



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 01 / 2006

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 19 décembre 2006





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de la Banque
du 19 décembre 2006

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

La stabilité des prix ayant été consacrée par son nouveau statut comme mission principale, Bank Al-Maghrib a placé la problématique de l'inflation au centre de ses préoccupations. Après avoir mis l'accent sur le suivi d'une norme monétaire fixée en début d'exercice par rapport à M1, et par rapport à M3 depuis janvier 2006, la Banque se propose de fonder son analyse, en plus des agrégats monétaires et des indices des prix, sur une gamme diversifiée d'indicateurs présentant des liens avec l'inflation. L'ensemble de ces indicateurs, qui constituent le cadre de diagnostic global servant de base aux orientations de la politique monétaire proposées au Conseil de Bank Al-Maghrib, peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

- Les indicateurs monétaires et financiers, qui renseignent sur les conditions monétaires et financières qui caractérisent la conjoncture économique à un moment donné et sur les effets qu'elles peuvent exercer sur la demande globale et partant sur les prix (taux d'intérêt, agrégats de monnaie et de crédit, taux de change, prix des actifs financiers, etc.).
- Les indicateurs relatifs à la sphère réelle, qui permettent de déceler les facteurs d'inflation liés à un excès de demande par rapport à l'offre ou à des tensions sur les facteurs de production (notamment le travail) : demande, production, marché de l'emploi, prix à l'importation, prix à la production, prix à la consommation etc.

Le présent rapport est notamment fondé sur des travaux menés au sein de la Banque dans le cadre des actions inscrites dans ses plans stratégiques visant à développer ses capacités d'analyse et de prévision, notamment dans le domaine des prix. Les principaux travaux exploités à ce titre portent sur la demande de monnaie, le crédit, les déterminants de l'inflation au Maroc et les modèles de prévisions macroéconomiques. La mise en place de deux enquêtes, sur les conditions du crédit et sur la conjoncture dans le secteur industriel, ont également permis de disposer de données pertinentes. D'autres chantiers qui sont en cours pour le développement d'une base de données statistiques à haute fréquence, l'élargissement du champ de l'enquête auprès des opérateurs économiques, ainsi que les études menées en vue d'approfondir la compréhension des mécanismes de transmission de la politique monétaire permettront de préparer les dispositifs d'analyse et de prévision que requiert le passage éventuel à une stratégie de ciblage de l'inflation.

En plus des prévisions relatives aux agrégats de monnaie, ce rapport présente, sur la base des données disponibles deux semaines avant la réunion de décembre 2006 du Conseil de la Banque, une analyse économique rétrospective et prévisionnelle et dégage une balance des risques pouvant affecter à court terme la stabilité des prix, en prenant les précautions d'usage quant aux données utilisées et aux méthodes adoptées. Ce document, qui sera publié en fréquence trimestrielle, dix jours ouvrables après la réunion du Conseil de la Banque, constitue une première ébauche qui est appelée à être améliorée en fonction de l'affinement graduel des outils d'analyse et de suivi des prix et de l'activité.

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
INAC	:	Institut National d'Analyse et de Conjoncture
MASI	:	Morocco All Shares Index
NAIRU	:	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
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

Préambule	3
Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	6
Aperçu général	9
1. Orientation de la demande globale	11
1.1 La production	11
1.2 La consommation	11
1.3 L'investissement	12
1.4 Le commerce extérieur	14
2. Pressions sur les capacités de production	15
2.1 Tensions sur les capacités	15
2.2 Tensions sur le marché du travail	18
3. Prix à l'importation	20
3.1 L'inflation dans le monde	20
3.2 Prix du pétrole	20
3.3 Prix à l'importation	23
4. Conditions monétaires et prix des actifs	24
4.1 Conditions monétaires	24
4.2 Prix des actifs	27
5. Projections monétaires pour l'année 2007	29
5.1 Scénario 1 : Scénario de référence	29
5.2 Scénario 2 : Scénario de la monnaie résultante	29
6. Evolution de l'inflation	31
6.1 Evolution à fin octobre :	31
6.2 Estimations pour l'année 2006	31
7. Perspectives de l'inflation	33
Annexe	36

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution du PIB.....	11
Graphique 1.2	: Consommation des ménages	11
Graphique 1.3	: Crédit à la consommation	12
Graphique 1.4	: Dépenses publiques ordinaires	12
Graphique 1.5	: Evolution de la FBCF	12
Graphique 1.6	: Taux d'investissement	13
Graphique 1.7	: Crédits immobiliers et valeur ajoutée du secteur des BTP	13
Graphique 1.8	: Importations de biens d'équipement	13
Graphique 1.9	: Exportations marocaines et activité en France	14
Graphique 1.10	: Importations et croissance au Maroc	14
Graphique 2.1	: Croissance du PIB non agricole	15
Graphique 2.2	: Output gap non agricole marchand et inflation sous-jacente	15
Graphique 2.3	: Inflation sous-jacente et Output gap global retardé	16
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie	16
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail	18
Graphique 2.6	: Taux de chômage urbain données trimestrielles	18
Graphique 2.7	: Salaires dans le secteur privé	19
Graphique 2.8	: Evolution du SMIG	19
Graphique 3.1	: Cours du baril de Brent	20
Graphique 3.2	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc	21
Graphique 3.3	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport	21
Graphique 3.4	: Prix à l'importation des biens de consommation et taux de change	23
Graphique 4.1	: Impact mensuel des facteurs de la liquidité bancaire	24
Graphique 4.2	: Taux du marché interbancaire	24
Graphique 4.3	: Taux des Bons du Trésor émis par adjudication	24
Graphique 4.4	: Coût moyen du crédit bancaire en données semestrielles	25
Graphique 4.5	: Taux créditeurs de court terme en données trimestrielles	25
Graphique 4.6	: Inflation et croissance monétaire en données trimestrielles	25
Graphique 4.7	: Vitesse de circulation de la monnaie en données annuelles	26
Graphique 4.8	: Croissance des concours à l'économie et de l'activité économique	26
Graphique 4.9	: Contribution en % des contreparties à la croissance annuelle de la masse monétaire	27
Graphique 4.10	: Taux de change du Dirham en données trimestrielles	27
Graphique 4.11	: Evolution des indicateurs boursiers en données mensuelles	28
Graphique 6.1	: Fan chart des prévisions de l'inflation, 2008 T3 - 2009 T4	31

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB par secteur	11
Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail	18
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde	20
Tableau E 3.1 : Structure des prix du gasoil en octobre 2006.....	22
Tableau 4.1 : Concours à l'économie en 2006	26
Tableau 5.1 : Projections monétaires pour 2007	29
Tableau 5.2 : Indices des prix des biens et services.....	29
Tableau 6.1 : Inflation et inflation sous jacente en 2006	31
Tableau 7.1 : Prévision de l'inflation pour l'année 2007	33
Tableau Annexes Variations de l'indice du coût de la vie en %	36

LISTE DES ENCADRES

Encadré 2.1 : Output Gap et inflation	17
Encadré 2.2 : Négociation salariale et revalorisation du SMIG.....	19
Encadré 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix du carburant au Maroc	22
Encadré 6.1 : L'indicateur de l'inflation sous-jacente	32

بنك المغرب
بنك المغرب

APERÇU GÉNÉRAL

L'inflation annuelle est passée d'environ 1,5% au dernier trimestre 2005 à 3,7% au troisième trimestre de l'année 2006. Au mois d'octobre 2006, elle a atteint 4,1% en glissement annuel. Cette accélération est également reflétée par l'indicateur d'inflation sous-jacente qui progresse d'environ 3,6% au mois d'octobre 2006. Au cours des 10 premiers mois de l'année 2006, l'inflation et l'inflation sous-jacente ont augmenté en rythme annuel de, respectivement, 3,3% et 3,2%. Parallèlement, et dans ce contexte dont les dynamiques avaient bien été anticipées, le Conseil a décidé de privilégier le recours aux reprises de liquidités sur appel d'offres à 2,50% au mois d'avril 2006.

Au-delà de l'effet de base lié à l'impact de l'augmentation de la TVA en début d'année et de la hausse du prix domestique du pétrole, l'accélération de l'inflation résulte également du dynamisme de l'activité économique. D'après nos estimations, le rythme actuel de la croissance du PIB non agricole est supérieur à son niveau tendanciel. Plusieurs indicateurs tendent à révéler l'existence de tensions sur les capacités de production, en particulier la situation sur le marché du travail. Nos estimations dégagent un output gap positif en 2006. Cet excès de demande par rapport aux capacités de production pourrait alimenter de nouvelles pressions inflationnistes. Néanmoins, certains développements récents indiquent que la croissance potentielle de l'économie s'est vraisemblablement renforcée ces dernières années.

L'activité continue en effet à être bien orientée. L'accélération de la croissance du PIB global, qui devrait atteindre plus de 7% en termes réels en 2006, est tirée par une demande intérieure très dynamique. La progression de la consommation des ménages a été notamment stimulée par la bonne campagne agricole. La croissance de l'investissement s'inscrit également sur une tendance ascendante, portée par l'expansion du crédit à l'immobilier, les grands projets d'infrastructure et un regain de confiance. La consommation et surtout l'investissement devraient continuer de croître à un rythme soutenu, maintenant la croissance à une cadence supérieure à sa tendance.

Les conditions extérieures demeurent plutôt favorables avec toutefois un risque important quant à l'évolution du prix du pétrole au cours des prochains mois. Les prix à l'importation se sont détendus au troisième trimestre 2006 après une appréciation soutenue en début d'année, sous l'effet de la flambée du prix du pétrole. Le rétablissement progressif et partiel du système d'indexation durant l'année 2006 a favorisé la transmission de ces chocs aux prix à la pompe et à l'inflation. La relative modération des cours mondiaux entamée en septembre, conjuguée à l'appréciation du dirham par rapport au dollar, a contribué à atténuer les pressions inflationnistes. Cet effet a été renforcé par l'évolution des prix à l'importation des biens de consommation en 2006, qui poursuivent leur tendance baissière observée depuis plusieurs années. Par ailleurs, la poursuite du processus de démantèlement tarifaire amplifie la baisse du coût des importations et renforce son effet désinflationniste.

Dans ce contexte, les projections suggèrent un léger reflux du rythme de l'inflation pour les prochains mois. Au premier trimestre de l'année 2007, l'inflation se situerait, en glissement annuel, entre 1,8% et 2,4%. La prise en compte de la balance des risques ci-après suggère que, pour l'ensemble de l'année 2007, l'inflation se situerait très probablement entre 2,1% et 2,8% :

- L'activité économique resterait dynamique au cours de l'année 2007 et les pressions qui se sont déjà manifestées sur certains segments du marché du travail, pourraient favoriser une orientation à la hausse des salaires. En outre, la récente multiplication des revendications salariales pourrait alimenter l'inflation salariale.
- D'importantes incertitudes demeurent sur les prix du pétrole et le tassement de l'inflation mondiale n'est pas confirmé ;
- Les excédents substantiels de liquidité, accumulés au cours des dernières années s'amplifieraient en 2007, renforçant d'autant le potentiel de dépense des ménages et des entreprises. Cette dynamique produit d'ores et déjà de puissants effets sur le prix des actifs boursiers et immobiliers.

Au total, la balance des risques tend à indiquer que la réalisation de l'inflation en 2007 se situerait très probablement dans la partie haute de la fourchette de la prévision délimitée par les intervalles de confiance (2,1% et 2,8%).

