



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 06 / 2008

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 mars 2008





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 mars 2008

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

BAM	:	Bank Al-Maghrib
BCE	:	Banque Centrale Européenne
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
IPPI	:	Indice des prix à la production industrielle
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

Liste des graphiques, des encadrés et des tableaux .....	5
Communiqué de presse .....	8
Aperçu général .....	10
<b>1. Orientation de l’offre et de la demande globale.....</b>	<b>12</b>
1.1 Production .....	12
1.2 Consommation.....	15
1.3 Investissement.....	16
1.4 Commerce extérieur.....	17
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>19</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	19
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	20
<b>3. Prix à l’importation .....</b>	<b>22</b>
3.1 Inflation dans le monde.....	22
3.2 Prix du pétrole .....	22
3.3 Prix des matières premières .....	23
3.4 Indices des prix à l’import .....	24
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs.....</b>	<b>26</b>
4.1 Conditions monétaires.....	26
4.2 Prix des actifs .....	33
<b>5. Evolution récente de l’inflation .....</b>	<b>34</b>
5.1 Evolution de l’inflation .....	34
5.2 Biens et services .....	36
5.3 Biens échangeables et non échangeables.....	37
5.4 Indice des prix à la production industrielle.....	39
<b>6. Perspectives de l’inflation .....</b>	<b>40</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base.....	40
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques .....	42

---

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut global, agricole et non agricole.....	13
Graphique 1.2 : Evolution en volume du produit intérieur brut et de la valeur ajoutée agricole .....	13
Graphique 1.3 : Principaux indicateurs de la pluviométrie.....	14
Graphique 1.4 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyage.....	15
Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement.....	16
Graphique 1.6 : Importations et croissance au Maroc.....	18
Graphique 2.1 : Output Gap agricole .....	19
Graphique 2.2 : Output gap non agricole .....	19
Graphique 2.3 : Output gap non agricole et inflation sous-jacente .....	19
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	19
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail .....	20
Graphique 2.6 : Taux de chômage urbain trimestriel .....	20
Graphique 2.7 : Indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal .....	20
Graphique 2.8 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel .....	21
Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc .....	22
Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport.....	23
Graphique 3.3 : Indice des prix des matières premières alimentaires et du blé.....	23
Graphique 3.4 : Indice des prix des matières premières hors énergie et métaux.....	24
Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie .....	24
Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	24
Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire.....	26
Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	26
Graphique 4.3 : Taux débiteurs .....	27
Graphique E 4.1 : Evaluation de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle .....	27
Graphique E 4.2 : Position de liquidité et taux moyen pondéré du marché monétaire interbancaire.....	27
Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires.....	28
Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité.....	28
Graphique E 4.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	28
Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du taux moyen Pondéré du marché interbancaire .....	28
Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance.....	29
Graphique 4.5 : Excédent monétaire de l'encours d'équilibre de M3 réel.....	29
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3.....	29
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance .....	30
Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique .....	30

Graphique 4.9 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire .....	30
Graphique 4.10 : Evolution des facilités de trésorerie et du PIB non agricole .....	31
Graphique 4.11 : Croissance annuelle des avoirs extérieur .....	31
Graphique 4.12 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat.....	32
Graphique 4.13 : Taux de change du dirham .....	32
Graphique 4.14 : Taux de change effectif .....	32
Graphique 4.15 : Indices boursiers .....	33
Graphique 4.16 : Capitalisation boursière / PIB .....	33
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente .....	34
Graphique 5.2 : Contributions glissement annuel de l'inflation .....	34
Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation .....	36
Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation.....	36
Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé.....	36
Graphique 5.6 : Evolution des prix échangeables et des non échangeables .....	37
Graphique 5.7 : Evolution des contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation.....	37
Graphique 5.8 : Indices des prix à la productions industrielle.....	39
Graphique 5.9 : Evolution des contributions à l'IPPI .....	39
Graphique 5.10 : Prix du Brent et prix du raffinage.....	39
Graphique 6.1 : Projections de l'ICV 2007 T4 - 2008 T3 .....	43

