



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 04 / 2007

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 septembre 2007





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 septembre 2007

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

BAM	:	Bank Al-Maghrib
BTP	:	Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	:	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
FBCF	:	Formation Brute de Capital Fixe
FMI	:	Fond Monétaire International
HCP	:	Haut Commissariat au Plan
HP	:	Hodrick-Prescott
ICV	:	Indice du Coût de la Vie
IMME	:	Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	:	Institut National d'Analyse et de Conjoncture
MASI	:	Morocco All Shares Index
NAIRU	:	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
OMPIC	:	Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
OPCVM	:	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PIB	:	Produit Intérieur Brut
PME	:	Petites et Moyennes Entreprises
TIC	:	Taxe Intérieure de Consommation
TMP	:	Taux Moyen Pondéré
TUC	:	Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	:	Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	:	Valeur Ajoutée

## SOMMAIRE

<b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....</b>	<b>5</b>
<b>Aperçu général.....</b>	<b>7</b>
<b>1. Orientation de la demande globale .....</b>	<b>9</b>
1.1 La production .....	9
1.2 La consommation .....	11
1.3 L'investissement.....	11
1.4 Le commerce extérieur.....	12
<b>2. Pressions sur les capacités de production.....</b>	<b>14</b>
2.1 Tensions sur les capacités .....	14
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	15
<b>3. Prix à l'importation .....</b>	<b>17</b>
3.1 L'inflation dans le monde .....	17
3.2 Prix du pétrole .....	17
3.3 Prix à l'importation .....	18
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>19</b>
4.1 Conditions monétaires.....	19
4.2 Prix des actifs .....	27
<b>5. Evolution récente de l'inflation.....</b>	<b>28</b>
<b>6. Perspectives de l'inflation pour 2007 .....</b>	<b>31</b>
6.1 Hypothèses de la prévision centrale.....	31
6.2 Prévisions d'inflation et balance des risques .....	32

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution trimestrielle du PIB, agricole et non agricole .....	10
Graphique 1.2	: Evolution des taux de croissance du PIB et de la valeur ajoutée agricole .....	10
Graphique 1.3	: Evolution de la consommation finale des ménages et des transferts des MRE .....	11
Graphique 1.4	: Exportations marocaines et croissance dans la zone euro .....	12
Graphique 2.1	: Croissance du PIB non agricole en glissement annuel .....	14
Graphique 2.2	: Output gap non agricole marchand et inflation sous-jacente.....	14
Graphique 2.3	: Inflation sous-jacente et Output gap global retardé de trois trimestres .....	14
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	15
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail .....	15
Graphique 2.6	: Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominaux et réels .....	16
Graphique 2.7	: SMIG trimestriel en termes nominaux et réels .....	16
Graphique 3.1	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc .....	17
Graphique 3.2	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport.....	18
Graphique 3.3	: Evolution de l'indice des prix à l'importation des produits finis de consommation .....	18
Graphique 4.1	: Evolution de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP .....	19
Graphique 4.2	: Position de Liquidité (millions de DH) et Taux Moyen Pondéré du Marché Monétaire Interbancaire.....	19
Graphique 4.3	: Augmentations des Réserves Obligatoires.....	20
Graphique 4.4	: Evolution de l'effet des Facteurs de Liquidité .....	20
Graphique 4.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le Marché Monétaire.....	21
Graphique 4.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du taux moyen pondéré du marché interbancaire.....	21
Graphique 4.7	: Evolution du taux interbancaire.....	22
Graphique 4.8	: Tendances et fluctuations du taux créditeur.....	23
Graphique 4.9	: Ecart de croissance entre la masse monétaire et le PIB non agricole.....	24
Graphique 4.10	: Croissance de M3 et agrégats de placements liquides .....	24
Graphique 4.11	: Evolution du crédit bancaire .....	24
Graphique 4.12	: Impact de la croissance des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises non financières sur le crédit bancaire .....	24
Graphique 4.13	: Ratio des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises par rapport au PIB.....	25
Graphique 4.14	: Variations annuelles des principales catégories du crédit bancaire.....	25
Graphique 4.15	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	25
Graphique 4.16	: Croissance annuelle des créances nettes sur l'Etat .....	25
Graphique 4.17	: Contribution des autres sources de création à la croissance annuelle de M3 .....	26
Graphique 4.18	: Evolution annuelle des placements liquides des agents non financiers .....	26
Graphique 4.19	: Titres des OPCVM et placements à terme des entreprises non financières .....	26
Graphique 4.20	: Taux de change du dirham .....	27
Graphique 4.21	: Indices Masi .....	27
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	28
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation (ICV) pour le reste de l'année 2007 et les deux premiers trimestres de 2008 .....	33

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel par branche d'activité en glissement annuel .....	9
<b>Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail .....</b>	<b>15</b>
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	17
Tableau 3.2 : Les prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	17
Tableau 4.1 : Taux des émissions des bons du Trésor à court terme .....	22
Tableau 4.2 : Taux des émissions des bons du Trésor à moyen et long termes .....	22
Tableau 4.3 : Taux créditeurs .....	22
Tableau 4.4 : Taux débiteurs .....	23
Tableau 4.5 : Croissance de la masse monétaire M3 .....	23
Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente .....	29
Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation pour 2007 et les deux premiers trimestres de 2008 .....	33

## LISTE DES ENCADRES

Encadré 5.1 : Les mesures prises par le gouvernement afin d'atténuer les pressions sur les prix des produits de base .....	29
---	----

---

## APERÇU GÉNÉRAL

Conformément à la tendance dégagée dans le Rapport sur la politique monétaire du 19 juin, les indicateurs des prix, à fin août, font ressortir un ralentissement de l'inflation par rapport à l'année précédente, avec toutefois une augmentation de l'indice global relativement plus rapide, du fait du renchérissement des produits alimentaires. En effet, la hausse de l'indice du coût de la vie a atteint, en glissement annuel, 2% tandis que celle de l'indice de l'inflation sous-jacente s'est limitée à 1,4%, au lieu de 3,7% et 3,5% respectivement un an auparavant.

S'agissant des autres indicateurs, ils font apparaître, dans l'ensemble, une modération des pressions sur la demande. Ainsi, compte tenu de la contraction de la valeur ajoutée du secteur agricole, la croissance économique devrait se situer en 2007 autour de 2%, en liaison avec la poursuite de l'essor de l'activité dans les autres secteurs, dégagant un output gap global qui reste négatif. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel, tel que le montre l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib de juillet, en s'établissant à 77%, s'est inscrit dans une orientation à la hausse, qui pourrait se traduire par des tensions sur les prix industriels en cas de maintien de cette tendance durant les prochains trimestres.

Pour leur part, les prix à l'importation, hors pétrole, ont connu dans l'ensemble une détente. Toutefois, les tendances récentes du cours du pétrole, ainsi que le renchérissement des produits agricoles sur le marché international risquent d'avoir des répercussions sur les prix internes.

En ce qui concerne les données monétaires, l'accélération du rythme de progression de la masse monétaire, qui a atteint 19,8% à fin juillet, en glissement annuel, serait de nature à peser sur la tendance future des prix et ce, d'autant plus que cette évolution tient principalement à la forte expansion du crédit, qui s'est accompagnée d'une augmentation notable des prix des actifs immobiliers. Par ailleurs, la situation de liquidité a connu un resserrement, dont les effets ont été contenus grâce aux interventions de la Banque qui ont permis de maintenir les taux sur le marché interbancaire à des niveaux proches du taux directeur.

En l'absence de la matérialisation des principaux risques identifiés, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres laisse entrevoir, comme dans le Rapport précédent, un maintien de la trajectoire de l'inflation autour de 2%, en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Cependant, les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation restent orientés à la hausse. L'inflation se situerait ainsi autour de 2,1% en 2007 et autour de 2% sur l'horizon de prévision (du 3<sup>ème</sup> trimestre 2007 au 2<sup>ème</sup> trimestre 2008). Comparé au Rapport précédent, la prévision d'inflation est légèrement inférieure pour les deux derniers trimestres de 2007.

بنك المغرب  
بنك المغرب

## 1. ORIENTATION DE LA DEMANDE GLOBALE

La croissance de l'économie nationale a décéléré au premier semestre 2007 en raison de la contraction de la valeur ajoutée agricole et d'un environnement international relativement moins porteur. Le rythme de croissance du produit intérieur brut connaîtrait un ralentissement pour se situer au troisième trimestre aux alentours de 1,9%. La consommation finale nationale croîtrait à un rythme inférieur à celui de l'année précédente en raison d'un ralentissement de la consommation des ménages résidents suite au fléchissement du revenu des ménages ruraux. Par ailleurs, à l'exception du secteur primaire, l'investissement est entré dans un cycle de croissance soutenue qui toucherait tous les autres secteurs d'activité et devrait bénéficier en 2007 de la poursuite des grands projets d'infrastructure et d'habitat social ainsi que de la bonne orientation des investissements directs étrangers.

### 1.1 Production

Marquée par un contexte international moins favorable et une mauvaise campagne agricole, la croissance économique durant les deuxième et troisième trimestres de l'année 2007 serait respectivement de l'ordre de 1,7% et 1,9%.

Le PIB agricole connaîtrait une baisse de 20,9% durant la même période. La production céréalière se serait limitée à près de 20 millions de quintaux au lieu de 90 millions de quintaux lors de la campagne précédente.

Le PIB non agricole consolide sa bonne performance du premier trimestre (+5,6%) et devrait enregistrer au cours des deuxième et troisième trimestres 2007 une croissance de l'ordre de 6,0%.

A la faveur du renchérissement des cours internationaux et soutenue, en partie, par le redressement de 16,4% des exportations de phosphate brut et dérivés à fin juillet 2007, la valeur ajoutée de l'industrie extractive devrait connaître une orientation haussière avec un rythme de 6,9% et 4% aux deuxième et troisième trimestres au lieu de 5,3% au cours du premier trimestre 2007.

Après une progression de 5,4% au premier trimestre 2007, l'activité énergétique évoluerait aux deuxième et troisième trimestres dans un contexte international marqué par une hausse des prix du pétrole (70,1 \$/baril au mois d'août 2007). Sa valeur ajoutée croîtrait de près de 3,9% au deuxième trimestre 2007. Cette décélération pourrait se maintenir, par la suite, notamment au niveau de la production de pétrole.

En dépit d'une concurrence étrangère de plus en plus forte et du renchérissement des cours mondiaux des matières premières, la croissance de l'activité industrielle, hors raffinage de pétrole, se consolide lors des deuxième et troisième trimestres, avec respectivement une croissance de l'ordre de 4,7% et de 3,9% après avoir

**Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel par branche d'activité en glissement annuel**

Branches	2007 (*)		
	T I	T II	T III(p)
Agriculture	-18,0	-20,9	-17,0
Pêche	-5,0	6,7	-5,0
PIB non agricole (**)	5,6	6,2	5,6
Industrie d'extraction	5,3	6,9	4,0
Industrie (hors raffinage de pétrole)	4,1	4,7	3,9
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	-11,6	2,9	-10,0
Electricité et eau	6,2	3,9	6,4
Bâtiment et travaux publics	9,3	12	8,0
Commerce	4,6	4,8	5,2
Hôtels et restaurants	8,1	3	3,0
Transports	4,4	4,1	5,5
Postes et télécommunications	6,5	9,5	6,7
Activités financières et assurances	13,0	13,9	8,0
Services rendus aux entreprises et services personnels	5,3	5,8	4,6
Administration publique générale et sécurité sociale	2,5	3,3	3,6
Education, santé et action sociale	3,8	4,4	5,4
Impôts sur les produits nets des subventions	10,5	10,8	10,0
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>

Sources : INAC et calculs de BAM.

(\*) Les comptes de la nation trimestriels sont désormais établis selon le système de comptabilité nationale de 1993 aux prix chaînés, base 1998.