1. ORIENTATION DE LA DEMANDE GLOBALE

L'accélération de la croissance du PIB global, qui devrait atteindre plus de 7% en termes réels en 2006, est tirée par une demande intérieure très dynamique. La progression de la consommation des ménages a été notamment stimulée par la bonne campagne agricole. La croissance de l'investissement s'inscrit également sur une tendance ascendante, portée par l'expansion du crédit à l'immobilier et les grands projets d'infrastructure. Malgré de bonnes performances à l'exportation, la balance commerciale a contribué négativement à la croissance du PIB, en raison de la progression rapide des importations.

1.1 La production

Le dynamisme de l'activité en 2006, qui s'est traduit par un taux de croissance du PIB de plus de 7% en termes réels (Graphique 1.1), a concerné tous les secteurs marchands (Tableau 1.1). La production agricole a bénéficié d'une campagne agricole exceptionnelle qui a porté sa croissance à 30%. En 2007, les projections s'appuyant sur l'hypothèse d'une campagne moyenne suggèrent une contraction de la production agricole. Le PIB marchand non agricole devrait afficher un taux de croissance supérieur à 5% en 2006, dans le prolongement du cycle expansionniste entamé en 2004. En particulier, le secteur des BTP confirme son dynamisme avec un taux de croissance supérieur à 7%. La poursuite des grands travaux d'infrastructure et la vitalité de la construction de logements sociaux devraient contribuer au maintien de cette tendance en 2007. Après un ralentissement en 2005, résultant principalement de la contraction du secteur textile, la production industrielle s'est inscrite sur une pente de reprise, avec une croissance qui devrait avoisiner 4% en 2006. Ce rythme d'expansion industrielle se situe au dessus de la tendance de long terme qui s'établit autour de 3,2%.

1.2 La consommation

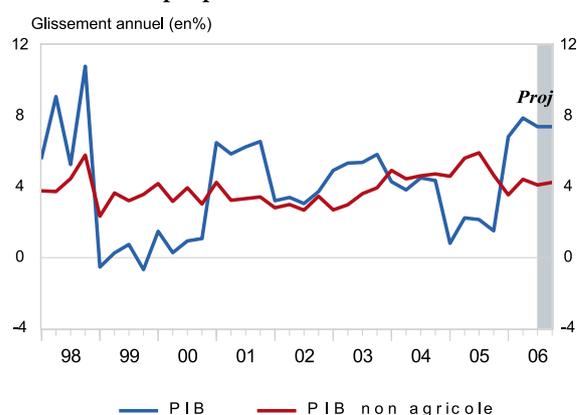
La consommation des ménages devrait progresser de 11,7% en termes nominaux en 2006, atteignant son plus haut taux de croissance depuis 1996 (Graphique 1.2). Ce dynamisme s'explique en grande partie par la très bonne campagne agricole qui s'est traduite par une progression de la production du secteur primaire de plus 30%.

Tableau 1.1 : Evolution du PIB par secteur

Glissement annuel (en%)	2003			2004				2005				2006				
	T1	T2	T3*	T4*	T1	T2	T3*	T4*	T1	T2	T3*	T4*	T1	T2	T3*	T4*
PIB	5,4	4,2	1,7	6,8	7,9	7,4	7,4	6,8	7,9	7,4	7,4	6,8	7,9	7,4	7,4	7,4
PIB non agricole	3,3	4,7	5,2	3,4	4,4	4,1	4,3	3,4	4,4	4,1	4,3	3,4	4,4	4,1	4,3	4,3
PIB marchand non agricole	2,7	5,1	5,2	4,6	5,2	5,1	5,3	4,6	5,2	5,1	5,3	4,6	5,2	5,1	5,3	5,3
Agriculture	18,0	1,9	-17,8	30,7	32,2	30,9	29,1	30,7	32,2	30,9	29,1	30,7	32,2	30,9	29,1	29,1
BTP	3,7	3,5	5,9	7,7	6,0	8,3	7,4	7,7	6,0	8,3	7,4	7,7	6,0	8,3	7,4	7,4
Industrie	3,7	3,0	2,6	3,9	5,1	3,0	3,8	3,9	5,1	3,0	3,8	3,9	5,1	3,0	3,8	3,8
Administration	6,0	2,9	5,1	-1,4	1,2	0,2	0,3	-1,4	1,2	0,2	0,3	-1,4	1,2	0,2	0,3	0,3

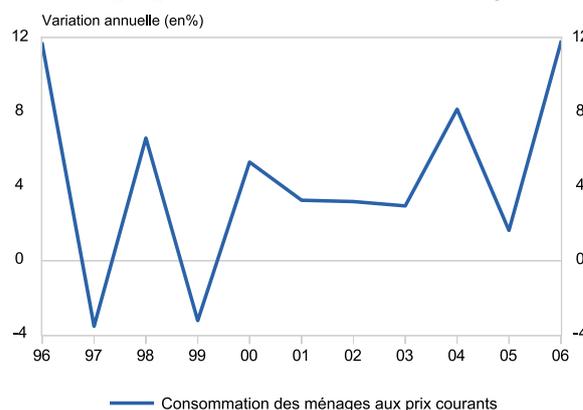
Source : HCP
(*) : Estimations

Graphique 1.1 : Evolution du PIB



Source : HCP, Prévisions INAC

Graphique 1.2 : Consommation des ménages



Source : HCP, Estimations INAC

Les fluctuations de l'activité agricole affectent directement la consommation des ménages à travers une appréciation de la consommation de produits agricoles. Elle exerce aussi une influence indirecte par l'intermédiaire de l'amélioration des revenus des ménages ruraux qui stimule la consommation des produits non agricoles. En 2007, la consommation des ménages devrait évoluer plus modérément, dans un contexte de ralentissement de la croissance agricole après le fort rebond de 2006.

Parallèlement à la bonne campagne agricole, l'évolution des revenus des ménages en 2006 a bénéficié de l'augmentation des transferts des marocains résidents à l'étranger (estimée à 12,2% pour 2006), de la baisse du taux de chômage et de l'augmentation des salaires (voir Section 2). Toutefois, l'augmentation du pouvoir d'achat en 2006 a été légèrement érodée par la hausse de l'inflation, ce qui pourrait exercer un impact négatif sur la consommation.

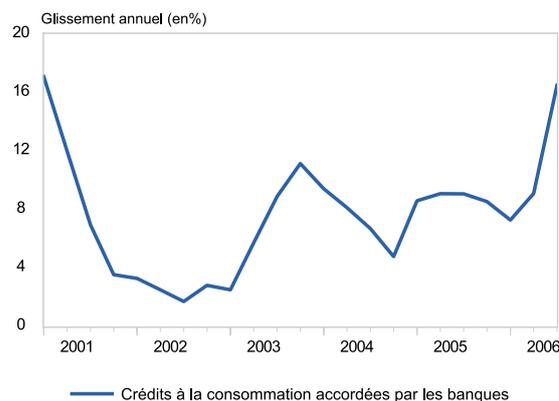
La consommation des ménages a également été stimulée par des conditions monétaires favorables. Le faible niveau des taux d'intérêt a incité les ménages à augmenter leur demande de crédits à la consommation, dont la progression a atteint 16,5% en glissement annuel au troisième trimestre 2006 (Graphique 1.3).

Contrairement à la consommation des ménages, la consommation publique a progressé modérément en 2006, sous l'effet d'une baisse de 3% des dépenses ordinaires, après une augmentation substantielle de 25% en 2005 (Graphique 1.4). En 2007, le projet de loi de finances prévoit une croissance des dépenses ordinaires de l'ordre de 3%.

1.3 L'investissement

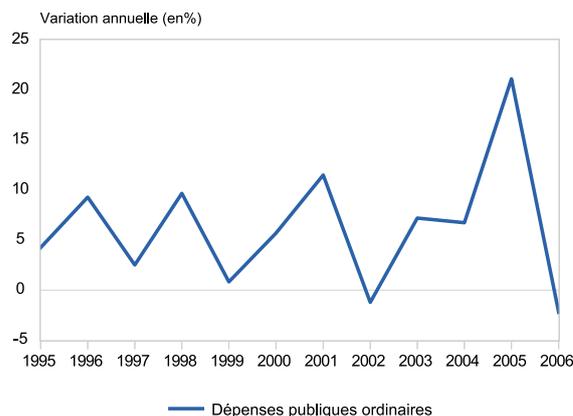
La croissance de l'investissement en termes nominaux s'est accélérée en 2006 pour atteindre 9,5%, après 6% en 2005 (Graphique 1.5). Dans le prolongement de la tendance observée depuis plusieurs années, le taux d'investissement (FBCF / PIB) a connu une nouvelle hausse en 2006

Graphique 1.3 : Crédit à la consommation



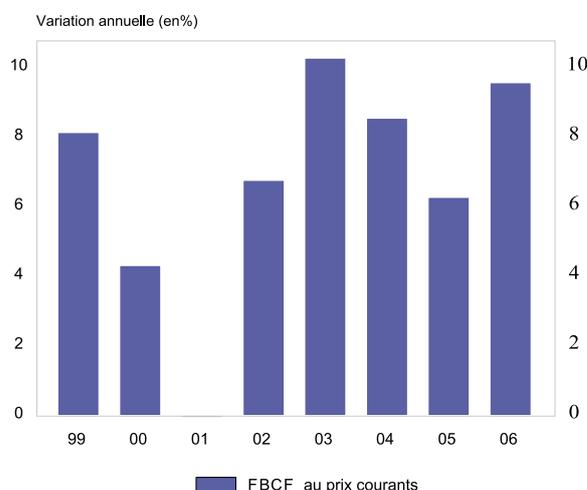
Source : BAM

Graphique 1.4 : Dépenses publiques ordinaires



Source : Ministère des Finances et de la privatisation

Graphique 1.5 : Evolution de la FBCF



Source : HCP

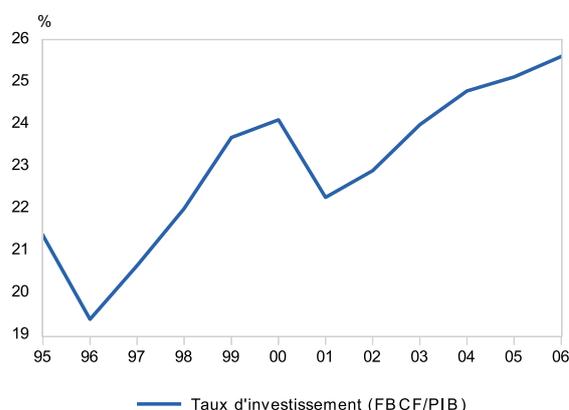
(Graphique 1.6). En une décennie (1996-2006), le taux d'investissement est passé de 20% à 25,5%, traduisant notamment l'effort d'équipement des entreprises et le dynamisme des dépenses en BTP.

L'investissement en BTP poursuit son cycle d'expansion entamé en 2005, sous l'impulsion des grands travaux d'infrastructure et des achats de logement par les ménages. Les indicateurs récents laissent penser que cette tendance devrait se confirmer au dernier trimestre 2006 et se prolonger sur l'ensemble de l'année 2007. Les crédits à l'immobilier connaissent actuellement une très forte expansion qui a atteint 25,6% en glissement annuel au troisième trimestre 2006 (Graphique 1.7). La baisse significative des taux d'intérêt débiteurs, l'allongement de la maturité des crédits et le développement des logements sociaux, ont, en grande partie, contribué à renforcer la capacité d'achat de logement des ménages. Par ailleurs, on constate que la propension des banques à accorder des prêts à l'immobilier tend à s'accroître en raison de l'abondance des liquidités bancaires et de l'appréciation de la valeur des garanties réelles.

L'investissement en matériels et outillages connaît également une hausse soutenue en 2006. Au troisième trimestre, les importations de biens d'équipement ont progressé d'environ 16% en glissement annuel (Graphique 1.8).