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grande branche d'activité .....	12
Tableau 1.2 : Situation de la campagne agricole 07/08 au 8 février 2008 .....	13
Tableau E.1.1 : Volatilité de la valeur ajoutée par secteur d'activité .....	14
Tableau 1.3 : Evolution des échanges extérieurs au quatrième trimestre 2007 .....	17
Tableau 2.1 Indicateurs du marché du travail .....	20
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	22
Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	23
Tableau 3.3 Prix du pétrole sur le marché des futures .....	23
Tableau 3.4 Evolution des futures et des prévisions du blé par trimestre .....	24
Tableau 4.1 : Taux créditeurs .....	26
Tableau 4.2 : Ventilation des prêts immobiliers accordés aux agents non financiers.....	31
Tableau 4.3 : Valorisation du marché (PER) .....	33
Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes .....	35
Tableau 5.3 Indices des prix des biens et services .....	36
Tableau E 5.2 : Parts des biens et services dans l'ICV.....	37
Tableau E 5.3 : Parts des échangeables et non échangeables dans l'ICV .....	38
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation.....	42

---

## LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1 : La croissance de l'économie nationale est de moins en moins volatile.....	14
Encadré 3.1 Calcul des indices de prix à l'importation .....	25
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	27
Encadré 5.1 : L'inflation en 2007.....	35
Encadré 5.2 Calcul des indices de prix des biens et des services .....	37
Encadré 5.3 : Calcul des indices de prix des échangeables et non échangeables .....	38



## COMMUNIQUE DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le 25 mars 2008.
2. Le Conseil a examiné l'évolution de la situation économique, monétaire et financière depuis sa réunion du 25 décembre 2007, ainsi que les prévisions établies par les services de la Banque à l'horizon du quatrième trimestre 2008.
3. L'inflation en glissement annuel s'est établie à 2,4% en février 2008, contre 1,7% en janvier. Cette augmentation s'explique principalement par le renchérissement des produits alimentaires de base. Essentiellement impactée par l'évolution du prix de ces produits, l'inflation sous-jacente a poursuivi sa tendance haussière entamée à la fin de l'année 2007. Cet indicateur est en effet passé de 2% en décembre 2007, à 2,3% en janvier et à 3% en février.
4. A l'horizon du quatrième trimestre 2008, et ce dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque, l'inflation resterait en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision de l'ordre de 2,2% pour l'ensemble de l'année.
5. Les risques sont liés, au plan externe, à la poursuite des tensions sur le prix des hydrocarbures et des matières premières, notamment agricoles, et à la recrudescence des pressions inflationnistes chez nos principaux pays partenaires. Sur le plan interne, les risques concernent les incertitudes liées au maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers, aux pressions latentes sur les revenus, à l'importance des encaisses liquides accumulées par les agents économiques, ainsi qu'à l'accélération de la croissance du crédit bancaire.
6. Dans cet environnement marqué par la persistance de risque à la hausse sur les prix, le Conseil a décidé de maintenir inchangé à 3,25% le taux directeur, et demeurera cependant très vigilant quant à l'évolution de ces facteurs de risques au cours des prochains mois.
7. Le Conseil a, par ailleurs, analysé et approuvé les comptes de la Banque et l'affectation des résultats au titre de l'exercice 2007.
8. Le conseil a également examiné le programme d'audit interne pour l'année 2008.

Rabat, le 25 mars 2008

بنك المغرب  
بنك المغرب

## APERÇU GENERAL

L'inflation en glissement annuel s'est établie à 2,4% en février 2008, contre 1,7% en janvier. Cette augmentation s'explique principalement par le renchérissement des produits alimentaires de base. L'évolution des prix de ces produits a impacté, considérablement, l'inflation sous-jacente qui a poursuivi sa tendance haussière entamée depuis le mois de novembre dernier. Cet indicateur est en effet passé de 2% en décembre 2007, à 2,3% en janvier et à 3% en février. Globalement, on observe que la dynamique de l'inflation résulte davantage du secteur des biens échangeables que des non échangeables. De même, l'analyse montre que la contribution des biens, plutôt que les services, explique l'évolution récente de l'inflation. La tendance des prix à la production industrielle indique en outre que les tensions sur les intrants et les prix à la consommation restent élevées.

Concernant l'inflation importée, la poursuite du renchérissement des prix à l'importation des produits alimentaires de base, et, plus globalement, des prix à l'importation hors produits énergétiques, signalent la persistance de pressions inflationnistes pour le reste de l'année 2008. Les prix des carburants à la pompe sont demeurés à l'abri des évolutions du marché international du pétrole en raison de la poursuite du gel du mécanisme d'indexation.