(\*\*) y compris la pêche et les impôts sur les produits nets des subventions.

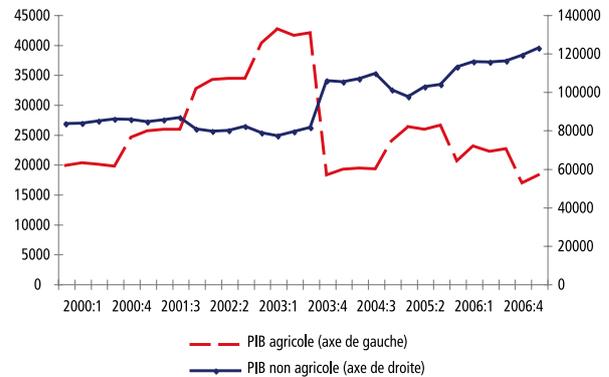
progressé de 4,1% au premier trimestre. Par ailleurs, avec un taux d'utilisation des capacités de production de 77% à fin juillet 2007, les perspectives d'évolution de l'activité industrielle qui se dégagent de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie du mois de juillet demeurent favorables pour les trois prochains mois.

La poursuite de la croissance des activités industrielles serait attribuable à la dynamique qui marquerait les industries de l'habillement (1,2% au deuxième trimestre contre 0,4% au premier trimestre) sous l'effet du renforcement des commandes en provenance de l'Europe. Elle serait également imputable au rythme soutenu de la croissance des IMME (4,9% contre 4,1%) sous l'effet de l'affermissement de la demande étrangère adressée aux industries de l'automobile, de l'électronique et de la métallurgie. En ce qui concerne les industries agroalimentaires, elles connaîtraient une croissance soutenue au deuxième trimestre 2007 (3,6% contre 3,2%) à la faveur de l'amélioration de la demande extérieure sur les conserves de fruits, de légumes et de poisson.

L'activité du secteur du BTP continuerait à croître à un rythme soutenu de l'ordre de 12% au deuxième trimestre et se maintiendrait durant le reste de l'année en liaison avec l'importance des investissements publics dans le cadre de l'extension des infrastructures de base et de l'aménagement de zones touristiques et des centres urbains. Soutenue par l'investissement des ménages, l'activité du bâtiment a poursuivi sa croissance, les crédits immobiliers ayant enregistré une hausse de l'ordre de 34,2% à fin juillet 2007 en glissement annuel.

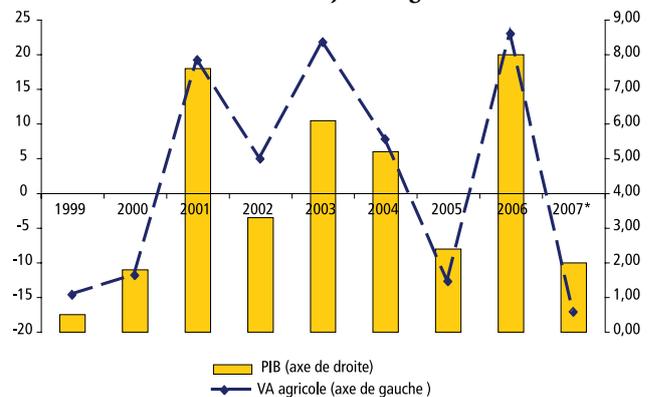
S'agissant des services, le nombre de touristes étrangers a augmenté de 13% en variation annuelle. En outre, la progression de la valeur ajoutée relative à l'hôtellerie et la restauration devrait passer de 8,1% au premier trimestre à 3% au deuxième trimestre. De même, les activités des transports et des télécommunications poursuivraient leur tendance haussière, avec des taux de croissance qui se situeraient respectivement

**Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du PIB agricole et non agricole**



Source : HCP et calculs de BAM.

**Graphique 1.2 : Evolution des taux de croissance du PIB et de la valeur ajoutée agricole**



Source : HCP et calculs de BAM.

aux alentours de 4,1% et de 9,5% durant le deuxième trimestre 2007.

Pour l'ensemble de l'année, la croissance du PIB sera affectée par une mauvaise campagne agricole, la valeur ajoutée du secteur agricole baisserait de près de 20,9%, tandis que les activités secondaires et les services augmenteraient globalement de 5%. Au total, le PIB progresserait d'environ 2% au lieu de 8% en 2006.

## 1.2 Consommation

Après une progression de 7,8% en 2006, la consommation des ménages serait marquée en 2007 par une hausse modérée, de l'ordre de 4,8%, en relation avec la baisse des revenus agricoles.

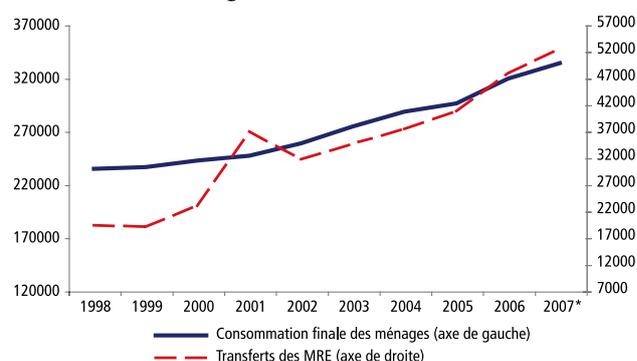
La consommation des ménages serait soutenue par l'amélioration du marché du travail (taux de chômage de 9,4% au deuxième trimestre 2007 au lieu de 10% au premier trimestre), le réaménagement des taux de l'impôt sur le revenu ainsi que par la tendance haussière des recettes des MRE, qui ont marqué une augmentation de 15,4% à fin juillet en comparaison avec la même période de l'année précédente. En outre, l'accroissement des crédits à la consommation (+41,4% à fin juillet 2007 en glissement annuel) et la baisse des taux débiteurs sur les crédits à la consommation permettraient d'augmenter les dépenses des ménages résidents.

Pour sa part, la consommation des administrations publiques devrait enregistrer une progression de plus de 9,4% au lieu de 4,6% en 2006, compte tenu de l'accroissement des charges de fonctionnement prévu (+10,3% à fin juillet 2007).

## 1.3 Investissement

En 2007, la formation brute de capital fixe progresserait à un rythme soutenu avec un taux de croissance qui avoisinerait 11,8%. L'investissement se situe dans un cycle de croissance soutenue notamment dans les secteurs de l'industrie, du BTP et des services. Cette expansion s'explique en

Graphique 1.3 : Evolution de la consommation finale des ménages et des transferts des MRE



Source : HCP, Office des changes

grande partie par la poursuite de la réalisation des projets d'infrastructure, de l'habitat, du tourisme, de l'industrie, ainsi que par les actions entreprises par l'Etat en matière d'amélioration du climat des affaires. La détente des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers ainsi que les garanties de crédit accordés dans le cadre du FOGARIM devrait accélérer la dynamique de croissance du secteur de l'immobilier. A fin juillet 2007, les crédits accordés à l'immobilier ont, en effet, progressé de 34,2% en glissement annuel.

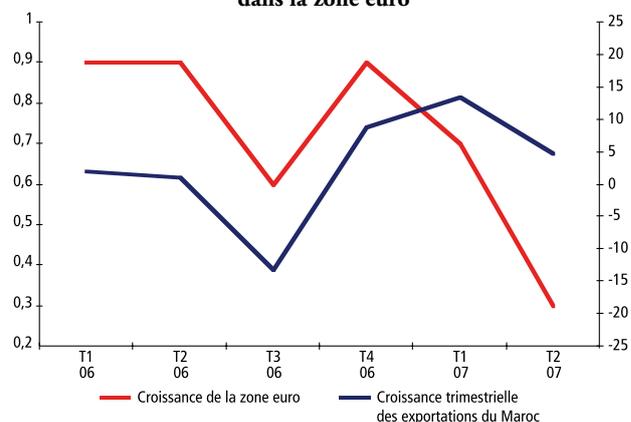
L'investissement privé consolide ainsi sa dynamique de croissance comme en témoigne la progression des crédits à l'équipement qui ont marqué une progression de 24,4% à fin juillet ainsi que le rythme de création d'entreprises. En effet, le nombre de certificats négatifs délivrés par l'OMPIC a connu une hausse de 18% à fin mai 2007. Par ailleurs, la commission des investissements a adopté durant la période janvier-août 2007 près de 57 projets d'investissement d'une valeur de 64 milliards de dirhams.

L'amélioration de l'attractivité du Maroc en matière d'investissements étrangers, s'est traduite par un renforcement des investissements directs étrangers qui ont atteint en juillet 2007 près de 19 milliards de dirhams (compte tenu des prêts privés), soit une progression de 32,3% par rapport à la même période de l'année 2006. Comparées à la moyenne des recettes au cours du premier semestre des années 2002-2006 (8,2 milliards de dirhams), ces recettes ont presque doublé (+7,8 milliards de dirhams).

## 1.4 Commerce extérieur

Au cours du deuxième trimestre 2007, la croissance de la zone euro, notre principal partenaire commercial, a ralenti à 0,3% au lieu de 0,7% enregistré au trimestre précédent. Dans ce contexte, la valeur totale des exportations a progressé à un rythme moins rapide que celui des importations. Le déficit commercial s'est ainsi alourdi de 28,4% et le taux de couverture est revenu de 52,8% à 49,2%, d'un trimestre à l'autre.

Graphique 1.4 : Exportations marocaines et croissance dans la zone euro



Source : HCP, Office des changes

En effet, les exportations se sont accrues de 11,2% d'un trimestre à l'autre ou 3,2 milliards de dirhams, sous l'impulsion essentiellement des ventes de composants électroniques, de fils et câbles pour l'électricité, de fruits et légumes et de produits énergétiques. En revanche, les livraisons de dérivés de phosphates, d'articles de confection et de produits de la pêche ont nettement régressé.

Les dépenses d'importation ont marqué une progression de près d'un cinquième ou 10,3 milliards de dirhams au deuxième trimestre. Cette évolution est attribuable notamment au renchérissement de 34% de la facture pétrolière, ainsi qu'au dynamisme de l'activité productive et à la progression de la consommation qui ont suscité d'importants achats de demi-produits, de fils et câbles pour l'électricité, de voitures de tourisme, d'appareils de télécommunication et de tissus. De même, la facture céréalière s'est alourdie surtout après la hausse des prix du blé et de l'orge sur le marché mondial.

## 2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les estimations de Bank Al-Maghrib de l'output gap global, qui mesure l'écart entre la production effective et la production potentielle, ont dégagé des valeurs négatives pendant les deux premiers trimestres de l'année 2007 et ce, en liaison avec les contre-performances agricoles. En revanche, l'output gap non agricole a enregistré au deuxième trimestre 2007 une valeur positive supérieure à celle de l'année dernière. Par ailleurs, l'évolution du taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel s'inscrit dans une orientation à la hausse qui pourrait peser sur les prix des produits industriels si elle se poursuit au cours des prochains trimestres. Dans l'ensemble, ces éléments laissent présager une modération des pressions sur les prix.

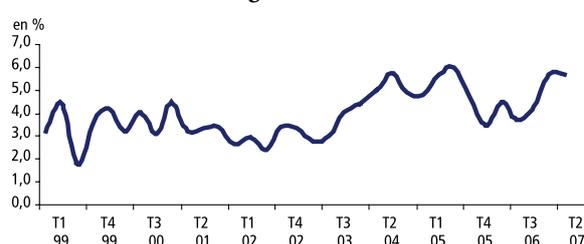
### 2.1 Tensions sur les capacités

Compte tenu d'une croissance économique, de 1,9% durant le premier trimestre 2007, au lieu de 6,7% un an auparavant, soit un rythme inférieur à la croissance potentielle de l'économie nationale, l'output gap global, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, s'est établi à (-3,2%). De même, au deuxième trimestre le PIB global s'est accru de 1,7% au lieu de 7,9%, laissant apparaître un output gap négatif de -2,1%.