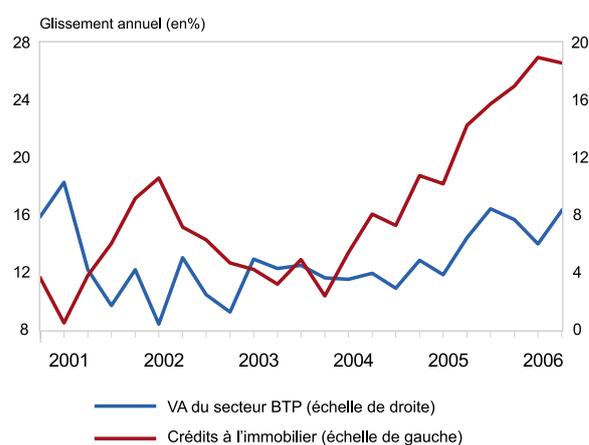
L'investissement public a fortement contribué à la croissance de la FBCF en 2006. Les dépenses d'investissement inscrites au budget de l'Etat devrait progresser de 7% en 2006 après une contraction de 8% l'année précédente. Par ailleurs, l'investissement des entreprises publiques, qui représente près d'un tiers de la FBCF totale¹, devrait connaître une expansion très soutenue en 2006 passant de 32,3 milliards de dirhams en 2005 à 52,3 milliards en 2006.

Graphique 1.6 : Taux d'investissement



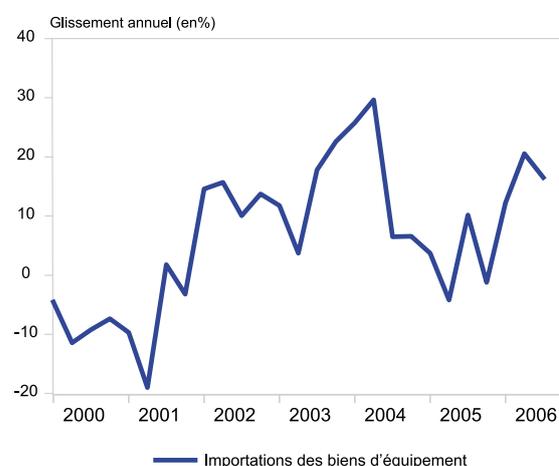
Source : HCP

Graphique 1.7 : Crédits immobiliers et valeur ajoutée du secteur des BTP



Source : HCP et BAM

Graphique 1.8 Importations de biens d'équipement



Source : Office des changes

¹ Source : « Rapport sur le secteur des établissements et des entreprises publiques », Projet de loi de finances pour l'année budgétaire 2007, Ministère des finances et de la privatisation. Il convient de noter que le montant des investissements publics doit être comparé avec précaution avec la FBCF, en raison de modes de comptabilisation différents.

1.4 Le commerce extérieur

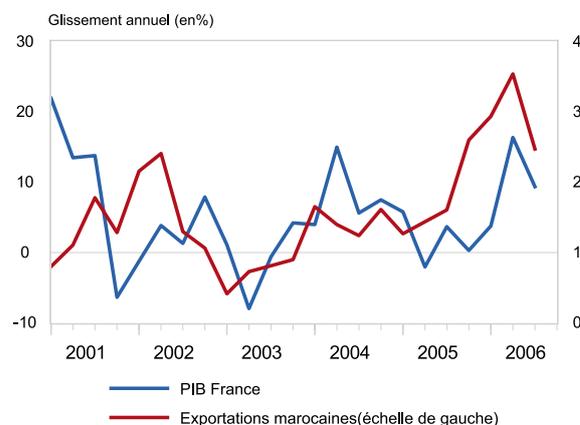
A la faveur d'une forte expansion du commerce mondial, les échanges commerciaux entre le Maroc et ses partenaires se sont intensifiés en 2006. Après plusieurs années de stagnation, les exportations marocaines ont fortement progressé en 2006, avec un taux de croissance de plus de 14% au troisième trimestre en glissement annuel.

Les analyses réalisées par Bank Al-Maghrib montrent que les exportations marocaines sont très sensibles à la situation conjoncturelle dans la zone euro, et en particulier dans l'économie française (graphique 1.9). L'évolution favorable des exportations observée en 2006 peut donc s'expliquer par l'accélération de la croissance dans les pays partenaires, qui a contribué à renforcer la demande mondiale adressée au Maroc.

En 2006, l'économie de la zone euro devrait connaître une croissance de 2,1%, après 1,3% en 2005. En France la croissance devrait passer de 1,2% en 2005 à 2,2% en 2006. Les exportations marocaines ont également bénéficié d'une amélioration de la compétitivité-prix, du fait de la dépréciation du taux de change réel du dirham par rapport à l'euro qui se poursuit depuis 2001. Enfin, les exportations des industries textiles, durement affectées par le démantèlement des accords multifibres en 2005, ont profité de l'instauration de quotas temporaires sur les exportations chinoises. En 2007, la croissance des exportations marocaines pourrait se tasser, sous l'effet du ralentissement attendu de la croissance européenne et de la suppression éventuelle des quotas sur les exportations chinoises.

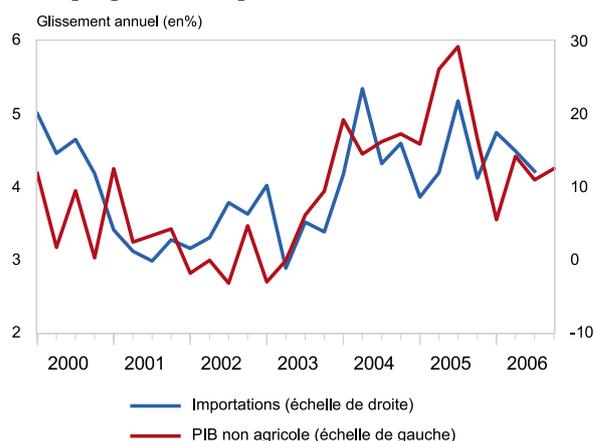
Les importations présentent également un profil très dynamique depuis le début de l'année 2006 (Graphique 1.10). Au troisième trimestre, elles ont augmenté de 13% en glissement annuel. L'essor des importations peut s'expliquer par l'accélération de la croissance économique et le raffermissement de la demande intérieure. Les importations augmentant plus rapidement que les exportations, le déficit commercial devrait se creuser d'environ 15% en 2006, contribuant négativement à la croissance.

Graphique 1.9 : Exportations marocaines et activité en France



Source : Office des changes et FMI

Graphique 1.10 : Importations et croissance au Maroc



Source : Office des changes et HCP

2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

D'après nos estimations, le rythme actuel de croissance du PIB non agricole est supérieur à son niveau tendanciel. Plusieurs indicateurs tendent à révéler l'existence de tensions sur les capacités de production, en particulier sur le marché du travail. L'output gap, qui mesure l'écart entre la production effective et la production potentielle semble positif en 2006. Cet excès de demande par rapport aux capacités de production pourrait alimenter de nouvelles pressions inflationnistes. Néanmoins, certains développements récents indiquent que la croissance potentielle de l'économie s'est vraisemblablement renforcée ces dernières années.

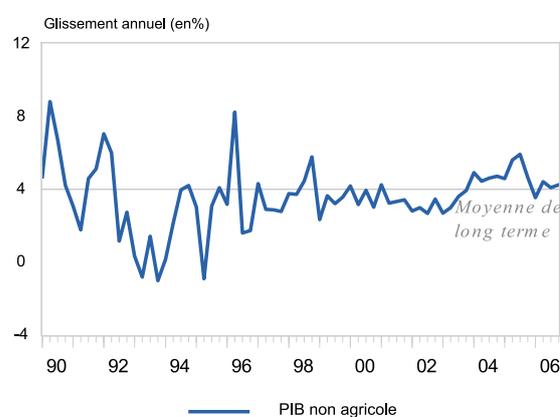
2.1 Tensions sur les capacités

L'accélération de la croissance non agricole amorcée en 2004 se poursuit en 2006 à des rythmes soutenus, à la faveur d'une demande intérieure très dynamique (Graphique 2.1). Ce cycle d'expansion actuel s'étant avéré plus long depuis plus de 15 ans. Le PIB non agricole a progressé de 5% en glissement annuel au deuxième trimestre 2006. Les prévisions à court terme indiquent que la croissance non agricole devrait se maintenir sur cette pente expansionniste au troisième et quatrième trimestres. Le niveau observé de la croissance non agricole se situe au dessus de la moyenne de long terme qui est d'environ 4%.

Selon les estimations de la Banque, à partir des données trimestrielle du HCP, la croissance actuelle serait en effet supérieure à la croissance potentielle de l'économie (Encadré 2.1). L'output gap global, qui mesure l'écart entre la production potentielle et la production effective, se situerait autour de 1,3% en 2006, tandis que l'output gap non agricole marchand, moins affecté par les chocs d'offre agricoles, serait autour de 1%.

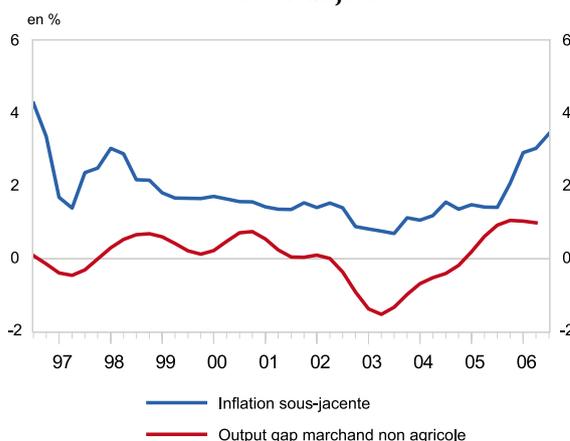
Les analyses réalisées par Bank Al Maghrib ont mis en évidence une corrélation positive entre l'output gap et l'évolution de l'inflation sous-jacente au Maroc (Graphiques 2.2 et 2.3). Il apparaît en outre que cette relation tend à se renforcer depuis quelques années. L'output gap global et le non agricole ont affiché en 2006 des valeurs positives ce qui pourrait s'interpréter comme un risque d'existence de tensions sur les capacités de production susceptibles d'alimenter de nouvelles pressions inflationnistes.

Graphique 2.1 : Croissance du PIB non agricole



Source : HCP, calculs BAM

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



Source : HCP, calculs BAM

En raison des incertitudes entourant l'estimation de l'output gap, l'examen d'autres indicateurs s'avère nécessaire pour compléter l'évaluation des tensions liées aux capacités de production.

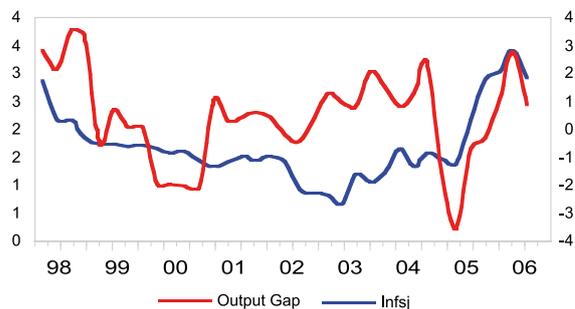
Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) dans le secteur industriel, qui mesure l'intensité avec laquelle les entreprises utilisent leurs équipements productifs, s'est replié durant les deux premiers trimestres de 2006, après avoir fortement augmenté en 2005 (Graphique 2.4). Les données de la nouvelle enquête de conjoncture mensuelle réalisée par Bank Al-Maghrib auprès des entreprises industrielles indiquent un TUC proche de ce niveau pour le mois de novembre 2006 ; soit environ 77%. Actuellement, cet indicateur s'inscrit en ligne avec la moyenne observée à long terme. Les tensions sur les capacités de production industrielles sembleraient donc globalement modérées en 2006, malgré la reprise de l'activité. Les entreprises industrielles disposent ainsi de marges de capacités inutilisées qui leur permettent de satisfaire la croissance de la demande sans pressions excessives sur leur outil de production.