Au niveau de l'activité économique, malgré un environnement international peu porteur marqué par le ralentissement de l'activité chez nos principaux partenaires commerciaux, les dernières données disponibles indiquent que l'année 2008 serait marquée par une accélération du rythme de progression de la demande intérieure en raison de la reprise de la consommation des ménages résidents et du dynamisme soutenu de l'investissement privé et public. Pour l'ensemble de l'année 2008, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 60 millions de quintaux qui semble à ce stade se confirmer, la valeur ajoutée du secteur primaire devrait rebondir d'environ 13%. Dans ce contexte, les diverses estimations de l'output gap tendent à indiquer qu'au dernier trimestre 2007 et au premier trimestre de l'année 2008, la production se situerait autour de son niveau potentiel. Cela est corroboré par les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib montrant un maintien du taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel à un niveau relativement élevé. Dans l'ensemble, l'analyse de ces facteurs de risque sur les prix laisse entrevoir une pression modérée à la hausse, avec toutefois une incertitude importante qui découlerait d'une augmentation du SMIG.

Pour ce qui est des conditions monétaires, les données récentes confirment la poursuite du dynamisme de la croissance monétaire et du crédit. Bien qu'en ralentissement en janvier 2008, la croissance de l'agrégat M3 continue à un rythme rapide en glissement annuel, soit 15,1%, comparée à 17,1% au quatrième trimestre 2007. En janvier 2008, le crédit bancaire demeure sur sa tendance haussière avec un accroissement de 29,9% en glissement annuel, comparé à 28,2% au quatrième trimestre 2007. Parallèlement à la forte croissance des concours aux particuliers, l'analyse de la structure du crédit bancaire par agent économique révèle une allocation accrue en faveur du crédit aux entreprises, qui aura tendance à renforcer l'offre et les capacités de production de l'économie.

Au total, l'analyse confirme la persistance de risques orientés à la hausse sur l'évolution future de l'inflation. Le fan chart des prévisions trimestrielles montre en conséquence une asymétrie vers le haut. Au plan externe, ces risques sont liés à la volatilité extrême des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux et de ceux des matières premières importées, notamment agricoles.

Au plan interne, le rythme de progression élevé de la masse monétaire et du crédit bancaire, les incertitudes entourant le maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers et de certains produits alimentaires, ainsi que l'évolution future des revenus pourraient impacter l'inflation à la hausse.

Dans ce contexte et en ligne avec les prévisions du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2007, l'inflation devrait s'ajuster à la hausse durant les prochains mois pour rejoindre la tendance de l'inflation sous-jacente. Sur la base de la non matérialisation de ces principaux facteurs de risque, l'inflation à l'horizon des quatre prochains trimestres (du premier au quatrième trimestre 2008) resterait en ligne avec les prévisions présentées dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre 2007 et avec l'objectif de stabilité des prix de la Banque centrale, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,2%. Pour l'inflation sous-jacente, les prévisions laissent entrevoir un taux annuel légèrement inférieur à 2%.

## 1. ORIENTATION DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE GLOBALE

En dépit d'un environnement international peu favorable, l'activité économique serait stimulée en 2008 par le dynamisme de l'investissement privé et public et par la consolidation de la consommation finale nationale. Sous l'effet de l'évolution soutenue des activités secondaire et tertiaire, et en dépit de la mauvaise performance agricole, la croissance de l'économie nationale devrait progresser de 2,4% au quatrième trimestre 2007 portant ainsi, la croissance annuelle à 2,3% selon les données disponibles au moment de la préparation du RPM. L'activité devrait s'accélérer en 2008, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 60 millions de quintaux que tend à confirmer le cumul pluviométrique enregistré à fin février. elle se situerait à 6,4% au premier trimestre 2008.

### 1.1 Production

L'activité économique au quatrième trimestre 2007 a été impactée par la mauvaise performance du secteur agricole. Légèrement atténué par les bonnes performances des activités non agricoles, le taux de croissance trimestriel se situerait à 2,4% en glissement annuel.