En revanche, la hausse du PIB hors agriculture s'est accélérée pour s'établir à 6,2% et 5,6 % durant les premier et deuxième trimestres 2007, au lieu de, 3,4% et 4,4% respectivement durant les périodes correspondantes de l'année 2006. De ce fait, l'output gap non agricole du deuxième trimestre 2007 a été estimé à 1,9%, soit 0,5 point de plus que le deuxième trimestre de l'année dernière. Cette augmentation de l'output gap non agricole engendrerait plus de pressions de la demande sur les prix au cours des deux prochains trimestres.

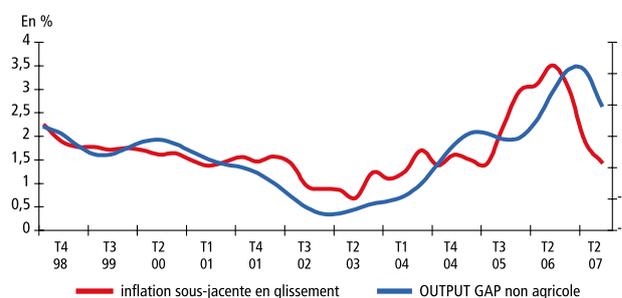
Dans le secteur industriel, selon les derniers chiffres disponibles de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, le TUC industriel s'est maintenu dans la progression enregistrée depuis le mois de mai 2007, atteignant 77% en juillet 2007. Cette évolution a caractérisé toutes les branches industrielles couvertes par l'enquête. Les taux les plus importants ont été enregistrés au niveau de l'industrie électrique et électronique (81%), de l'industrie chimique et para-chimique (80%) et du textile et habillement (75%). Si cette orientation à la hausse continue, cela pourrait générer de plus fortes pressions de la demande sur les prix des biens industriels dans les prochains trimestres.

Graphique 2.1 : Croissance du PIB non agricole en glissement annuel



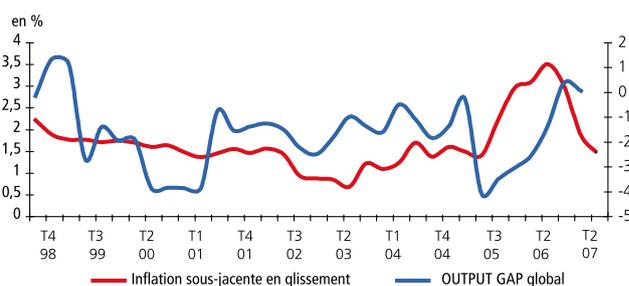
Source : HCP

Graphique 2.2 : Output gap non agricole marchand et inflation sous-jacente



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

Graphique 2.3 : Inflation sous-jacente et Output gap global retardé de trois trimestres



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

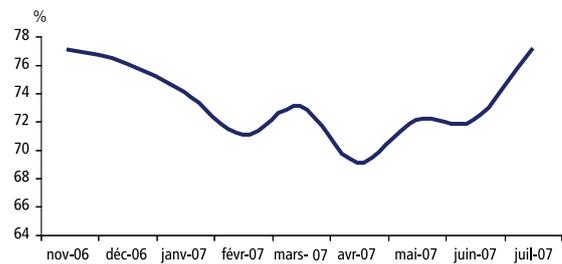
L'évolution de la productivité apparente du travail, mesurée ici comme étant le rapport entre le PIB non agricole et l'emploi urbain, fournit également un éclairage sur les tensions qui pourraient s'exercer sur les prix. La tendance haussière de la productivité apparente du travail dans le secteur non agricole a connu un léger ralentissement durant les troisième et quatrième trimestres 2006 pour reprendre au cours des premier et deuxième trimestres de l'année 2007, sous l'effet de l'expansion rapide du PIB non agricole par rapport à l'emploi urbain durant le premier semestre de l'année.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Le marché du travail a été caractérisé, au deuxième trimestre de l'année 2007, par une création nette d'emplois qui a atteint 95.000 postes contre 268.000 emplois durant la même période de l'année dernière. Cette contre-performance recouvre une création nette de 188.000 postes en milieu urbain et une perte nette de 93.000 en milieu rural. Au niveau sectoriel, seule l'agriculture a subi une perte d'emploi qui est estimée à 201.000 sous l'effet de la mauvaise campagne agricole qui a commencé à se manifester dès le deuxième trimestre 2007. En revanche, les autres secteurs ont connu des créations nettes d'emplois, qui se sont chiffrées au total à 296.000, dont 160.000 postes dans le secteur des services, 79.000 dans l'industrie et 54.000 dans le BTP.

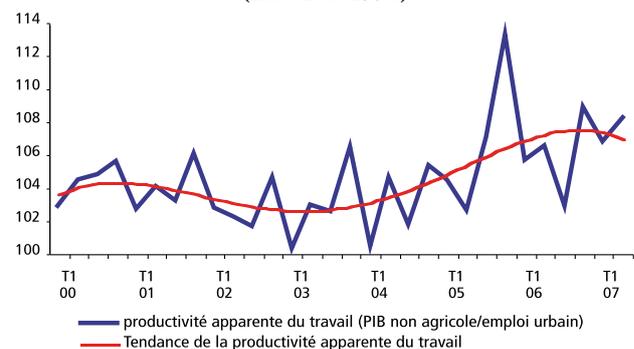
L'évolution de la population active (+2,7%) a été plus rapide que celle des créations nettes d'emploi (+0,9%) ce qui s'est traduit par une hausse du taux de chômage de 7,8% à 9,4% entre les deuxième trimestres 2006 et 2007. Cette évolution a été constatée aussi bien en milieu urbain où le taux de chômage est passé de 13,3% à 15% qu'en milieu rural (de 2,4% à 3,4%).

Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail (Base 100=1998)



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail

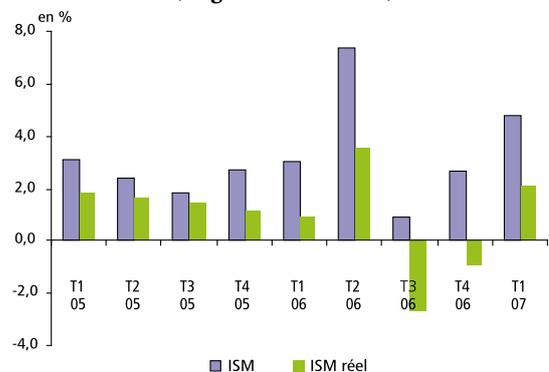
	2004	2005	2006	2007
Taux en %	T2	T2	T2	T2
Population active nationale <sup>1</sup>	1,3	1,5	- 1,0	2,7
Population active urbaine <sup>1</sup>	2,9	3,3	- 2,6	6,1
Population active occupée nationale <sup>1</sup>	0,8	1,5	2,7	0,9
Population active occupée urbaine <sup>1</sup>	2,7	4,5	3,6	4,0
Taux d'emploi national	46,8	46,6	47,7	47,2
Taux d'emploi urbain	36,2	36,9	38,1	38,6
Taux de chômage national	11,1	11,1	7,8	9,4
Taux de chômage urbain	19,3	18,4	13,3	15,0
Taux d'activité nationale	52,7	52,4	51,7	52,1
Taux d'activité urbain	44,9	45,3	43,9	45,4

Source : HCP

(1) Variations en glissement annuel

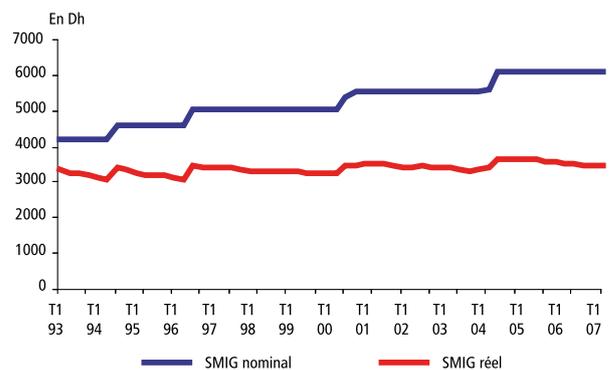
Quant à l'indice trimestriel des salaires (ISM), calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il a connu une hausse de 4,8% au premier trimestre 2007 contre 3% une année auparavant. En termes réels, cette hausse s'est établie à 2,1% au lieu de 0,9% d'une année à l'autre. L'évolution des salaires réels a été plus rapide que celle de la productivité apparente du travail qui a augmenté de 1,3% entre les deux trimestres considérés ce qui laisse présager un renchérissement du coût unitaire de la main d'œuvre en termes réels.

**Graphique 2.6 : Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominaux et réels (en glissement annuel)**



Source : HCP, CNSS

**Graphique 2.7 : SMIG trimestriel en termes nominaux et réels**



Source : Ministère de l'emploi

### 3. PRIX À L'IMPORTATION

Les resserrements de la politique monétaire auxquels ont procédé les principales banques centrales, le tassement prévu de la croissance mondiale, le niveau des cours de pétrole inférieur à l'année dernière et le ralentissement des prix à l'importation des produits finis de consommation et des biens alimentaires sont autant d'éléments qui laissent entrevoir des pressions inflationnistes extérieures moins pesantes pour le reste de l'année 2007. Toutefois, les tendances sur les marchés internationaux relatives aux prix du pétrole et aux produits agricoles laissent présager des tensions sur les prix.

#### 3.1 L'inflation dans le monde

Les politiques monétaires restrictives poursuivies par les banques centrales ont permis de contenir l'inflation qui a connu un ralentissement dans les principaux pays industrialisés en Juillet de l'année 2007 (Tableau 3.1).

Pour l'ensemble de l'année 2007, les pressions inflationnistes seraient modérées compte tenu du niveau des cours du pétrole qui devrait rester inférieur à celui de l'année 2006. Cette évolution, qui semble être favorisée par le ralentissement de la croissance mondiale, pourrait être influencée par des pressions s'exerçant sur les cours du pétrole.

#### 3.2 Prix du pétrole

Les prix moyens du pétrole continuent de s'accroître mais à un rythme inférieur à celui observé durant l'année précédente. Le cours moyen du brut a baissé de 4,8% pour s'établir à 70,1 dollars en août 2007. Au terme des huit premiers mois, le cours moyen du baril s'est élevé à 64,2 dollars, soit une diminution de 3,5% par rapport à la même période de l'année 2006.

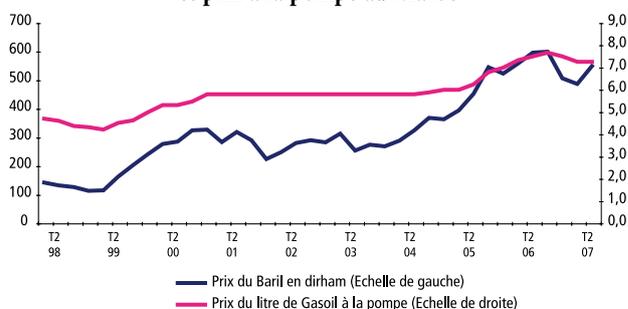
Le ralentissement de l'économie mondiale durant le deuxième trimestre de l'année 2007, ainsi que le niveau suffisant des stocks du brut des pays industrialisés sont autant de facteurs susceptibles de réduire la demande du pétrole durant le reste de l'année courante. Cependant, les tensions géopolitiques qui règnent au Moyen-Orient et le redémarrage de l'économie américaine observé durant le deuxième trimestre 2007, risquent d'exercer des pressions sur le cours du baril. Selon les prévisions du FMI restées inchangées, le cours

**Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde en glissement annuel**

	2005	2006	2007	Prévision	
	Juillet	Juillet	Juillet	2006	2007
Etats-Unis	3,2	4,1	2,4	3,2	1,9
Zone Euro	2,2	2,4	1,8	2,2	2,0
France	1,8	2,2	1,1	1,9	1,7
Espagne	3,3	4,0	2,2	3,6	2,6
Japon	-0,3	0,3	-	0,2	0,3

Sources : Fonds Monétaire International et Eurostat

**Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc**



Source : HCP, Ministère de l'énergie et des mines

**Tableau 3.2 : Les prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur**

Produits (Dh/Litre)	Août	Fév.	Avril	Sept.	Oct.	Jan.	Avr.	Juil.
	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007
Super carburant	10,35	10,51	10,51	11,07	10,5	10,25	10,25	10,25
Essence ordinaire	9,45	-	-	-	-	-	-	-
Pétrole lampant	6,96	7,46	7,46	-	-	-	-	-
Gasoil	6,96	7,46	7,46	7,98	7,47	7,22	7,22	7,22
Gasoil 350	8,2	9,34	9,34	9,93	9,38	9,13	9,13	9,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2881	3307	3307	3374	3174	2874	2874	2874

Source : Ministère de l'énergie et des mines

annuel moyen du brut est prévu à 63,75 dollars le baril pour l'ensemble de l'année 2007, un niveau légèrement inférieur à celui enregistré en 2006.