L'existence de ces capacités résulte de l'effort d'investissement productif réalisé depuis quelques années, dont le dynamisme s'est confirmé en 2006.

Cette augmentation soutenue du stock de capital productif est de nature à renforcer la croissance potentielle et devrait atténuer les pressions inflationnistes provenant d'une forte demande.

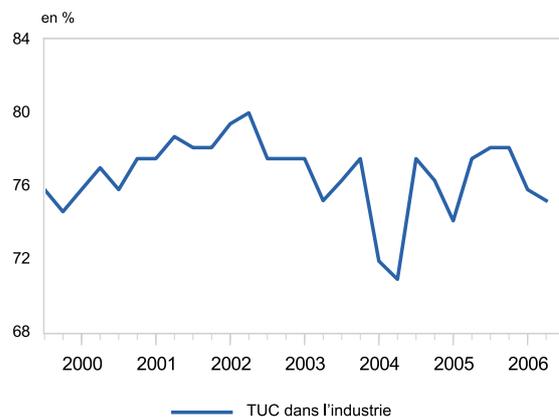
L'évolution de la productivité du travail, calculée ici de manière simple comme étant le rapport entre le PIB non agricole et l'emploi urbain, fournit également un éclairage sur les tensions s'exerçant sur les capacités de production. A long terme, les gains de productivité semblent relativement faibles au Maroc. Plusieurs études récentes consacrées à la croissance au Maroc montrent que la productivité globale des facteurs² a stagné depuis le début des

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



Source : HCP, calculs BAM

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



Source : HCP, calculs BAM

² La productivité globale des facteurs mesure l'efficacité combinée du facteur travail et du facteur capital. Elle est mesurée comme la part de la croissance de la production qui ne s'explique ni par une augmentation de la quantité de travail, ni par une hausse du stock de capital. On parle à cet égard de « résidu » de la croissance.

Encadré 2.1. Output Gap et inflation

L'output gap est une variable de tension qui mesure le degré d'utilisation des capacités de production dans l'économie. Il se définit comme la différence relative entre la production effective Y_t et la production potentielle Y_t^{POT} :

$$\text{Output Gap} = \frac{Y_t - Y_t^{POT}}{Y_t^{POT}}$$

Le niveau de production potentiel correspond au niveau d'activité compatible avec un usage normal des facteurs de production. Si l'activité est supérieure à son niveau potentiel, l'output gap prend un signe positif indiquant une expansion économique. À l'inverse, en situation de récession économique, il apparaît un sous-emploi des facteurs de production qui se traduit par un output gap négatif. L'output gap est un concept fondamental pour les économistes de banque centrale. Il constitue un outil de référence pour élaborer un diagnostic conjoncturel et positionner l'économie dans le cycle. De plus, il est considéré comme un indicateur des pressions inflationnistes. Un output gap durablement positif signale l'existence d'un excès de demande dans l'économie, susceptible de générer des tensions inflationnistes, à travers la hausse des salaires ou l'élargissement des marges des entreprises. À l'inverse, l'inflation aura tendance à décélérer si l'output gap est négatif, et restera stable si l'output gap est proche de zéro.

N'étant pas une variable directement observable, l'output gap doit être estimé à partir des données disponibles. Parmi les méthodes communément utilisées par les banques centrales, on distingue les méthodes structurelles et les méthodes statistiques. L'approche structurelle est fondée sur l'estimation d'une fonction de production, dans laquelle tous les facteurs sont mesurés à leur niveau de plein emploi (capital, travail et progrès technique). L'utilisation de cette méthode nécessite de disposer de suffisamment de données pour mesurer convenablement le stock de capital et le taux de chômage d'équilibre (NAIRU). Alternativement, l'approche statistique est fondée sur l'utilisation de filtres univariés ou multivariés qui permettent de séparer l'activité en une composante cyclique et une composante tendancielle. Les principaux filtres utilisés sont le filtre Hodrick-Prescott et le filtre passe-bande. Ces méthodes sont simples d'utilisation, transparentes et parcimonieuses en termes de données. Néanmoins, la faiblesse de ces techniques de lissage statistique est qu'elles sont dépourvues de fondements économiques et fournissent des estimations fragiles aux bords de l'échantillon. Malgré ces limitations, des auteurs comme De Masi (1997) préconisent l'utilisation des filtres statistiques dans les pays émergents où les données ne sont pas disponibles ou de faible qualité.

Pour étudier la relation entre l'inflation et le cycle d'activité, les travaux de la Banque ont porté sur l'estimation de plusieurs indicateurs alternatifs d'output gap, y compris les filtres multivariés tels que Hodrick-Prescott augmenté d'une courbe de Philips et le Filtre de Kalman multivarié contraint également par une courbe de Philips. Ces approches multivariées englobent des contraintes sous forme d'équations qui permettent d'avoir des séries d'output gap plus interprétables économiquement. Toutefois en raison de l'équivalence des résultats générés par les approches simples et multivariées et par souci de simplicité, les méthodes univariées ont été privilégiées. En particulier le filtre passe-bande proposé par Christiano-Fitzgerald (2003) et le filtre Hodrick-Prescott univarié qui permettent d'identifier de manière lisible les différentes phases conjoncturelles et semblent étroitement corrélés avec l'inflation sous-jacente au Maroc.

années 80³. A partir de 2004 et en particulier en 2005, on observe une augmentation soutenue de la productivité apparente du travail dans le secteur non agricole, qui semble néanmoins se réduire en 2006 sous l'effet de l'expansion rapide de l'emploi (Graphique 2.5). Au-delà de ces fluctuations cycliques, il semble que la productivité du travail tend à s'améliorer de manière fondamentale. Les réformes structurelles engagées depuis plusieurs années (ouverture commerciale, privatisations, amélioration de la gouvernance et du climat des affaires) ainsi que la hausse de l'investissement public et privé pourraient expliquer cette évolution favorable.

En renforçant l'offre des entreprises, les gains de productivité contribuent à atténuer les pressions sur les capacités et à modérer les tensions sur les prix.

2.2 Tensions sur le marché du travail

Depuis le début de l'année 2006, la situation du marché du travail au Maroc s'est considérablement améliorée, aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural (Tableau 2.1). Le taux de chômage urbain est revenu de 17,6% au troisième trimestre 2005 à 15,8% au troisième trimestre 2006 (Graphique 2.6). Au deuxième trimestre 2006, il avait atteint son plus bas niveau depuis plus de 10 ans. L'emploi urbain a progressé à un rythme nettement supérieur à la tendance de long terme, atteignant en glissement annuel 7,8% au troisième trimestre 2006. L'ampleur et la rapidité de la baisse du taux de chômage conduit à s'interroger sur le degré de précision des statistiques sur l'emploi. Le changement de méthodologie opéré en 2006 dans l'enquête sur l'emploi aurait contribué à ces performances exceptionnelles. Néanmoins, l'orientation générale des indicateurs disponibles semble correspondre à une amélioration réelle de la situation du marché du travail.

Dans ce contexte conjoncturel marqué par une baisse historique du taux de chômage, les salaires dans le secteur privé ont connu une hausse de

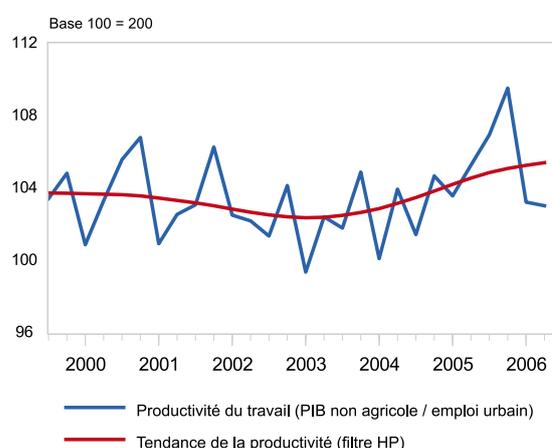
Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail

	2004	2005	2006	
			T2	T3
Population active occupée nationale ¹	3,7	1,1	6,1	5,7
Population active occupée urbaine ¹	4,7	1,5	7,5	7,8
Taux d'emploi national	46,7	46,2	48,3	46,8
Taux d'emploi urbain	37,1	36,7	38,5	38,3
Taux de chômage national	10,9	11,2	7,7	10,9
Taux de chômage urbain	18,6	18,6	13	15,8
Taux d'activité national	52,5	52	52,3	52
Taux d'activité urbain	45,6	45,1	44,2	45,5

Source : HCP

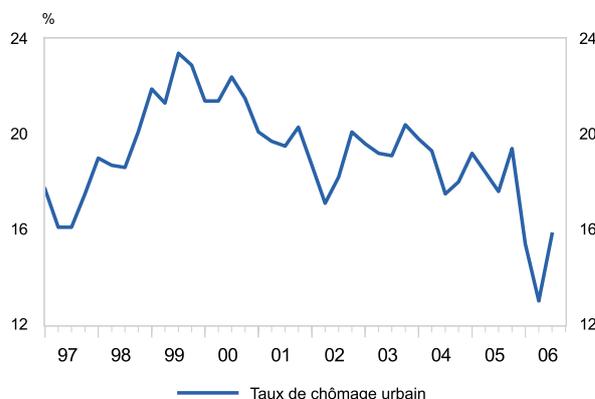
(1) : Variation en glissement annuel

Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail



Source : HCP, calculs BAM

Graphique 2.6 : Taux de chômage urbain données trimestrielles



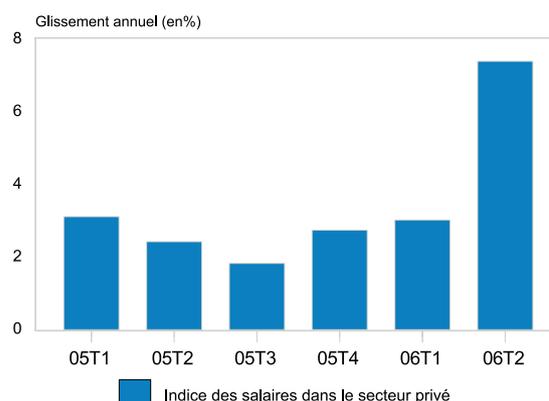
Source : HCP

³ Voir Banque mondiale, « Royaume du Maroc : Promouvoir la croissance et l'emploi par la diversification productive et la compétitivité », Mémorandum économique pays, Banque mondiale, Washington D.C., Mars 2006.

plus de 7% en glissement annuel au deuxième trimestre 2006, alors que les hausses observées précédemment se situaient en moyenne autour de 3% (Graphique 2.7).⁴ Si l'accélération des salaires se confirmait dans les prochains trimestres, cela pourrait indiquer que des tensions importantes sont à l'œuvre sur le marché du travail et que le niveau actuel du taux de chômage se situe en dessous de son niveau d'équilibre.

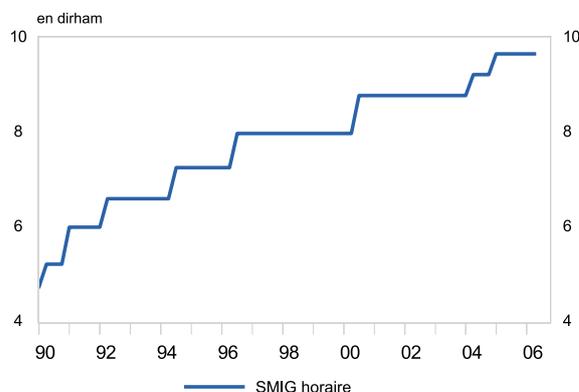
Par ailleurs, compte tenu de l'expérience passée, le risque d'une augmentation du SMIG en 2007 est élevé et pourrait alimenter l'inflation salariale (Graphique 2.8). Les analyses de Bank Al-Maghrib montrent que la modération salariale observée à partir du milieu des années 90 a contribué de manière significative au processus désinflationniste que connaît le Maroc depuis une décennie. Une accélération durable des salaires qui serait supérieure aux gains de productivité pourrait faire peser un risque pour la stabilité des prix.