La campagne agricole 2007-2008 s'annonce prometteuse sur la base de conditions climatiques jusqu'ici favorables. Sur cette base, le taux de croissance trimestriel pourrait atteindre 6,4% au premier trimestre 2008, en dépit d'un environnement international marqué par un ralentissement de l'activité économique de nos principaux pays partenaires. La valeur ajoutée agricole devrait ainsi enregistrer un rebond de 13,5% au premier trimestre 2008, après un fléchissement de 16,5% au quatrième trimestre 2007. Ce résultat demeure toutefois dépendant d'une répartition géographique équilibrée des pluies au cours des mois de mars et avril qui permettrait d'avoir un impact positif sur le développement de l'ensemble des cultures et notamment sur le niveau de la récolte céréalière, estimée à 60 millions de quintaux.

De même, l'activité de l'élevage devrait s'améliorer à la faveur d'une augmentation de la disponibilité des aliments de bétail, dont les prix d'une partie sont subventionnés. Pour sa part, la production halieutique connaîtrait un redressement au premier trimestre 2008, grâce à la prorogation en 2007 de la période du repos biologique, ayant potentiellement permis la reconstitution des ressources notamment celles de poisson pélagique.

Parallèlement, le dynamisme des activités non agricoles devrait se poursuivre en 2008. La valeur ajoutée non agricole, compte tenu des impôts sur les produits nets des subventions, afficherait une

**Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grande branche d'activité en glissement annuel**

Branches	2007 (*)					2008
	T I	T II	T III	T IV(E)	M***	TI(P)
Agriculture	-18,0	-20,9	-17,5	-16,5	-18,2	13,5
PIB non agricole (**)	5,5	6,2	5,8	6,1	5,9	5,4
Pêche	-5,0	6,7	-4,6	2,5	-0,1	3,0
Industrie d'extraction	5,3	6,9	2,0	2,2	4,1	2,5
Industrie (hors raffinage de pétrole)	4,1	4,7	3,9	4,0	4,2	4,1
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	-11,6	2,9	4,3	2,5	-0,5	2,6
Electricité et eau	6,2	3,9	7,7	4,5	5,6	3,9
Bâtiment et travaux publics	9,3	12,0	9,8	10,5	10,4	10,7
Commerce	4,3	4,8	5,3	5,5	5,0	4,9
Hôtels et restaurants	8,1	3,0	5,8	6,5	5,8	4,0
Transports	4,4	4,1	4,0	5,5	4,5	5,0
Postes et télécommunications	6,5	9,5	12,2	11,0	9,8	11,7
Activités financières et assurances	13,0	13,9	14,1	12,0	13,2	11,2
Services rendus aux entreprises et services personnels	5,3	5,8	6,4	4,7	5,5	5,0
Administration publique générale et sécurité sociale	2,5	3,3	3,7	3,5	3,2	4,0
Education, santé et action sociale	3,8	4,4	4,4	4,7	4,3	4,1
Impôts sur les produits nets des subventions	10,5	10,8	6,7	10,7	9,7	6,5
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>6,4</b>

Sources : HCP et prévisions BAM

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

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

(\*\*\*) Moyenne ajustée

hausse de 5,4% au premier trimestre au lieu de 6,1% au quatrième trimestre 2007.

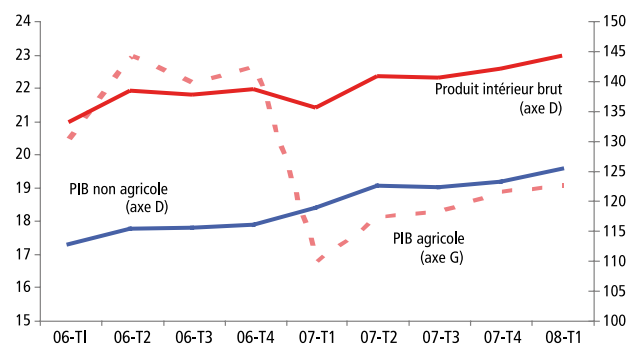
L'industrie extractive devrait maintenir son rythme d'évolution avec une légère amélioration pour évoluer autour de 2,5% au premier trimestre 2008, soutenue par le renchérissement des cours mondiaux des phosphates et des produits dérivés, l'imposition d'une taxe aux exportations chinoises de produits fertilisants qui devrait réduire l'offre mondiale, et la poursuite du dynamisme de la demande des produits phosphatés marocains. Au total, les exportations bénéficieraient de l'accroissement de la demande extérieure et de l'extension des capacités de production de l'OCP qui lui permettra d'y répondre.