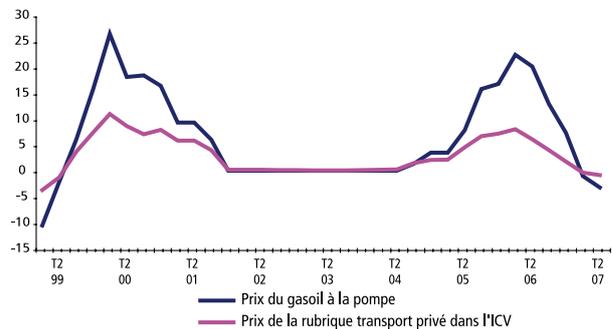
Depuis leur réduction en Janvier 2007, les prix à la pompe au Maroc, indexés sur les cours du pétrole, n'ont pas connu de modification.

### 3.3 Prix à l'importation

Les cinq premiers mois de l'année 2007 ont été caractérisés par un ralentissement du rythme d'évolution des prix à l'importation des produits finis de consommation.

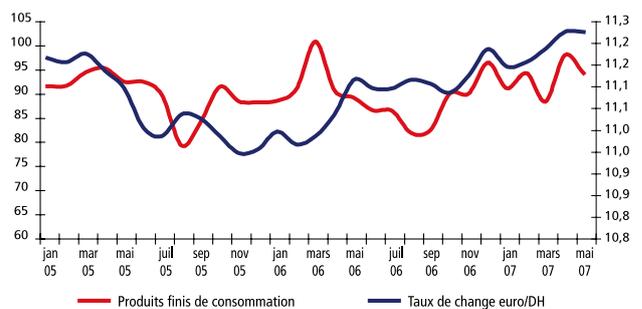
Quant à l'indice des prix à l'importation des biens alimentaires, son évolution est, globalement, à la hausse depuis novembre 2005, en raison aussi bien de la dépréciation du dirham vis-à-vis de l'euro que du renchérissement de certains produits alimentaires de base sur le marché international. Néanmoins, un ralentissement de la hausse de cet indice a été observé durant les cinq premiers mois de l'année 2007.

Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport (Glissement annuel en %)



Sources : HCP, Ministère de l'énergie et des mines

Graphique 3.3 : Evolution de l'indice des prix à l'importation des produits finis de consommation



Sources : Indice des prix à l'importation calculé par BAM selon la méthode de Fisher en chaîne. (Base 100 = 2004)  
Taux de change effectif nominal selon le FMI

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Lors de sa réunion du 19 juin 2007, le Conseil a décidé de maintenir inchangés les taux d'intervention de la Banque. Les conditions monétaires ont connu au deuxième trimestre 2007 et durant les mois de juillet et août, des évolutions divergentes. La poursuite du resserrement des trésoreries bancaires a exercé des pressions à la hausse sur le taux interbancaire qui ont été contenues par les interventions de la Banque. Aussi, le taux interbancaire a-t-il été maintenu à un niveau proche de celui des avances à 7 jours. Parallèlement, les taux d'intérêt sur les autres compartiments du marché des capitaux se sont globalement orientés à la hausse. D'autre part, l'évolution des agrégats monétaires continue d'être marquée par une accélération de la croissance de M3 alimentée par une forte expansion du crédit bancaire. Ainsi, l'excédent monétaire, déjà important au premier trimestre, s'est renforcé au deuxième trimestre. Cette hausse pourrait être ralentie pendant les prochains trimestres, en cas d'allocation des portefeuilles en faveur des placements liquides. Le niveau des encaisses monétaires demeure élevé et pourrait, toutes choses étant égales par ailleurs, présenter des risques pour la stabilité des prix, en cas d'affectation de ces encaisses aux dépenses de consommation et d'investissement. S'agissant de la valeur externe du dirham, la monnaie nationale s'est de nouveau appréciée par rapport au dollar et s'est légèrement dépréciée par rapport à l'euro au cours du deuxième et troisième trimestres.

### 4.1 Conditions monétaires

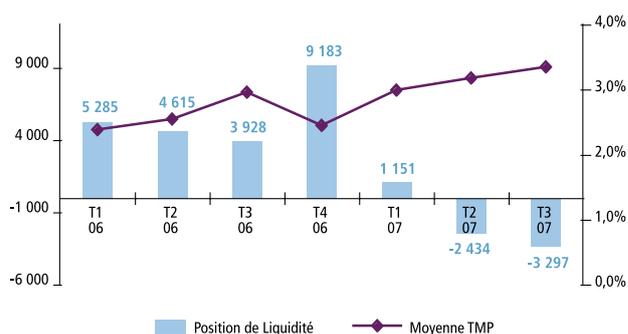
#### 4.1.1 Liquidité et mise en oeuvre de la politique monétaire

Au cours du deuxième trimestre 2007, le marché interbancaire s'est maintenu en situation d'insuffisance en dépit de l'incidence globalement expansive des facteurs autonomes et compte tenu de la pression exercée par l'augmentation des réserves obligatoires. Toutefois, la fin du mois de juin a connu une transition temporaire vers une situation d'équilibre des trésoreries bancaires, favorisée par le repli des opérations de cession de devises ainsi que par l'accélération des dépenses du Trésor.

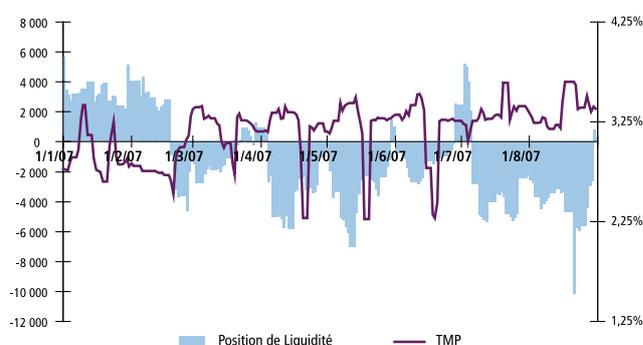
Ainsi, après avoir exercé une ponction de 543 millions de dirhams sur la liquidité durant les mois d'avril et mai 2007, les facteurs autonomes ont augmenté les trésoreries bancaires de 4,2 milliards de dirhams au cours du seul mois de juin, dont 3 milliards attribuables aux opérations de rachats nets de billets de banque étrangers et 2,3 milliards dus aux emplois nets du Trésor. La circulation fiduciaire a, en revanche, enregistré une augmentation de 1,1 milliard de dirhams au courant du même mois.

Globalement, l'incidence expansive de 3,7 milliards de dirhams exercée par les facteurs autonomes au deuxième trimestre 2007, a été en grande partie

Graphique 4.1 : Evolution de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle



Graphique 4.2 : Position de Liquidité (millions de DH) et Taux Moyen Pondéré du Marché Monétaire Interbancaire



compensée par l'augmentation de 2,6 milliards de dirhams enregistrée par le minimum requis au titre de la réserve monétaire durant la même période.

Par conséquent, le marché interbancaire s'est globalement maintenu en situation «en banque » au cours du deuxième trimestre 2007, la position de liquidité<sup>1</sup> moyenne du marché dégageant un déficit de 2,4 milliards de dirhams.

Au cours du troisième trimestre 2007, et en dépit de l'évolution expansive des facteurs autonomes, la position de liquidité du marché s'est de nouveau dégradée suite à la pression exercée par l'augmentation des réserves obligatoires. En particulier, le minimum requis au titre de la réserve monétaire a enregistré une augmentation de 7,3 milliards de dirhams le 21 août 2007, dont 6,2 milliards attribuables à la soumission du Crédit Agricole du Maroc et du Crédit Immobilier et Hôtelier à la règle de la réserve monétaire.

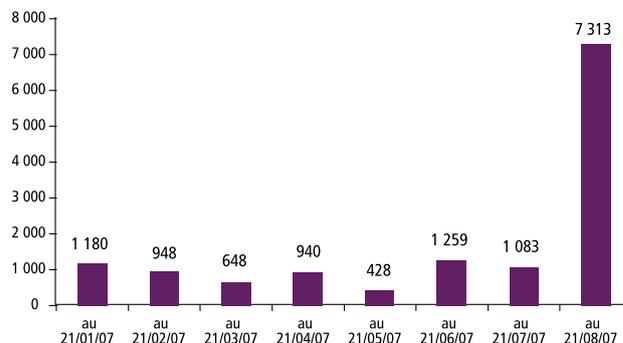
Aussi, durant les mois de juillet et août 2007, les réserves obligatoires ont-elles augmenté de 8,4 milliards de dirhams, compensant totalement l'évolution expansive de 4,7 milliards exercée par les facteurs autonomes.

Cette évolution expansive est principalement la conséquence des opérations sur avoirs extérieurs, qui ont induit une augmentation des trésoreries bancaires de 14,1 milliards de dirhams au troisième trimestre 2007. En effet, les opérations de rachats nets de billets de banque étrangers par Bank Al-Maghrib ont totalisé 15,9 milliards de dirhams, alors que les opérations de cessions de devises ont atteint 1,8 milliard de dirhams.

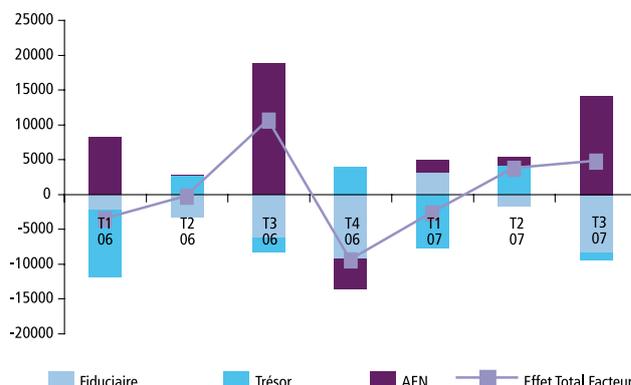
En revanche, la circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 8,3 milliards de dirhams en période estivale et les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction nette de 1,1 milliard sur la liquidité bancaire.

En effet, les ressources du Trésor ont atteint 39,6 milliards de dirhams, dont 4,6 milliards attribuables à la privatisation des 4% du capital de

**Graphique 4.3 : Augmentations des Réserves Obligatoires**  
(en millions de DH)



**Graphique 4.4 : Evolution de l'effet des Facteurs de Liquidité**  
(en millions de DH)



<sup>1</sup> Position de liquidité = Compte des banques auprès de Bank Al-Maghrib -Réserves Obligatoires +/-Interventions de Bank Al-Maghrib

Maroc Telecom, la moitié de ce montant revenant au Fonds Hassan II pour le développement économique et social. En raison de la bonne tenue des recettes du Trésor, les levées sur le marché des adjudications n'ont porté que sur un montant de 170 millions de dirhams pour les mois de juillet et août 2007.