Graphique 2.7 : Salaires dans le secteur privé



Source : HCP

Graphique 2.8 : Evolution du SMIG



Source : Ministère de l'emploi

Encadré 2.2 : Négociation salariale et revalorisation du SMIG

Le Maroc a adopté dès 1936 une législation sur le salaire minimum qui détermine différents niveaux de salaire pour les marchés du travail urbain et rural, et pour différentes catégories d'âge. Les salaires minimums sont révisés selon un mécanisme formel d'indexation aux prix, principalement quand l'indice des prix à la consommation augmente de 5 pour cent. Dans la pratique, les révisions sont cependant irrégulières et plutôt indépendantes de cette règle d'indexation. En effet, elles sont généralement le résultat de décisions politiques et discrétionnaires à la suite de pressions syndicales importantes. Les quelques études disponibles suggèrent que la réglementation du salaire minimum urbain (qui concerne principalement les travailleurs non qualifiés) est généralement respectée dans le secteur privé formel grâce à un rôle actif de l'administration et des syndicats. De même, elles indiquent que seulement 13 pour cent des salariés dans le secteur privé formel perçoivent un salaire inférieur au minimum requis.

⁴ Cet indicateur doit être interprété avec précaution dans la mesure où il couvre seulement les salariés du secteur privé affiliés à la CNSS et parce que les données de base qui servent à son élaboration font l'objet de révisions importantes.

3. PRIX À L'IMPORTATION

Les prix à l'importation se sont détendus au troisième trimestre 2006 après une appréciation soutenue en début d'année, sous l'effet de la flambée du prix du pétrole. Le rétablissement progressif du système d'indexation durant l'année 2006 a favorisé la transmission de ces chocs aux prix à la pompe et à l'inflation. La modération des cours mondiaux entamée en septembre conjuguée à l'appréciation du dirham par rapport au dollar a contribué à atténuer les pressions inflationnistes. Cet effet a été renforcé par l'évolution des prix à l'importation des biens de consommation en 2006, qui poursuivent leur tendance baissière observée depuis plusieurs années.

3.1 L'inflation dans le monde

L'année 2006 a été marquée par une hausse du taux d'inflation mondial (Tableau 3.1). L'apparition de ces tensions résulte de la flambée des prix de pétrole associée à une accélération de la croissance économique. Cependant, au troisième trimestre 2006, une très légère détente des pressions inflationnistes est observée due notamment à la baisse des prix des matières premières et à l'impact du resserrement des politiques monétaires opérées dans plusieurs pays industrialisés et émergents. Ce tassement très relatif de l'inflation devrait se poursuivre au quatrième trimestre 2006 et pendant l'année 2007.

Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde

Variation en %	2004	2005	2006	2007
Pays industrialisés	2,0	2,3	2,5	2,2
Inflation France	2,3	1,9	1,9	1,8
Inflation Espagne	3,1	3,4	3,6	3,1
Pays émergents	5,6	5,4	5,2	5,0
Zone Euro	2,1	2,2	2,2	2,2

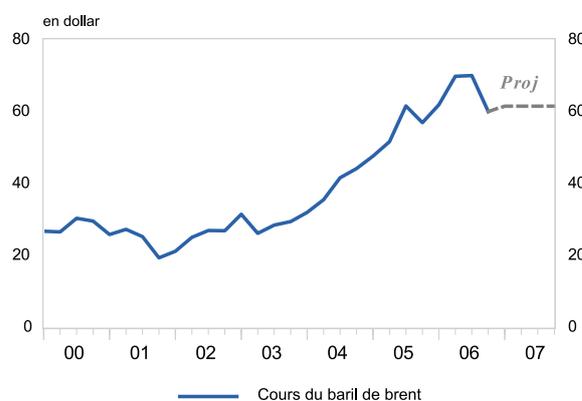
Source : FMI

3.2 Prix du pétrole

La tendance haussière du prix du pétrole amorcée en 2003 s'est fortement accélérée durant les 8 premiers mois de 2006. Le cours du baril de Brent a fluctué autour de 70 \$ jusqu'en août 2006, atteignant des pics à plus de 80 \$ (Graphique 3.1).

Les principales causes évoquées pour expliquer cette flambée font référence aux tensions géopolitiques au Moyen Orient, à la succession d'ouragans dans le golfe du Mexique et au raffermissement de la demande mondiale, dans un contexte de forte croissance économique. A partir de septembre 2006, un renversement de tendance se dessine, entraînant une baisse des cours mondiaux qui fluctuent actuellement autour de 60 \$. Cette inflexion trouve une explication dans la relative accalmie au Moyen Orient et dans les anticipations à la baisse de la demande mondiale.

Graphique 3.1 : Cours du baril de Brent



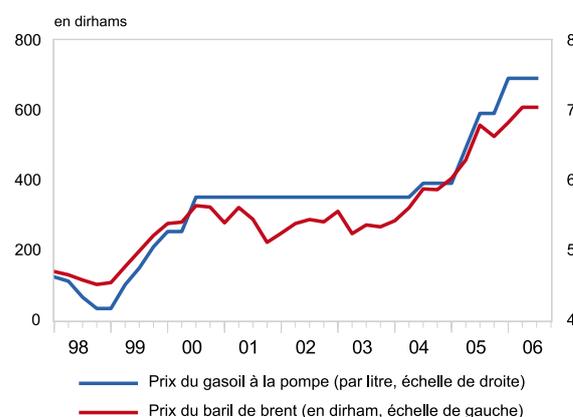
Source : FMI

D'après le consensus de prévision,⁵ le mouvement de détente devrait se poursuivre en 2007, avec une stabilisation des cours autour d'une moyenne de 61,5 \$.

Au Maroc, du fait de l'existence d'un système de compensation, la hausse du prix mondial du pétrole entamée en 2002 ne s'est répercutée que partiellement et de manière irrégulière sur les prix du carburant à la pompe à partir de 2004 (voir Encadré 3.1 et Graphique 3.2). Le mécanisme d'indexation, suspendu en 2000, a été réintroduit en septembre 2006. Désormais, toute variation à la baisse ou à la hausse du cours mondial supérieure à 5% est répercutée sur le prix à la pompe au rythme de deux révisions par mois. D'après les estimations réalisées par Bank Al-Maghrib, une augmentation de 15% du cours mondial du pétrole entraîne une hausse de l'ordre de 10% du prix du gasoil à la pompe au Maroc, compte tenu des taxes et subventions en vigueur (voir encadré 3.1). Sur la base des projections du cours international du pétrole et de la parité euro / dollar, les prix du carburant à la pompe devraient rester stables en 2007.

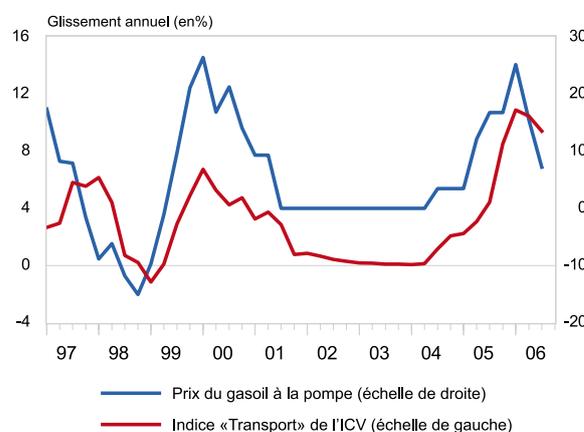
D'après les analyses de la Banque, les fluctuations du prix du carburant à la pompe se transmettent à l'inflation totale essentiellement à travers la composante « transports », étant donné que les effets de second tour⁶ semblent à ce jour relativement limités (Graphique 3.3). Les hausses des prix du carburant opérées en 2005 et 2006 ont conduit à une augmentation de plus de 10% des prix du transport au premier trimestre 2006. Cette composante a contribué pour environ un quart à l'inflation totale observée durant les trois premiers trimestres de l'année.

Graphique 3.2 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc



Source : Ministère de l'Energie et des Mines, FMI

Graphique 3.3 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport



Source : Ministère de l'Energie et des Mines, HCP

⁵ World Economic Outlook, Fonds monétaire international, septembre 2007.

⁶ Les effets de second tour interviennent lorsqu'une hausse du prix du pétrole se diffuse à l'ensemble des composantes de l'indice général des prix, suite à une augmentation compensatoire des salaires.

Encadré 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix du carburant au Maroc

Depuis 1995, la réglementation prévoit une indexation des prix du carburant au Maroc sur les cotations des produits pétroliers de Rotterdam. Selon ce système, les fluctuations des prix sur le marché international qui dépassent 2,5% doivent être répercutées sur le consommateur final, par la voie de deux révisions par mois. Toutefois, ce mécanisme d'indexation a été suspendu en 2000 pour atténuer les effets de la flambée du prix du baril sur l'économie nationale. La caisse de compensation a donc été sollicitée pour couvrir la différence entre les prix intérieurs bloqués et les prix réels que l'indexation aurait exigés. A partir de 2004, plusieurs hausses de prix ont été opérées pour réduire l'écart entre le cours mondial et le prix à la pompe, et alléger ainsi la charge de compensation. En 2006, le mécanisme d'indexation a été progressivement réintroduit (en février et en septembre), malgré le maintien d'une importante part subventionnée. La structure du prix du gasoil à la pompe, qui représente plus de 50% de la consommation de produits pétroliers au Maroc, peut être décomposée de la manière suivante :

$$\text{Prix à la pompe} = \text{prix de reprise} + \text{TIC} + \text{TVA} - \text{Subvention} + \text{Marges et divers}$$

Les prix de reprises désignent les prix auxquels les raffineurs vendent leurs produits. Ils sont parfaitement indexés sur la cotation du marché de Rotterdam. La taxe intérieure de consommation (TIC) est appliquée de manière forfaitaire à chaque litre de gasoil, indépendamment de son prix. Le montant de cette taxe est rarement révisé, et s'élève aujourd'hui à 2,42 dhs par litre, soit un tiers du prix de vente à la pompe. La TVA est une taxe ad valorem de 7% qui s'applique au prix de vente en gros. Les prélèvements fiscaux (TIC + TVA) représentent environ 40% du prix à la pompe d'un litre de gasoil. Néanmoins ce poids a tendance à diminuer à mesure que les cours internationaux augmentent. La subvention accordée par l'Etat prend en charge l'écart entre le prix résultant de l'indexation et le prix réglementé. Son niveau s'élève à 0,45 dhs par litre de gasoil en octobre 2006.

Tableau E: 3.1 : Structure des prix du gasoil en octobre 2006

	Prix à la pompe	prix de reprise	TIC	TVA	Subvention	Marges et divers
Dirhams par litre de gasoil	7,46	4,34	2,42	0,46	-0,45	0,69
% du prix du gasoil à la pompe	100	60	30	6	-7	10

En raison du mécanisme de compensation et de l'appréciation du dirham par rapport au dollar, le prix du gasoil à la pompe n' a augmenté que de 40% entre 2000 et 2006, alors que le prix du baril de pétrole a plus que doublé durant cette période. A partir de septembre 2006, le mécanisme d'indexation a été rétabli. Les fluctuations des cours du baril seront désormais répercutées à la hausse comme à la baisse sur les prix à la pompe. Compte tenu de la structure des prix observée en 2006, on estime qu'une augmentation de 10% du cours mondial du baril de pétrole devrait entraîner une hausse automatique d'environ de 6% du prix du gasoil à la pompe.