Les charges du Trésor ont totalisé 35,8 milliards de dirhams, dont 9,4 milliards au titre du remboursement des échéances de la dette intérieure.

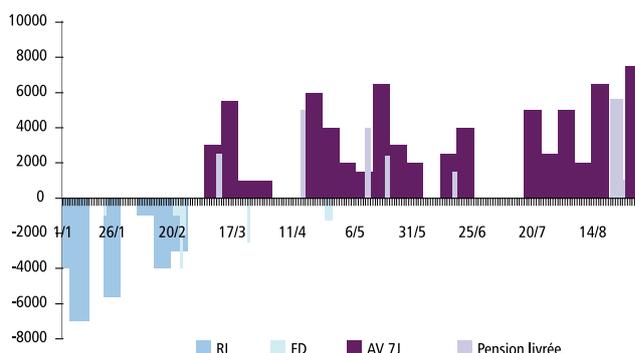
En raison du resserrement de la liquidité au courant du troisième trimestre 2007, Bank Al-Maghrib est principalement intervenue au moyen des avances à 7 jours sur appel d'offres au taux de 3,25%. Le montant quotidien moyen de ces interventions s'est établi à 3,3 milliards de dirhams contre 2,4 milliards le trimestre précédent.

En vue de contenir les pressions à la hausse temporairement subies par le taux interbancaire, la Banque a également recouru aux opérations de réglage fin, sous la forme de prises en pension de bons du Trésor. Le montant quotidien moyen de ces opérations s'est élevé à 473 millions de dirhams contre 284 millions de dirhams le trimestre précédent.

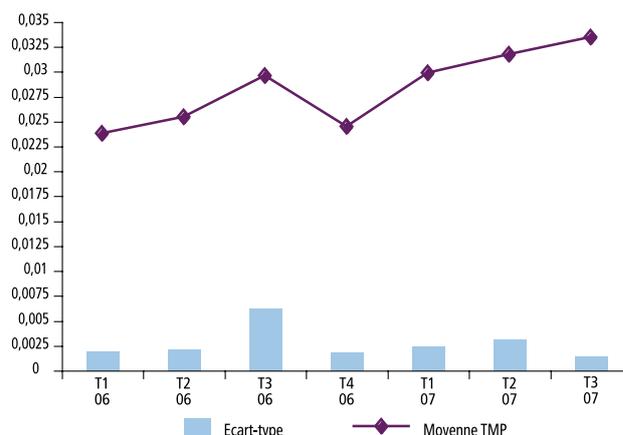
En dépit de l'intervention de la Banque, le loyer de l'argent sur le marché monétaire interbancaire s'est situé à un niveau supérieur de 9 points de base du taux des avances à 7 jours, s'établissant en moyenne à 3,34% contre 3,17% précédemment et ce, notamment en raison de la baisse de l'activité habituellement observée sur le marché interbancaire durant le mois d'août. En effet, le volume moyen traité sur ce marché est passé de 2,4 milliards au deuxième trimestre 2007 à 1,1 milliard au troisième trimestre 2007.

Pour sa part, la volatilité du taux interbancaire, mesurée par son écart-type, a enregistré une diminution de 17 points de base, passant de 0,32% le deuxième trimestre à 0,15% le troisième trimestre.

**Graphique 4.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le Marché Monétaire (en millions de DH)**



**Graphique 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du taux moyen pondéré du marché interbancaire**



### 4.1.2 Taux d'intérêt

En raison du développement de la demande de liquidités sur le marché monétaire interbancaire, lié à la hausse sensible du montant de la réserve monétaire, le taux moyen pondéré des opérations au jour le jour sur ce compartiment ainsi que le taux des opérations de pension livrée se sont inscrits en hausse au terme du deuxième et du troisième trimestre 2007.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court terme ont poursuivi leur hausse entamée depuis le premier trimestre, à l'exception de ceux assortissant les bons à 52 semaines qui ont connu une baisse au deuxième trimestre, dans un volume toutefois très faible, comparé à ceux des autres maturités.

Les émissions réalisées en juillet et début septembre ont été assorties de taux quasiment inchangés par rapport à ceux de juin pour les maturités de 13 et 26 semaines et par un taux en hausse pour les bons à 52 semaines.

En l'absence d'émissions du Trésor pendant le deuxième trimestre, la seule référence en matière de taux à moyen et long termes reste le marché secondaire des bons du Trésor. Sur ce marché, les taux des différentes maturités ont connu une hausse, à l'exception des taux des bons à 30 ans qui sont restés quasiment stables entre décembre 2006 et juillet 2007.

Au cours du troisième trimestre, une émission des bons à 2 ans a eu lieu fin août, avec un taux nettement plus élevé par rapport à celui des dernières émissions de mars.

S'agissant du taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois, il s'est de nouveau orienté à la hausse au cours du deuxième trimestre 2007 après le recul ponctuel observé au premier trimestre. A l'inverse, en juillet, il est revenu à 3,54% au lieu de 3,64% le mois précédent, en liaison avec la forte baisse du taux sur les dépôts à 6 mois.

Graphique 4.7 : Evolution du taux interbancaire

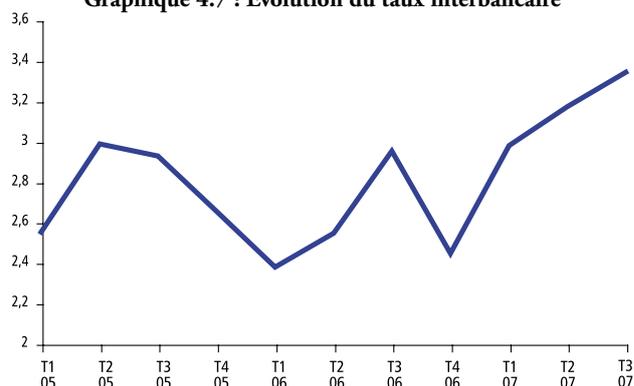


Tableau 4.1 : Taux des émissions des bons du Trésor à court terme\*

	2006				2007		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
13 semaines	2,65	2,62	-	2,52	2,73	3,3	3,29
26 semaines	-	2,78	-	2,62	2,85	3,34	3,32
52 semaines	3,06	3,00	-	-	2,97	2,88	3,40

Tableau 4.2 : Taux des émissions des bons du Trésor à moyen et long termes\*

	2006				2007		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
2 ans	3,29	3,24	3,16	2,99	2,96	-	3,49
5ans	3,91	3,75	3,56	3,23	3,14	-	-
10 ans	4,51	4,26	4,11	3,52	3,4	-	-
15 ans	5,2	4,71	-	3,72	3,65	-	-

Tableau 4.3 : Taux créditeurs\* (placements à terme)

	2006				2007		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juillet
6 mois	3,22	3,43	3,42	3,64	3,26	3,52	3,28
12 mois	3,59	3,62	3,76	3,70	3,65	3,63	3,69
Moyenne pondérée	3,43	3,52	3,65	3,68	3,49	3,58	3,54

\* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

Il convient de signaler que les variations à court terme des taux créditeurs dépendent en large partie de la nature des déposants (ménages ou entreprises, petites ou grandes entreprises, etc.) ainsi que des contraintes commerciales et de liquidité à court terme des banques. De ce fait, elles ne peuvent renseigner sur la tendance sous-jacente de la rémunération des placements à terme qui est, quant à elle, fonction des conditions monétaires globales dans l'économie et, notamment, de la position structurelle de liquidité des banques et de l'orientation de la politique monétaire.

Au même titre que les taux des bons du Trésor, les taux débiteurs appliqués aux facilités de trésorerie et aux prêts à l'équipement ont connu une évolution qui reflète principalement le resserrement observé sur le marché monétaire interbancaire.

En revanche, les taux appliqués aux catégories de crédit qui connaissent une concurrence accrue entre les banques, notamment les crédits immobiliers et à la consommation, ont poursuivi leur détente déjà observée au premier trimestre 2007.

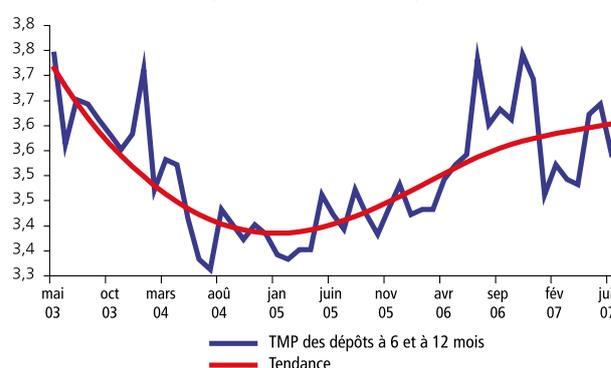
### 4.1.3 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

Parallèlement à l'expansion du crédit, le rythme annuel de progression de M3 a poursuivi son accélération, atteignant 19,4% au deuxième trimestre et 19,8% en juillet 2007. La même évolution ressort des variations à court terme, avec notamment une hausse mensuelle de 3% en juillet contre 1,5% en juin et 2,6% en juillet 2006.

En conséquence, l'excédent monétaire, estimé à travers l'écart entre le taux de progression de la masse monétaire et la croissance du PIB, s'est sensiblement accru en dépit de la poursuite de la hausse des taux d'intérêt. Cet accroissement appelle deux constats principaux quant à son lien avec les facteurs de demande de monnaie et ses conséquences sur l'économie réelle.

**Graphique 4.8 : Tendance et fluctuations du taux créditeur (Données mensuelles)**



**Tableau 4.4 : Taux débiteurs\***

Taux moyen pondéré	déc.06**	mars-07**	juin.07
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	6,49	6,45	6,54
Crédits à l'équipement	6,60	6,68	7,49
Crédits immobiliers	6,25	5,85	5,51
Crédits à la consommation	8,66	8,33	7,55

\* Données de l'enquête trimestrielle sur les taux d'intérêt

\*\* Chiffres révisés

**Tableau 4.5 : Croissance de la masse monétaire M3**

	Données trimestrielles (%)			
	06:T3	06:T4	07:T1	07:T2
Variation trimestrielle	5,7	4,5	4,4	3,6
Glissement annuel	14,7	15,9	17,5	19,4
	Données mensuelles (%)			
	juil.-06	mai-07	juin-07	juil.-07
Variation mensuelle	2,6	1,1	1,5	3,0

Du point de vue de la demande, la hausse de l'excédent monétaire serait due en partie aux arbitrages en faveur des encaisses monétaires au détriment des placements liquides, dont l'encours a accusé une baisse de 13,1% entre décembre 2006 et juin 2007. Elle est également attribuable à l'importance des liquidités mobilisées à l'occasion des opérations d'introduction en bourse<sup>1</sup>.

Concernant les risques qu'elle peut engendrer quant à la stabilité des prix, ils dépendent de l'utilisation des disponibilités monétaires accumulées par les agents non financiers. En cas d'affectation d'une grande partie des encaisses aux dépenses de consommation et d'investissement et d'insuffisance de l'offre, cet excédent représenterait un signal avancé de pressions inflationnistes.

### Crédits bancaires

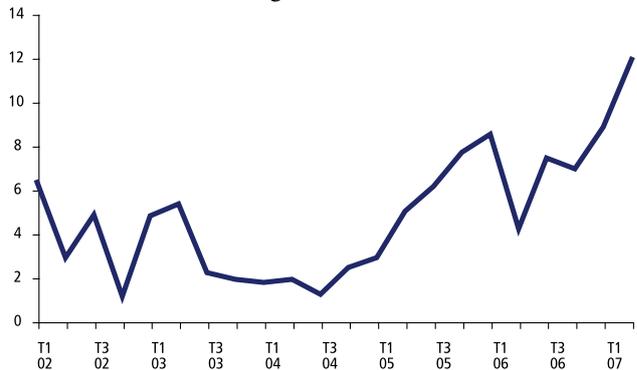
En glissement annuel, le crédit bancaire a augmenté de 25,5% au titre du deuxième trimestre 2007 et de 25,4% en juillet, en nette accélération par rapport au premier trimestre.

La dynamique du crédit demeure liée à l'expansion des facilités de trésorerie et, d'une manière générale, à celle des concours des banques aux entreprises et ce, en dépit de la hausse des taux d'intérêt.

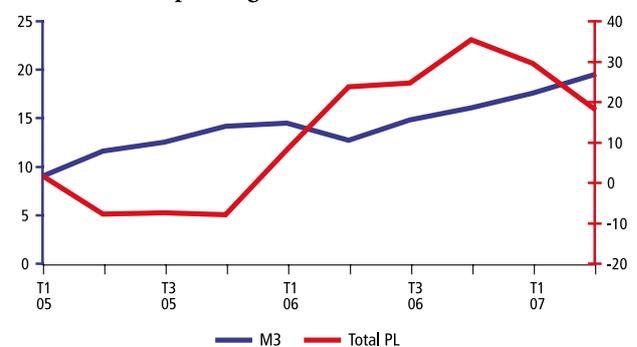
En effet, les facilités de trésorerie ont contribué à la hausse annuelle du crédit à hauteur de 39,2% au deuxième trimestre 2007, contre 27,7% et 17,2% respectivement pour les crédits immobiliers et les prêts à l'équipement. Dans le même temps, les concours aux entreprises ont été à l'origine de 66,6% de la croissance annuelle du crédit aux agents non financiers, au lieu de 22,5% pour les particuliers.

La poursuite du redressement des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises non financières pourrait a priori susciter des inquiétudes quant aux perspectives d'inflation, du fait que le rythme de progression du crédit dépasse largement celui de la croissance économique.

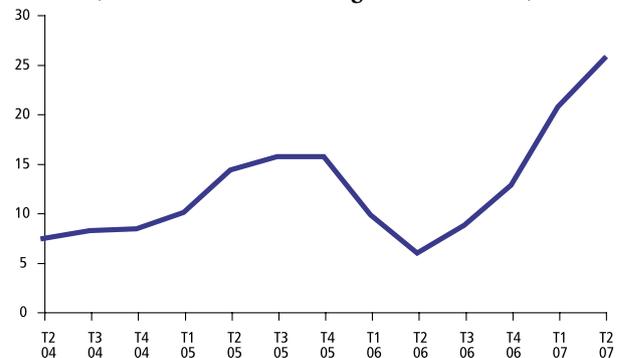
Graphique 4.9 : Ecart de croissance entre la masse monétaire et le PIB non agricole (en termes réels)



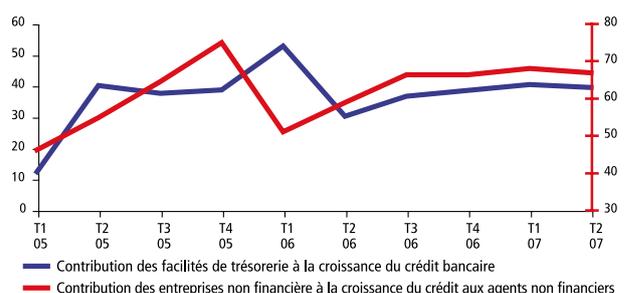
Graphique 4.10 : Croissance de M3 et agrégats de placements liquides (glissement annuel en %)



Graphique 4.11 : Evolution du crédit bancaire (données trimestrielles en glissement annuel)



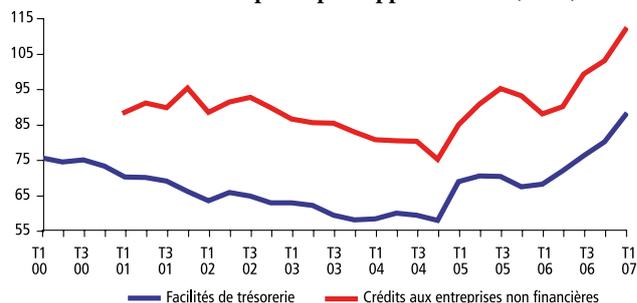
Graphique 4.12 : Impact de la croissance des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises non financières sur le crédit bancaire



<sup>1</sup> La plus importante a concerné la cession des actions CGI qui a porté sur 3,5 milliards de dirhams et a mobilisé des montants importants d'autant plus que l'opération d'introduction a été souscrite 143 fois.

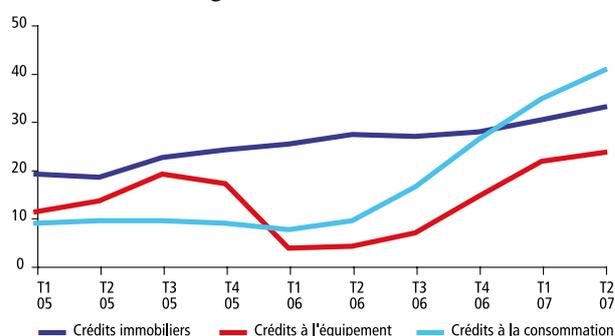
Toutefois, placé dans une perspective historique, ce redressement fait suite à une quasi-stagnation durant toute la période 2000-2004 qui s'était traduite par une chute des ratios des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises non financières par rapport au PIB. La croissance actuelle des concours aux entreprises pourrait donc refléter en partie un retour au niveau antérieur de financement de l'activité productive par le crédit.

**Graphique 4.13 : Ratio des facilités de trésorerie et des concours aux entreprises par rapport au PIB (en %)**



Concernant les autres catégories de crédit, elles se sont également orientées à la hausse durant le deuxième trimestre 2007 et en juillet. Ainsi, la tendance haussière des prêts immobiliers et des crédits à l'équipement s'est poursuivie parallèlement à la dynamique soutenue du secteur immobilier et à l'importance des dépenses d'investissement, tandis que l'expansion des crédits à la consommation a atteint des niveaux historiques, comme en témoigne son rythme annuel qui a dépassé 40% au deuxième trimestre 2007 et 41% au terme du mois de juillet.

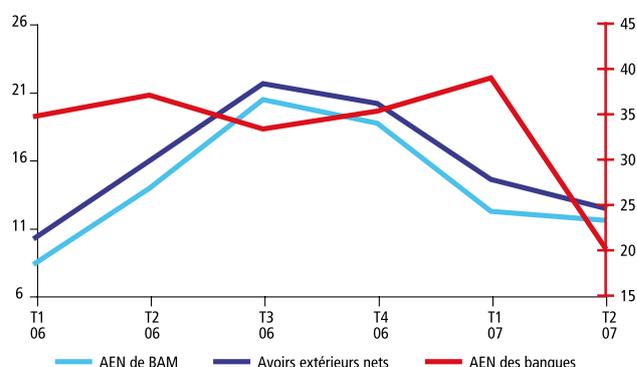
**Graphique 4.14 : Variations annuelles des principales catégories du crédit bancaire**



**Autres sources de création monétaire**

Au deuxième trimestre 2007, la hausse annuelle des avoirs extérieurs nets s'est atténuée, s'établissant à 12,3%, contre 14,4% le trimestre passé. Ainsi, leur contribution à la croissance de M3 ressort à 22% au lieu de 43,4% au titre de la même période de 2006.

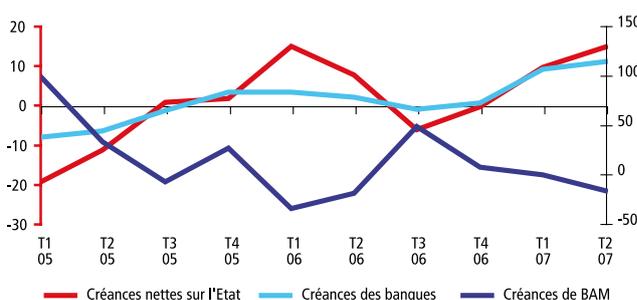
**Graphique 4.15 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)**



En juillet, ces avoirs se sont accrus de près de 15% en glissement annuel contre 19% en juillet 2006.

Quant aux créances nettes sur l'Etat, leur accroissement annuel s'est établi à 14,5% au deuxième trimestre 2007, en accélération par rapport au premier trimestre. En juillet, elles ont augmenté de 18,6% par rapport au même mois de 2006.

**Graphique 4.16 : Croissance annuelle des créances nettes sur l'Etat (en %)**



Globalement, la contribution des autres sources de création monétaire à la croissance de M3, particulièrement des avoirs extérieurs nets, tend à s'affaiblir au profit du crédit bancaire.

Cette évolution semble en phase avec celle de la structure de financement de l'activité économique. A titre d'illustration, les données de l'enquête menée par BAM auprès du secteur industriel montrent que le crédit bancaire finance actuellement environ 30% des dépenses d'investissement. Ce même taux avait été estimé à près de 25% en 2004 et de 20% en 2000, selon des études publiées par la Banque mondiale.

### Placements liquides

Le rythme d'accroissement annuel des placements liquides a poursuivi son ralentissement observé au premier trimestre, revenant à 18,1% au lieu de 29,3% et 35,1% respectivement au premier trimestre 2007 et au dernier trimestre 2006. Cette décélération est imputable principalement au recul de la demande des entreprises non financières dont le portefeuille en titres des OPCVM, toutes catégories confondues, a accusé un repli de 7,9 milliards entre décembre 2006 et juin 2007, contre une hausse de 10,9 milliards de leurs placements à terme auprès des banques.

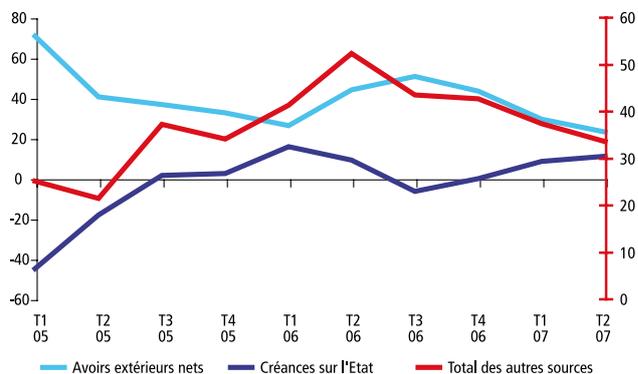
Cette évolution s'explique également par la hausse des taux assortissant les émissions de bons du Trésor depuis le début de l'année qui impacte négativement la valeur liquidative des OPCVM obligataires.

S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, ils se sont accrus de plus de 84% au deuxième trimestre 2007 par rapport à la même période de 2006. Au regard de la réduction sensible de la demande des entreprises non financières, cette expansion est attribuable exclusivement à la performance des cours sur la bourse des valeurs de Casablanca.