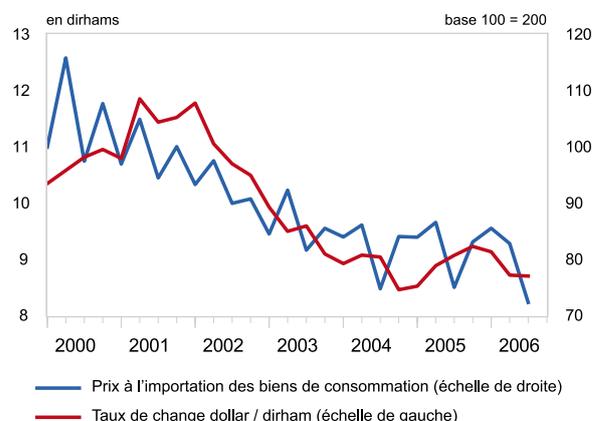
3.3 Prix à l'importation

Les analyses de Bank Al-Maghrib ont permis d'établir une relation à moyen terme entre l'inflation au Maroc et les prix des biens de consommation importés. Leur baisse tendancielle depuis le milieu des années 90 constitue l'un des principaux facteurs explicatifs de la désinflation au Maroc (Graphique 3.4). Ce phénomène s'accroît depuis 2000 sous l'effet de l'appréciation du dirham par rapport au dollar et de l'augmentation de la part des importations en provenance de Chine dans les importations totales. Par ailleurs, la poursuite du processus de démantèlement tarifaire amplifie la baisse du coût des importations et renforce son effet désinflationniste.

En 2006, le prix à l'importation des biens de consommation a poursuivi sa baisse tendancielle. Les données du troisième trimestre font ressortir une baisse de 4% par rapport au niveau de l'année précédente.

Dans l'hypothèse d'une appréciation du dirham par rapport au dollar, cette tendance devrait se prolonger au cours des prochains trimestres en exerçant un effet modérateur sur l'inflation au Maroc.

Graphique 3.4 : Prix à l'importation des biens de consommation et taux de change



4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

L'activité économique a bénéficié en 2006 d'une évolution favorable des conditions monétaires et financières. La masse monétaire s'est accrue de 13,5% et les taux d'intérêt, à l'exception de ceux assortissant les dépôts à terme auprès des banques, se sont inscrits en baisse, prolongeant la tendance observée depuis plusieurs années. Le taux de change effectif nominal est resté quasiment stable en moyenne, de même que le taux bilatéral aussi bien par rapport à l'euro que vis-à-vis du dollar. Enfin, les prix des actifs financiers et immobiliers se sont fortement appréciés.

4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Liquidité

La conduite de la politique monétaire a continué de se dérouler en 2006 dans un contexte marqué par la sur-liquidité, en relation avec l'accélération du rythme d'accroissement des réserves de change. En effet, à l'exception de très courtes périodes de resserrement, la Banque a dû reprendre les excédents par le biais de la facilité de dépôt à 24 heures au taux de 2,25%, avant de commencer à privilégier le recours aux reprises de liquidités à 7 jours sur appels d'offres au taux de 2,50%, et ce, conformément à la décision du Conseil du 27 avril 2006.

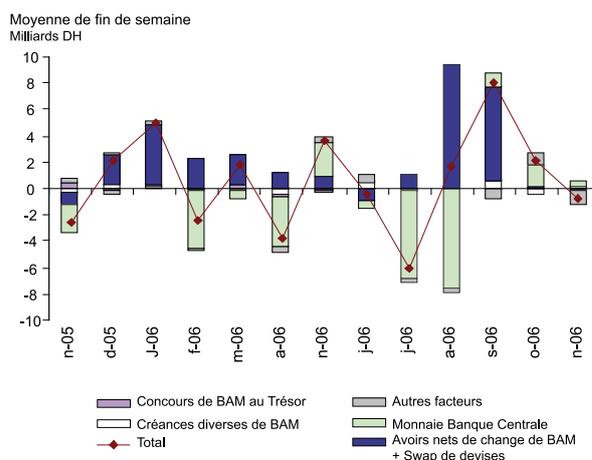
A cet égard, il convient de souligner que la Banque, en vue d'affiner son cadre opérationnel, s'est conférée, en août 2006, la possibilité de reprendre les excédents par le biais de la facilité de dépôt en fonction de la situation du marché et non de manière automatique.

4.1.2 Taux d'intérêt

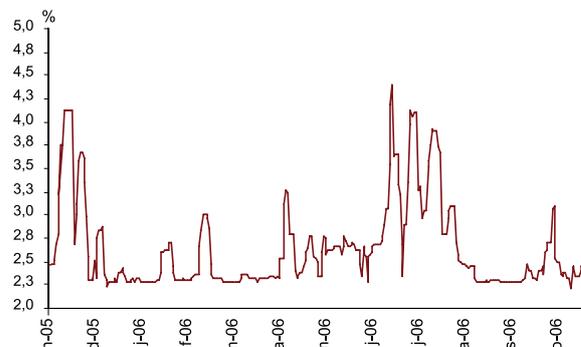
Le taux interbancaire est revenu de 2,81% en moyenne, au cours des onze premiers mois de 2005 à 2,58% pour la période correspondante de 2006.

S'agissant des taux assortissant les bons du Trésor, ils ont connu un repli, plus marqué pour les maturités moyennes et longues. Les taux des bons à 26 semaines ont accusé une baisse limitée à 9 points de base, alors que ceux des bons à 5 ans, à 10 ans et à 20 ans ont respectivement fléchi de 83, de 124 et de 191 points de base, une première émission des bons à 30 ans ayant été effectuée en décembre au taux de 3,98%.

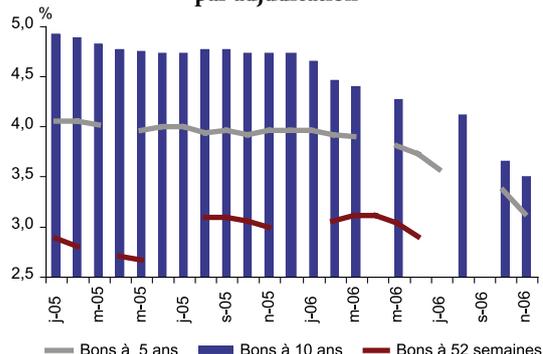
Graphique 4.1 : Impact mensuel des facteurs de la liquidité bancaire



Graphique 4.2 : Taux du marché interbancaire



Graphique 4.3 : Taux des Bons du Trésor émis par adjudication



Pour leur part, les conditions de financement de l'économie ont continué à s'améliorer comme en témoigne la baisse du coût moyen du crédit de 154 points de base. En plus de la création d'un contexte concurrentiel entre les banques et l'offre de financements alternatifs, l'assouplissement des conditions de financement a été favorisé, d'une part, par le renforcement des systèmes d'évaluation des risques et la diminution du coût des risques bancaires et, d'autre part, par l'amélioration de la transparence des entreprises, notamment les PME. A cet égard, il convient de souligner que la campagne sur la PME, lancée en novembre 2006, constitue une occasion pour apprécier les résultats de ces actions et, plus particulièrement, d'évaluer le degré de transmission de la politique monétaire à cette catégorie d'entreprises.

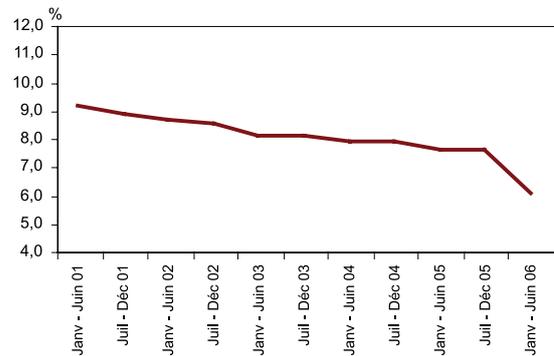
En revanche, les taux sur les dépôts bancaires se sont inscrits en hausse de 22 points de base pour les dépôts à 6 mois et de 8 points de base pour ceux à un an, s'élevant respectivement à 3,51% et à 3,69%. Cette inflexion, dans un contexte qui continue d'être marqué par la sur-liquidité, refléterait un changement de comportement des banques qui semblent manifester un regain d'intérêt pour cette catégorie de placements.

4.1.3 Monnaie et crédit

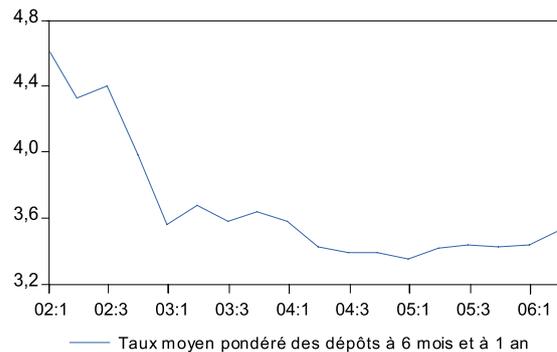
La création monétaire exerce en général un effet sur l'inflation qui peut être influencée également par des facteurs d'ordre réel. Tel qu'il ressort du graphique 4.6, la hausse des prix semble être déterminée, en partie, par l'ampleur de l'excédent monétaire accumulé au cours des périodes précédentes.

Au dernier trimestre de 2006, M3 s'accroît de 15% en glissement annuel, son accroissement sur l'ensemble de l'année devant atteindre plus de 13% en moyenne, supérieur à la norme fixée dans une fourchette de 7,5% à 8,5% et ce, en dépit de l'augmentation des agrégats de placements liquides de près de 42%. La création monétaire au cours de 2006 s'est traduite par l'apparition de nouveaux excédents qui sont venus amplifier les encaisses liquides en instance d'affectation, précédemment constituées.

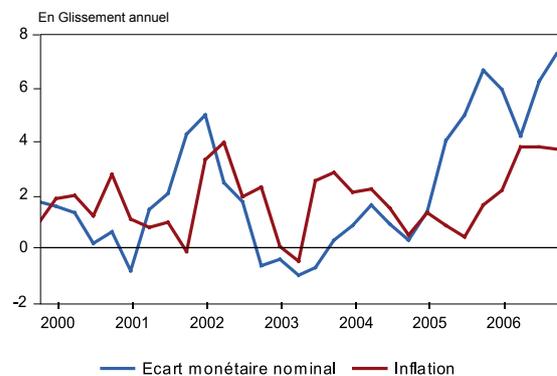
Graphique 4.4 : Coût moyen du crédit bancaire en données semestrielles



Graphique 4.5 : Taux créditeurs de court terme en données trimestrielles



Graphique 4.6 Inflation et croissance monétaire en données trimestrielles



Dans ces conditions, la vitesse de circulation de la monnaie enregistre une nouvelle baisse de 3%, de moindre ampleur qu'en 2005, en raison de la bonne orientation de l'activité économique dont la croissance nominale atteindrait 10,3% en 2006.

Les concours à l'économie ont progressé rapidement en 2006, en poursuite de leur phase d'expansion entamée en 2003. Au dernier trimestre 2006, ils devraient s'accroître de plus de 12% en glissement annuel, compte non tenu de l'effet de la radiation d'un important portefeuille de créances en souffrance.

L'ensemble des catégories de crédit a connu une forte hausse et plus particulièrement les prêts immobiliers dont la croissance, en glissement annuel, devrait dépasser 25%, ainsi que les facilités de trésorerie et les crédits à l'équipement qui augmenteraient à un rythme supérieur à 18%.