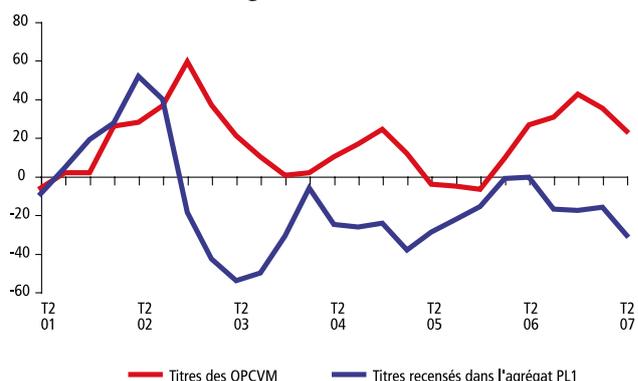
#### 4.1.4 Taux de change

A l'issue du deuxième trimestre de l'année 2007, le dirham s'est apprécié, en moyenne, de 2,35% face au dollar comparativement au trimestre précédent, alors qu'il a accusé une baisse de 0,54%

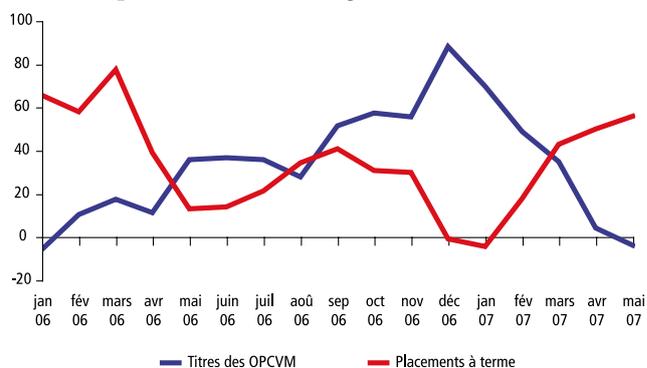
Graphique 4.17 : Contribution des autres sources de création à la croissance annuelle de M3 (en %)



Graphique 4.18 : Evolution annuelle des placements liquides des agents non financiers



Graphique 4.19 : Titres des OPCVM et placements à terme des entreprises non financières (glissement annuel en %)



vis-à-vis de l'euro. Cette tendance s'est poursuivie durant les mois de juillet et août 2007, dans la mesure où la monnaie nationale a enregistré une appréciation de 1,22% à l'égard du dollar et s'est, à l'inverse, dépréciée de 0,27% contre l'euro.

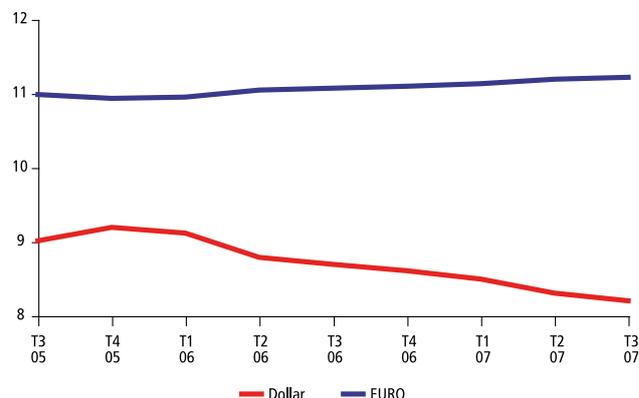
## 4.2 Prix des actifs

Au terme du deuxième trimestre de l'année 2007, les cours boursiers ont quasiment stagné. En effet, l'indice MASI s'est établi à 11469,93 points contre 11497,87 points à fin mars 2007 et la capitalisation boursière a diminué de 1,2% pour s'établir à 494,4 milliards de dirhams. Le volume des transactions s'est, en revanche, accru de 6,3% par rapport au premier trimestre de l'année pour atteindre 51,3 milliards de dirhams.

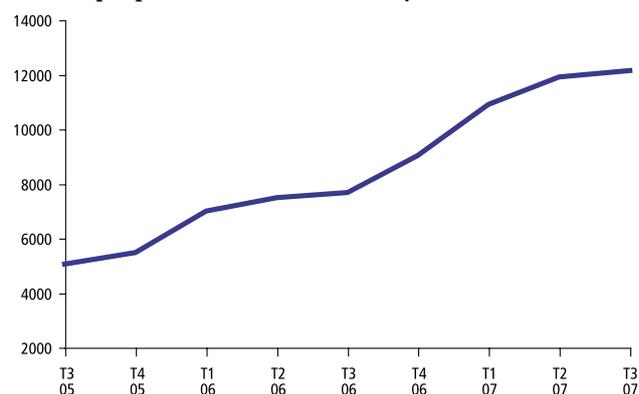
Les indicateurs boursiers se sont améliorés à l'issue des mois de juillet et août. Ainsi, l'indice MASI a enregistré une progression de 10,1% comparativement à fin juin 2007 et la capitalisation boursière s'est accrue de 75,7 milliards pour atteindre 570 milliards de dirhams.

Pour leur part, les prix des actifs immobiliers ont poursuivi leur tendance haussière face à une forte demande. Cette tendance, qui touche particulièrement les grandes agglomérations, s'explique en outre par la rareté du foncier, et le développement des opérations de spéculation.

Graphique 4.20 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



Graphique 4.21 : Indices Masi (moyennes mensuelles)



## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

La hausse de l'indice du coût de la vie à fin août 2007 s'est établie à 2% en glissement annuel, au lieu de 3,7% en 2006, sous l'effet essentiellement de la baisse des prix des viandes et de la décélération des tarifs des « transports et communications ». Pour sa part, l'inflation sous-jacente a connu un ralentissement de 3,5% à 1,4% suite à la baisse du rythme d'évolution des prix des « communications », du « chauffage, éclairage et eau » et du « transport en commun ». En effet, malgré la hausse des prix de certains produits de base, le renchérissement du coût unitaire de la main d'œuvre, la baisse de l'IGR et son impact sur la demande, ainsi que l'effet retardé de l'accélération de l'output gap non agricole durant l'année 2006, la tendance fondamentale des prix est restée inférieure à l'année dernière en raison, notamment, de l'effet de la concurrence sur les tarifs dans le secteur des télécommunications, de la baisse des droits de douane sur certains produits de base importés et de l'absence de répercussions à la hausse du cours du baril de pétrole sur les prix à la pompe depuis la baisse du mois de janvier.

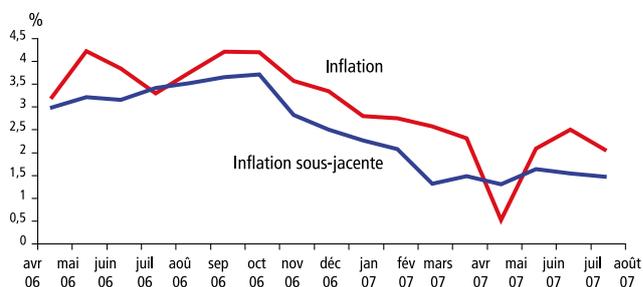
### Evolution à fin août 2007

#### Prix à la consommation

En glissement annuel, l'indice du coût de la vie a enregistré une hausse de 2,0% au lieu de 3,7% un an auparavant. Cette décélération est imputable, notamment, à la rubrique « transports et communications » dont l'indice a diminué de 3,5% au lieu d'une augmentation de 8,1% durant l'année précédente et aux prix des viandes qui ont régressé de 5% contre une progression de 6,9%. En revanche, les prix de certains produits frais, notamment, les légumes, les fruits et le poisson frais ont enregistré des hausses de 10,4%, de 34,1% et de 20%, respectivement, en liaison avec la mauvaise campagne agricole et la baisse des débarquements de la pêche côtière durant le premier semestre de l'année.

En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, elle a enregistré un recul de 3,5% à 1,4%. Cette évolution est attribuable à la baisse de 16,3% des prix de la rubrique « communications » au lieu d'une hausse de 21,9% un an auparavant et ce, suite à la réduction par Maroc Telecom, à fin février, du coût de la communication téléphonique de 50% à partir des téléboutiques et des publiphones. Elle a également pour origine le ralentissement du rythme d'accroissement des tarifs du transport en commun de 5,4% à 3,5% et de celui des prix de la rubrique « chauffage, éclairage et eau » de 5,5% à 1,3% en raison de la dissipation de l'effet de base des hausses des tarifs de l'eau et de l'électricité en août 2006. Le comportement des prix de ces rubriques a atténué l'effet du renchérissement de certains produits de base.

Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente en glissement annuel



Source : HCP/ BAM

De fait, les prix des céréales et des produits agro-alimentaires à base de blé comme le couscous et les pâtes ont connu des hausses en liaison avec la faiblesse de la production agricole nationale et le renchérissement du blé sur le marché international. Les prix de la rubrique «céréales et produits à base de céréales» ont, ainsi, marqué une accélération de 0,4% à 3,5% en glissement annuel. Les prix du «lait et produits laitiers» ont également enregistré une augmentation de 6% au lieu d'une baisse de 0,1% un an auparavant, sous l'effet de la hausse des prix au niveau international, en particulier ceux du lait UHT et du lait en poudre. De même, les prix de la rubrique « corps gras » ont connu une hausse de 7,6% suite à l'appréciation des prix des huiles de qualité et au renchérissement de l'huile et du beurre sur le marché international. Cependant cette hausse reste inférieure à celle de l'année précédente (17,9%), suite à la disparition de l'effet de base du réaménagement de la TVA sur certains corps gras en 2006.

### Prix à la production

En juillet 2007, l'indice des prix à la production industrielle a augmenté de 1% au lieu de 0,6% au mois de juin dernier par suite, essentiellement, de la branche «cokéfaction et raffinage» dont les coûts de production ont progressé de 4% au lieu de 2,2% le mois précédent. Quant à l'indice des prix à la production hors raffinage de pétrole, il a connu un fléchissement de 0,1% après avoir enregistré une hausse de 0,1% en juin. Les principales branches qui ont contribué à cette baisse sont les industries agroalimentaires (-0,1%) et l'industrie du textile (-0,5%).

En glissement annuel, l'indice des prix à la production hors raffinage du pétrole a enregistré, en juillet 2007, une décélération par rapport à la même période de l'année dernière en passant de 1,6% à 0,6%. Ce recul est lié principalement aux prix des industries agroalimentaires qui ont diminué de 1,8% après une hausse de 4,2% un an auparavant, aux coûts des industries métallurgiques qui ont connu une décélération de 4,5% à 3,6% ainsi qu'à la diminution des coûts de la branche chaussures et cuir de 0,8% au lieu d'une augmentation de 2,5%.

Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente

	Evolution par trimestre en glissement annuel						Evolution par mois en glissement annuel	
	Trimestres 2006				Trimestres 2007		Août 2006	Août 2007
	I	II	III	IV	I	II	Août 2005	Août 2006
Inflation	2,1	3,7	3,7	3,6	2,6	1,6	3,7	2,0
Inflation sous-jacente <sup>(E)</sup>	2,9	3,0	3,4	2,9	1,8	1,4	3,5	1,4

(E) : Estimations BAM sur la base des données du HCP

### Encadré 5.1 : Les mesures prises par le gouvernement afin d'atténuer les pressions sur les prix des produits de base

L'effet inflationniste de la hausse des prix internationaux des produits de base et de la pénurie locale occasionnée par la sécheresse pourrait être atténué par un certain nombre de mesures qui ont été prises par le gouvernement. Ainsi, afin de réduire l'impact des prix internationaux et d'assurer un approvisionnement normal du marché national, surtout pendant la période du mois de Ramadan, le gouvernement a adopté les mesures suivantes:

- Baisse des droits de douane sur le blé dur de 95% à 55% à partir de juillet 2007.
- Baisse des droits de douane sur le blé tendre de 60% à 30% depuis le 29 juin 2007 et suppression de la prime compensatoire sur le blé en provenance de l'Union Européenne et des USA.
- Diminution des droits d'importation sur le lait UHT de 102% à 2,5% du 15 août au 15 octobre 2007.
- Réduction des droits d'importation de 60% à 35% pour le lait en poudre entre le 28 juin et le 31 décembre 2007.
- Accord avec le syndicat national des patrons boulangers-pâtisseries pour que le prix de vente du pain reste inchangé malgré l'augmentation des coûts de production en leur proposant, comme compensation, une baisse des tarifs de certains inputs notamment, l'eau, l'électricité et le gasoil. En conséquence les dernières augmentations qui ont affecté le prix du pain ont été annulées.

Quant à l'évolution future des prix des produits finis industriels, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture menée par Bank Al-Maghrib auprès des entreprises du secteur industriel font ressortir, globalement, une prévision à la hausse des prix au cours des trois prochains mois. En effet, si dans l'ensemble, les stocks des entreprises paraissent supérieurs à la normale, il reste que certains secteurs en particulier, l'agroalimentaire et les industries électriques et électroniques, connaissent des niveaux de stocks inférieurs à la normale. Cette situation, conjuguée à une augmentation des commandes reçues et un taux d'utilisation des capacités de production de 77%, supérieur à la moyenne des 6 mois précédents, sont autant d'indicateurs qui laissent présager que la hausse des prix des produits finis pourrait se poursuivre durant les trois mois à venir.

---

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

---

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours de quatre prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. En l'absence de la matérialisation des principaux risques identifiés, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres suggère, comme dans le Rapport précédent, un maintien de la trajectoire de l'inflation autour de 2%, en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. L'inflation se situerait ainsi autour de 2,1% en 2007 et autour de 2% sur l'horizon de prévision (du 3<sup>ème</sup> trimestre 2007 au 2<sup>ème</sup> trimestre 2008). Comparé au Rapport précédent, la prévision d'inflation est légèrement inférieure pour les deux derniers trimestres de 2007. Cependant, les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation restent orientés à la hausse. Au plan externe, ces risques sont liés aux prix du pétrole, et des produits et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux. Au plan interne, ils sont liés à des tensions potentiellement croissantes sur le marché du travail et à la poursuite d'un rythme de croissance excessif des agrégats monétaires, notamment du crédit.*

---

### 6.1 Hypothèses de Scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'accélération initialement prévue de la croissance dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne et Italie) risque d'être affectée par les récentes tensions sur les marchés financiers, conséquence directe de la crise actuelle sur le marché américain des crédits hypothécaires à risques. Cependant, une dissipation graduelle de ces tensions est anticipée et l'activité pour 2008 devrait demeurer relativement solide. Dans ce contexte, et comparé au Rapport de juin 2007, la croissance moyenne de nos principaux pays partenaires, pondérée par leurs parts respectives dans le commerce extérieur du Maroc, a donc été légèrement revue à la baisse pour l'année 2007 et 2008. Globalement, la croissance économique dans ces pays devrait toutefois continuer à un rythme relativement soutenu, ce qui devrait favorablement affecter l'activité au Maroc, notamment les investissements étrangers et les exportations à destination de ces marchés.

Les conditions d'ensemble des marchés financiers dans les pays partenaires sont captées par le taux d'intérêt dans la zone Euro. Les perturbations actuelles sur les marchés financiers internationaux devraient conduire la BCE à surseoir à l'augmentation initialement prévue de son taux directeur ; du moins jusqu'à fin 2007. Pour 2008, nous anticipons une hausse de ce taux au premier trimestre ; une fois que les tensions sur les marchés financiers se seront dissipées.

#### 6.1.2 Environnement national

La contraction de l'activité pour l'année en cours se confirme. Ce ralentissement, imputable à la mauvaise performance du secteur agricole, devrait toutefois être partiellement compensé par la croissance rapide des secteurs non agricole. L'investissement privé et public devrait rester très dynamiques. Dans ce contexte, l'output gap global serait négatif au cours des deux derniers trimestres de 2007. Par la suite, les prévisions indiquent qu'il devrait progressivement augmenter pour se situer à un niveau proche de l'équilibre début 2008.

Comme indiqué dans le Rapport de juin, la campagne céréalière de 2007 sera médiocre. Elle devrait ainsi se situer autour de 20 millions de quintaux. Cette baisse, attribuable à un important déficit pluviométrique, devrait réduire la valeur ajoutée agricole d'environ 18%. Pour 2008 et en l'absence d'hypothèse plausible sur la pluviométrie, nous assumons un rebond de la production basé sur la cyclicité historique de la campagne céréalière, tout en gardant le profil d'une année moyenne avec une production d'environ 65 millions de quintaux ; soit une hausse d'environ 23% de la valeur ajoutée réelle du secteur primaire

Les pressions inflationnistes ayant pour source le marché du travail ont tendance à légèrement augmenter comme indiqué à la Section 2 et anticipé lors du Rapport précédent. En dépit des effets négatifs de la campagne agricole

sur le marché du travail, il continue à être relativement dynamique pour le secteur non agricole. Concernant les salaires, les informations disponibles tendent à indiquer que l'augmentation en termes réels s'est poursuivie au premier trimestre de l'année 2007. Les pressions inflationnistes ayant pour source le marché du travail devraient rester toutefois relativement circonscrites alors qu'aucune revalorisation du SMIG n'est envisagée sur l'horizon de prévision. Cependant, toute augmentation du SMIG, qui pourrait intervenir au deuxième trimestre 2008 sur la base du profil historique des hausses du salaire minimum, tendrait à accroître les pressions salariales<sup>1</sup>.

Les importantes tensions géopolitiques dans certaines zones de production du pétrole font peser une grande incertitude sur l'évolution des prix énergétiques. Compte tenu des aléas climatiques dans le Golfe du Mexique, des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et au Nigéria, des niveaux de stocks aux Etats-Unis et de la forte demande, la tendance à la hausse des prix du pétrole semble se confirmer. Les dernières données de l'Opep révèlent ainsi une progression constante du prix moyen du baril de Brent pour l'année en cours, atteignant 65.79\$ au mois de juillet 2007. Les tensions persistantes et la volatilité sur les marchés internationaux tendent à indiquer que le prix du pétrole continuera à être élevé sur le moyen terme. Cette évolution a bien été anticipée dans les scénarios présentés dans les Rapports de mars et de juin 2007. Les projections des cours du pétrole pour l'année 2007 présentées dans les deux derniers Rapports sur la politique monétaire, avec un prix moyen de 65\$, semblent en effet se confirmer. Avec ce prix moyen, on anticipe que le prix domestique du gasoil à la pompe reste stable pour le reste de l'année, à 7,22 Dh/l. On notera toutefois qu'un prix international du baril supérieur à 55\$ devrait, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué, conduire à une augmentation du prix domestique du gasoil. L'hypothèse de non répercussion de la hausse des

prix internationaux sur le prix domestique, dont le coût est pris en charge par le budget jusqu'à 65\$ selon la Loi de finances 2007, est toutefois retenue.

Concernant l'évolution du prix du pétrole pour les deux premiers trimestres de l'année 2008, et tablant sur des prévisions de prix de l'ordre de 65\$ par baril et un prix de référence fixé par la Loi des Finances équivalent à celui de 2007 (à savoir 65 \$ par baril), nous envisageons toujours, sur cette période, un maintien du prix du gasoil à la pompe au niveau actuel.

L'inflation mondiale a ralenti au cours du premier semestre de l'année 2007. A court moyen terme, les perspectives sont plutôt modérées, notamment dans les principaux pays partenaires. Pour le Maroc, l'évolution des prix à l'importation hors produits pétroliers devrait en 2007 et 2008 continuer à augmenter. Le rythme serait toutefois nettement moins rapide qu'en 2006, année de très forte hausse de ces prix à l'importation. Cette évolution s'explique essentiellement par la vigueur continue des cours des produits agricoles et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux. Au total, si les pressions sur l'inflation découlant des prix à l'importation hors produits pétroliers devraient être globalement contenues, de nouvelles hausses durables des cours internationaux des produits agricoles et des matières premières agricoles pourraient notablement affecter l'inflation.

## 6.2 Prévisions d'inflation et balance des risques

En l'absence de la matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, cette prévision de l'inflation indique une hausse des prix pour le troisième trimestre 2007, en glissement annuel, d'environ 2,1% par rapport

<sup>1</sup> Nos estimations à partir des modèles et sur la base des données disponibles indiquent qu'une hausse du salaire minimum a tendance à affecter les prix de manière graduelle. Toutes choses égales par ailleurs, on estime que l'effet d'impact—la première année—d'une hausse du SMIG de 10% se traduit par une augmentation du taux d'inflation d'environ 0,5%. Après trois ans, l'effet cumulé est d'environ 2% tandis qu'au bout de 5 années, l'accroissement cumulé est d'environ 4%. Ces effets sont donc significatifs et durables. Du point de vue de la politique monétaire, il est donc essentiel d'être vigilant sur l'impact inflationniste potentiel d'un ajustement du SMIG

à la même période de l'année précédente (voir Tableau 6.1). Pour les trois trimestres suivants, l'inflation, en glissement annuel, se situerait autour de 2%. Comparées aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2007, les prévisions d'inflation pour le troisième et quatrième trimestre de 2007 ont été revues à la baisse, respectivement de 2,4% à 2,1% et de 2,2% à 2%. La moyenne pour l'année 2007 a été révisée de 2,3% à 2,1%.

**Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation pour 2007 et les deux premiers trimestres de 2008**

*En glissement annuel*

	2007		2008		Moyenne 2007
	3 <sup>ème</sup> trim	4 <sup>ème</sup> trim	1 <sup>er</sup> trim	2 <sup>ème</sup> trim	
Prévision d'Inflation	2,1	2,0	2,2	2,0	2,1

Pour l'ensemble de l'année 2007, l'inflation se situerait très probablement aux alentours de 2,1%, au lieu de 3,3% en 2006. Ce niveau modéré s'explique également par l'effet de base lié aux facteurs de hausse exceptionnels intervenus en 2006 : ajustement à la hausse de la TVA sur certains biens et service et hausse des tarifs des télécommunications et des services de base (eau et électricité).

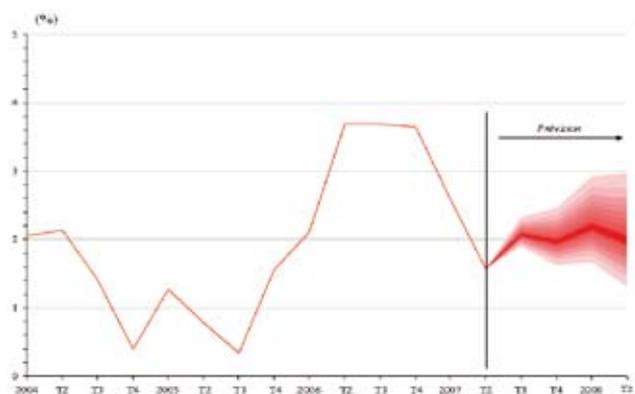
Ces prévisions sont développées en se basant sur des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant il existe plusieurs sources d'incertitude et de risque, provenant aussi bien des hypothèses que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation projeté.

L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique représentée sous la forme d'un fan chart (voir Graphique 6.1). Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir encadré 6.1 RPM Juin 2007 pour une description détaillée).

Le jugement qui se dégage de cette analyse est que les risques sont plutôt orientés à la hausse. L'asymétrie vers le haut du fan chart laisse donc entrevoir une plus grande probabilité de hausse de l'inflation par rapport à la prévision centrale. Cette asymétrie découle, d'une part, des risques liés aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (prix du pétrole et des produits et matières premières agricoles) et, d'autre part, de risques liés à l'environnement national (croissance excessive des agrégats monétaires, notamment du crédit, et tensions potentiellement croissante sur le marché du travail). La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une inflation supérieure à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation (ICV) pour le reste de l'année 2007 et les deux premiers trimestres de 2008**

*Données trimestrielles, en glissement annuel*



Ce graphique représente l'intervalle de confiance relatif à la projection d'inflation dérivée à partir du scénario de base (rouge foncé) ; les intervalles de confiance de 10% jusqu'à 90% sont aussi reportés. Chaque addition d'intervalles de même couleur, de part et d'autre de la prévision centrale, augmente la probabilité que l'inflation se situe dans la fourchette délimitée par ces intervalles de 10%. Ainsi, si l'on considère la fourchette délimitée par le cinquième intervalle autour de la prévision centrale, ceci signifie que l'on a 50% de chance que la réalisation future se situe dans cette fourchette.

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

ISSN : *en cours*

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat

Tél. : (212) 37 70 26 26

Fax : (212) 37 20 67 76

[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

بنك المغرب