Du point de vue de la demande, cette dynamique continue de refléter l'effet des mêmes facteurs qu'en 2005 et début 2006, à savoir la bonne orientation de l'activité économique et des niveaux de taux d'intérêt globalement en baisse, particulièrement pour les crédits à moyen et long terme.

Par ailleurs, la croissance du crédit constitue un indicateur coïncidant et avancé respectivement pour l'activité économique et l'inflation. (Graphique 4.8). Sur la base des évolutions constatées en 2006 et des prévisions pour 2007, la poursuite de l'expansion du crédit continue d'alimenter la croissance monétaire excessive et risquerait de créer des tensions inflationnistes dont l'ampleur dépendrait de l'effet modérateur au niveau des facteurs d'offre.

4.1.4 Agrégats de placements liquides

Concernant les agrégats de placements liquides, ils connaîtraient, au terme de l'année 2006, une expansion de plus de 40%, qui devrait concerner en particulier les titres des OPCVM obligataires, sous l'effet conjugué de la hausse de la demande et de la réévaluation des portefeuilles liée à la baisse des taux d'intérêt, ainsi que les titres des

Graphique 4.7 : Vitesse de circulation de la monnaie en données annuelles

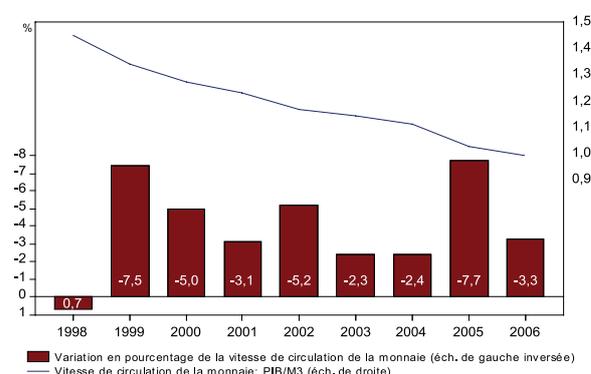
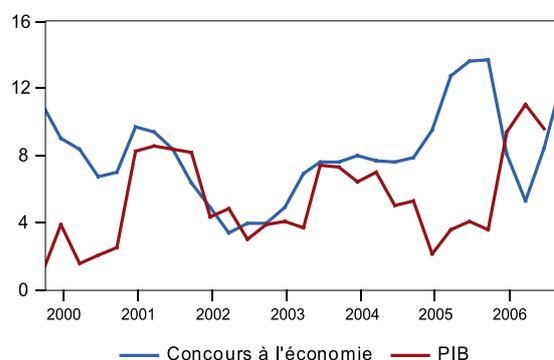


Tableau 4.1 : Concours à l'économie en 2006

	Evolution en glissement annuel (%)						
	déc. 03	déc. 04	déc. 05	mars 06	juin 06	sept. 06	oct. 06
Concours à l'économie	8,7	6,8	11,1	8,6	7,8	7,9	9,1
Total des concours des banques	8,3	7,2	13,1	10,3	8,1	8,2	9,4
. Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	-1,3	3,3	17,5	19,6	7,7	8,2	12,0
. Crédits à l'équipement	13,5	-1,1	13,9	3,5	5,3	14,2	10,6
. Crédits immobiliers	12,3	15,5	24,9	23,1	28,0	7,9	26,3

Graphique 4.8 : Croissance des concours à l'économie et de l'activité économique



OPCVM actions parallèlement à l'appréciation des cours boursiers.

4.1.5 Autres contreparties de la masse monétaire

L'expansion monétaire en 2006 a été acquise pour près des deux tiers pendant le deuxième semestre, en raison de l'accélération de la distribution du crédit et des flux de devises durant cette période.

Les avoirs extérieurs nets marqueraient, au terme de l'année 2006, une hausse de 30 milliards de dirhams, dont plus de 20 milliards au titre des seuls mois de juillet et août, soit un rythme de 18%, au lieu de 14,5% constaté en 2005 et ce, en raison de la poursuite de la progression des transferts courants privés et des recettes touristiques ainsi que de la consolidation du redressement des exportations et des investissements directs étrangers.

En revanche, les créances nettes sur l'Etat devraient accuser une contraction de 5 milliards ou 6,5%, en liaison avec l'amélioration de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib et, surtout, vis-à-vis des banques.

4.1.6 Taux de change

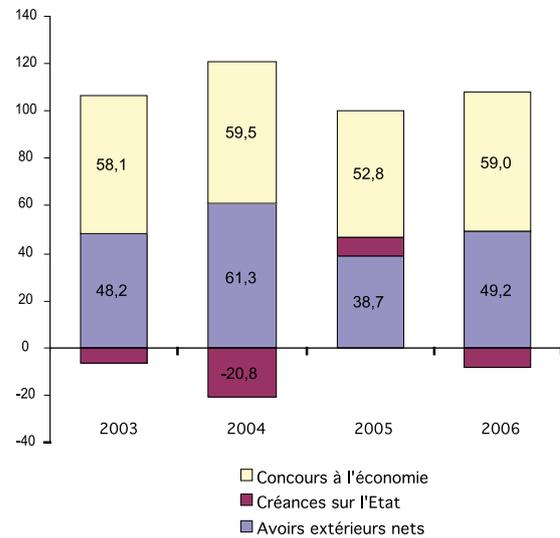
En moyenne, le taux de change du dirham est resté quasiment stable en 2006, aussi bien par rapport à l'euro que vis-à-vis du dollar, ainsi qu'en termes de taux effectifs nominal et réel.

D'une fin de période à l'autre, le taux de change du dirham s'est, parallèlement au comportement des deux principales monnaies sur les marchés des changes, déprécié de 1,69% par rapport à l'euro et apprécié de 7,41% vis-à-vis du dollar.

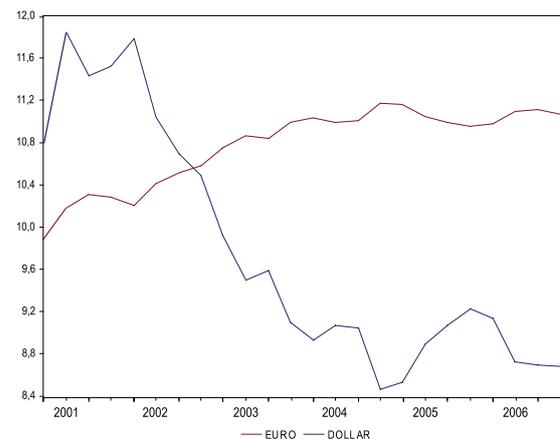
4.2 Prix des actifs

Au niveau des actifs cotés la bourse, le volume des transactions a progressé de 29,2% pour atteindre près de 130 milliards de dirhams, soit près d'un tiers de la capitalisation qui est passée de 252,5 milliards à 400,5 milliards de dirhams en 2006. Cette évolution reflète, certes, l'introduction de six nouvelles valeurs (+10% de la capitalisation boursière) mais,

Graphique 4.9 : Contribution en % des contreparties à la croissance annuelle de la masse monétaire



Graphique 4.10 : Taux de change du Dirham en données trimestrielles



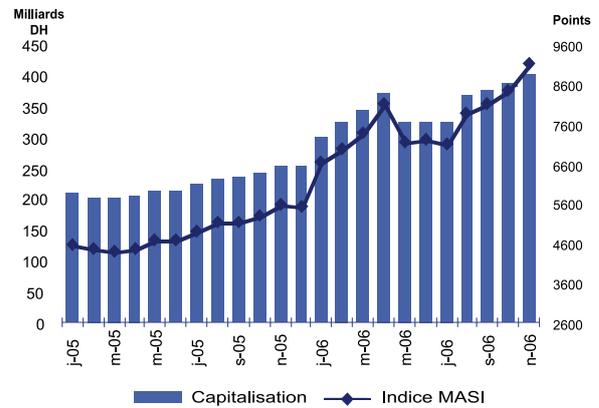
surtout, l'effet de l'appréciation des cours, l'indice MASI ayant augmenté de 64,7%.

La tendance à l'appréciation a également concerné les titres de créances, dont les prix se sont sensiblement accrus, parallèlement à l'augmentation de la demande et surtout à l'effet des réévaluations des portefeuilles, en relation avec la baisse des taux d'intérêt, particulièrement prononcée pour les maturités moyennes et longues.

S'agissant des prix des actifs immobiliers, à la lumière de données parcellaires, leur évolution ascendante connaîtrait une accentuation corroborée, entre autres, par l'accélération du rythme de progression des crédits immobiliers au cours des dernières années.

Ces crédits sont destinés, certes, à accompagner la politique gouvernementale d'encouragement à l'accès à la propriété sur le segment du logement social. Ils semblent servir également à financer l'achat de logements moyen et haut standings, y compris par les non-résidents, ainsi qu'à l'acquisition de terrains. Les banques, dans un contexte de surliquidité, manifestent un intérêt croissant pour ce segment d'activité offrant des garanties réelles.

Graphique 4.12 : Evolution des indicateurs boursiers en données mensuelles



Source : Bourse des valeurs de Casablanca

5. PROJECTIONS MONÉTAIRES POUR L'ANNÉE 2007

5.1 Scénario 1 : Scénario de référence

La valeur de référence pour la progression de la masse monétaire M3 peut être fixée autour de 10%, compte tenu d'une croissance du PIB non-agricole de l'ordre de 5%, d'une augmentation des prix à hauteur de 2% et d'une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie de l'ordre de 3%, conforme à la tendance passée.

La création monétaire résulterait d'un renforcement des réserves de change de l'ordre de 24 milliards, correspondant au solde prévisionnel de la balance des paiements et d'un développement des crédits à l'économie de 28 milliards ou 8,5%, suffisant pour accompagner la croissance de l'activité économique, les créances nettes sur l'Etat devant, en conséquence, s'inscrire en hausse limitée.

L'évolution des facteurs de la liquidité découlant de ce scénario exercerait un effet expansif d'un milliard de dirhams, ce qui porterait l'encours des excédents à plus de 23 milliards de dirhams.

5.2 Scénario 2 : Scénario de la monnaie résultante

La progression monétaire atteindrait plus de 13%. Elle résulterait d'un flux de devises correspondant au solde global prévisionnel de la balance des paiements (+24 milliards), d'un accroissement du crédit, en fonction des besoins de l'économie tels qu'exprimés par les banques (+45 milliards ou 13,7%), et d'un financement monétaire du Trésor à hauteur de 2 milliards (10% du déficit de caisse).

Concernant plus particulièrement les concours à l'économie, les prévisions des banques en matière d'évolution du crédit font ressortir un accroissement de 14% de l'encours global, dont deux points de pourcentage sont attribuables à la hausse prévisible des prêts financiers. Au même titre qu'en 2006, les prêts immobiliers, avec une croissance annuelle prévue à 23%,

Tableau 5.1 Projections monétaires pour 2007

En milliards de dirhams	déc. 06/ déc. 05		déc. 07 (S1)/ déc. 06		déc. 07 (S2)/ déc. 06	
		%		%		%
Avoirs extérieurs nets	30	18	24	12	24	12,3
- Bank Al-Maghrib	27	18	20	11	20	11,3
- Banques	3	19,1	4	21	4	21,4
Créances sur l'Etat	-5	-6,5	2	2,8	2	2,8
- Bank Al-Maghrib	0	0	-5,5	76	-5,5	75,5
- Banques	-5,6	-7,4	7,5	11	7,5	10,7
Concours à l'économie	36	12	28	8,5	45	13,7
- Bank Al-Maghrib	-0,2	-2,7	0	0	0	0
- Banques	36,2	12,7	28	8,7	45	14
Agrégat M3	64	14	54	10	71	13,2

Tableau 5.2 : Crédit en 2007 : Prévisions des banques

En milliards de dirhams	2005	2006	Variation 2006/2005		2007	Variation 2007/2006	
				%			%
Encours de crédits	278 132	319 012	40 880	14,7	362 374	43 362	14
dont:							0
. Opérations de privatisation	11 961	12 340	379	3,2	9 400	-2 940	-24
. Autres opérations à caractère financier	3 567	3 334	-233	-6,5	3 600	266	8
. Nouvelles opérations financières en 2007			0		10 000	10 000	
			0			0	
Total hors opérations spécifiques	262 604	303 338	40 734	15,5	339 374	36 036	12

Source : BAM, enquête auprès des banques

continueront de contribuer significativement à la dynamique du crédit bancaire. Pour le reste, les prévisions montrent que les crédits à l'équipement connaîtraient un essor en 2007, en relation avec la réalisation de projets d'investissement de grande envergure dans le domaine du tourisme, le secteur pétrolier et les infrastructures.

Ce scénario se traduirait par un effet restrictif de plus de 3 milliards de dirhams, ce qui ramènerait les excédents de liquidité à 19 milliards de dirhams à fin décembre 2007.

6. EVOLUTION DE L'INFLATION

6.1 Evolution à fin octobre

En glissement annuel, l'indice du coût de la vie a enregistré en octobre 2006 une hausse de 4,1% au lieu de 1% pendant la même période de l'année 2005. Cette évolution est due, principalement, à l'indice des prix des produits alimentaires qui s'est accru de 5,1%, du fait essentiellement de l'accroissement des prix des corps gras, des fruits et des légumes frais respectivement de 15,2%, de 9,4% et de 3,2%. Quant à l'indice des prix des produits non alimentaires, il a progressé de 3,4% au lieu de 1,6% un an auparavant, sous l'effet en grande partie de l'augmentation de 8,5% des prix de la rubrique « Transport et communication ».

L'indicateur de l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits frais, le transport privé et certains produits administrés, s'est inscrit, en glissement annuel, en hausse de 3,6% au lieu de 1,6% un an auparavant.

Au cours des dix premiers mois de l'année 2006, l'indice moyen du coût de la vie a augmenté de 3,3% au lieu de 0,8% en 2005. Cette accélération de la hausse des prix est imputable, notamment, au renchérissement des corps gras de 16,7%, des viandes de 3,6%, des légumes frais de 5,6%, du tabac de 6%, ainsi qu'à l'augmentation des tarifs des transports et communication de 10,1% au lieu de 3,5%.

6.2 Estimations pour l'année 2006

Il ressort de l'évolution aussi bien de l'indice du coût de la vie que de l'indicateur de l'inflation sous-jacente, que les prix ont enregistré en 2006 une accélération par rapport à la tendance observée au cours des dernières années.

En effet, la hausse de l'indice du coût de la vie devrait s'établir à 3,2% au lieu de 1% en 2005. Cette accélération s'explique, en partie, par le réaménagement de la TVA sur certains produits,

Tableau 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente en 2006

	Evolution en glissement annuel pour l'année 2006				Taux annuel			
	1 ^{er} trim	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	2003 2002	2004 2003	2005 2004	2006 ^E 2005
Inflation¹	2,1	3,7	3,7	3,3	1,2	1,5	1,0	3,2
Inflation sous-jacente²	2,8	3,0	3,4	2,8	0,8	1,3	1,6	3,1

(E) Estimations BAM

(1) Source : HCP

(2) Calculs BAM

notamment alimentaires, dont l'impact mécanique direct est estimé à 0,5 point de pourcentage, ainsi que par l'application partielle du système d'indexation, les prix intérieurs des hydrocarbures ayant été relevés en février et septembre avant d'être réduits en octobre.

Dans le même temps, l'inflation sous-jacente devrait passer de 1,6% à 3,1%, du fait principalement de la progression des tarifs de certains services, tels que le transport en commun, la communication téléphonique, les soins et effets personnels, ainsi que l'eau et l'électricité

Encadré 6.1 : L'indicateur de l'inflation sous-jacente

L'évolution des prix à la consommation est suivie au Maroc à l'aide d'un indice du coût de la vie qui est très sensible aux fluctuations des prix des produits alimentaires. Dans le cadre de l'affinement de ses instruments d'analyse des prix pour les besoins de la politique monétaire, Bank Al-Maghrib, à l'instar des autres banques centrales, a élaboré un indicateur de l'inflation sous-jacente.

Le principe de construction de cet indicateur consiste à confectionner à partir de l'indice des prix à la consommation un autre indice qui ne tient pas compte des chocs transitoires sur les prix et retrace de ce fait la tendance fondamentale de l'inflation.

L'indicateur de l'inflation sous-jacente a été choisi sur la base d'une étude comparative en tenant compte d'un ensemble de critères (robustesse et absence de biais, disponibilité de cet indicateur en même temps que l'ICV, crédibilité et vérifiabilité). Il est calculé selon la méthode de l'exclusion. Ainsi, ont été exclus de l'indice du coût de la vie calculé par le Haut Commissariat au Plan, les prix des viandes, des poissons frais, des légumes et fruits frais, ainsi que ceux du sucre, des tabacs et des transports privés.

7. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Au premier trimestre de l'année 2007, les prévisions de la hausse de l'indice du coût de vie font apparaître une hausse qui se situerait entre 1,8% et 2,4% par rapport à la même période de l'année précédente.

La prise en compte des risques ci-après suggère que, pour l'ensemble de l'année 2007, l'inflation se situerait très probablement entre 2,1% et 2,8%.

L'activité économique resterait dynamique au cours de l'année 2007 et les pressions qui se sont déjà manifestées sur certains segments du marché du travail, pourraient favoriser une orientation à la hausse des salaires. En outre, la récente multiplication des revendications salariales pourrait alimenter l'inflation salariale.

D'importantes incertitudes demeurent sur les prix du pétrole et le tassement de l'inflation mondiale n'est pas confirmé.

Les excédents substantiels de liquidité, accumulés au cours des dernières années s'amplifieraient en 2007, renforçant d'autant le potentiel de dépense des ménages et des entreprises. Cette dynamique produit d'ores et déjà de puissants effets sur le prix des actifs boursiers et immobiliers.

Tableau 7.1 : Prévision de l'inflation pour l'année 2007

	Evolution en glissement annuel pour l'année 2007				2007 2006
	1 ^{er} trim	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	
Fourchette de prévision d'Inflation	1,8 2,4	2,6 3,6	2,0 2,9	1,9 2,8	2,1 2,8

ANNEXE

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

METHODE DE CALCUL DE LA VARIATION DES PRIX

L'analyse des prix de détail est faite sur la base de l'indice du coût de la vie et de ses variations, tels qu'ils sont publiés par la Direction de la Statistique du Haut Commissariat au Plan (HCP) à l'état brut (non corrigé des variations saisonnières). Elle est complétée par l'analyse des indices désaisonnalisés et des indices de l'inflation sous-jacente confectionnés par les services de la Banque.

La **variation mensuelle** des prix est calculée et publiée par les services du HCP en dégageant la variation en pourcentage de l'indice général du coût de la vie du mois considéré par rapport à l'indice du mois précédent. En l'absence de séries officielles désaisonnalisées, la principale correction apportée aux indices des prix publiés par la Direction des Statistiques du HCP, porte sur la correction des variations saisonnières, qui permet de dégager l'évolution de la tendance des prix (trend). Ces indices corrigés des variations saisonnières sont calculés en interne et utilisés dans notre analyse mais non publiés.

Pour l'analyse des prix en fin d'exercice, deux principales méthodes sont utilisées par les banques centrales :

1- **Variation en glissement annuel** : Rapport entre l'indice de décembre d'une année donnée à celui de décembre de l'année précédente.

En principe, cette méthode écarte l'effet de la saisonnalité liée au calendrier de l'année civile mais non pas celle liée au calendrier lunaire qui est mobile par rapport à l'année civile (fêtes religieuses et Ramadan notamment).

2- **Variation en moyenne de l'année** : ou moyenne des glissements annuels des 12 mois de l'année (moyenne des rapports mensuels) : Pour chaque mois de l'année on calcule la variation en glissement annuel (indice du mois rapporté à l'indice du même mois de l'année précédente) et on calcule la moyenne pour toute l'année. Ou encore : Rapport entre la moyenne des indices mensuels de l'année

considérée à celle de l'année précédente (rapport des moyennes des deux années).

Cette dernière méthode, la plus fréquente, présente les avantages suivants :

- En appréhendant la variation du niveau des prix pour l'ensemble de l'année et non pas par rapport au seul mois de décembre elle traduit mieux l'analyse en termes de bilan de l'exercice.
- La variation annuelle n'est pas fortement influencée par un renversement brutal de la tendance durant les derniers mois de l'année ou par des variations ponctuelles et passagères au cours du seul mois de décembre (au numérateur ou au dénominateur). A titre d'exemple, du fait de la forte hausse des prix en novembre 2005, l'ICV a dégagé une hausse de 2,1% en glissement annuel (Décembre 2005/ décembre 2004) alors que la variation en moyenne annuelle n'a pas dépassé 1%. Pour l'année 2004, les variations calculées selon les deux méthodes ont été respectivement de 0,5% et 1,5%.

Variations de l'indice du coût de la vie en %				
	2002	2003	2004	2005
En moyenne	2,8	1,2	1,5	1,0
En glissement	1,4	1,8	0,6	2,1

Pour le cas du Maroc, le recours à cette dernière méthode, arrêtée depuis plusieurs années en concertation avec les services du HCP, se justifie encore plus par le fait que l'ICV officiel n'est pas corrigé des variations saisonnières liées à l'année civile et de celles liées au calendrier lunaire. En outre, l'indice est influencé par la forte volatilité qui affecte les prix de certains produits, notamment agricoles, d'autant plus que le nombre des articles auxquels il se réfère est relativement plus réduit que ceux des indices des prix à la consommation calculés dans d'autres pays.

Pour ce qui est du suivi des prix en cours d'exercice, la plupart des banques centrales analysent les

indices en utilisant la variation en glissement annuel (indice du mois considéré rapporté à celui du même mois de l'année précédente). Certaines banques centrales se basent sur les indices de fin de trimestre.

Au Maroc, la Direction de la Statistique du HCP publie aussi bien la variation en glissement que celle des moyennes calculées à partir du premier mois de l'année (moyenne des n mois de l'année en cours, rapportée à celle de la même période de l'année précédente). Cependant, c'est cette dernière méthode qui est prise comme référence pour l'appréciation et la communication sur l'évolution des prix par rapport à l'année précédente. C'est le cas aussi bien de Bank Al-Maghrib, de l'Institut National d'Analyse de la Conjoncture (INAC) relevant du HCP, que de la Direction des Etudes et des Prévisions Financières du Ministère des Finances.

Ces différentes méthodes sont complémentaires et non exclusives et sont toutes utilisées par les économistes pour leurs travaux d'analyse et de prévision des prix. Cependant, il est essentiel que la communication de la banque centrale soit faite sur la base d'une méthode constante et clarifiée dans des notices méthodologiques. A cet effet, les deux méthodes, glissement (M/M-12) et moyenne des n mois de l'année, pourront être publiées.

L'accent sera mis sur la moyenne pour l'analyse en termes de bilan au cours et en fin d'exercice. Cependant, la méthode du glissement annuel (M/M-12), qui donne plus de poids à la tendance récente paraît la plus appropriée pour être prise en considération lors de la prise de décision de politique monétaire.

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

ISBN : *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

بنك المغرب