Dans le même temps, l'activité industrielle hors raffinage de pétrole devrait conserver son rythme de progression moyen observé sur les quatre derniers trimestres, pour évoluer autour de 4,1% au premier trimestre 2008. Cette performance serait liée au rebond de l'agroalimentaire favorablement impacté par la reprise de l'activité agricole. L'impact sur le secteur textile de la suppression en janvier 2008 des quotas européens sur les produits textiles chinois reste incertain à ce stade.

Les commandes globales adressées au secteur industriel ont consolidé leur rythme haussier, comme l'indique les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier 2008. Celle-ci fait en effet ressortir une amélioration des flux des commandes dans l'ensemble des branches d'activité et plus particulièrement dans les industries chimiques et para-chimiques. Ce dynamisme du secteur industriel pourrait être également soutenu en 2008 par le développement escompté de certains secteurs appuyés par le Plan Emergence

Pour sa part, le secteur du BTP, comme en 2007, afficherait une progression rapide au cours du premier trimestre 2008. Sa valeur ajoutée devrait en effet progresser de 10,7% en glissement annuel, portée par l'ampleur des investissements publics en infrastructure, le dynamisme du secteur touristique, l'extension du programme de lutte contre l'habitat insalubre, et, par la vigueur de la demande en logements neufs. Cette prévision est notamment corroborée par l'évolution de

**Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut global, agricole et non agricole, en milliards de dirhams**



Source : HCP et prévisions de BAM

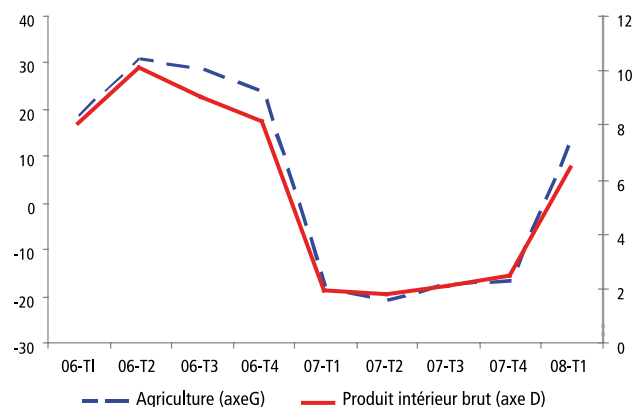
**Tableau 1.2 : Situation de la campagne agricole 07/08 au 8 février 2008**

	06-07 (I)	07-08 (II)	M <sup>(1)</sup> CA (III)	Var. % (II) / (III)	Var. % (II) / (I)
<b>Superficies semées (en milliers d'hectares)</b>					
Céréales d'automne	4 579	4 900	5 100	-4	+7
Légumineuses	222	235	250	-6	+6
Cultures fourragères	359	409	406	1	+14
Betterave à sucre	51	58	59	-2	+13
Canne à sucre	3	3	3	-7	-13
<b>Superficies récoltables (en milliers d'hectares)</b>					
Canne à sucre	14	14	14	--	--
<b>Production<sup>(2)</sup> (en milliers de tonnes)</b>					
Canne à sucre	934	956	895	+7	+2
<b>Ventes d'intrants agricoles (en milliers de quintaux)</b>					
Semences céréalières certifiées	799	611	645	-5	-24
engrais	4 531	3 670	4 705	-22	-19
<b>Cultures d'exportations (en milliers de tonnes)</b>					
Primeurs	280	362	190	+91	+29
Agrumes	377	330	304	+8	-12

(1) Moyenne sur cinq campagnes agricoles

(2) Prévisions du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime

**Graphique 1.2 : Evolution en volume du produit intérieur brut et de la valeur ajoutée agricole, en %**



Sources : HCP et prévisions de BAM

36,7% à fin janvier 2008 des ventes de ciment et par l'expansion des crédits à l'immobilier, dont l'encours a progressé de 6% à fin janvier 2008, par rapport au mois de décembre 2007, et de 44,8% en glissement annuel.

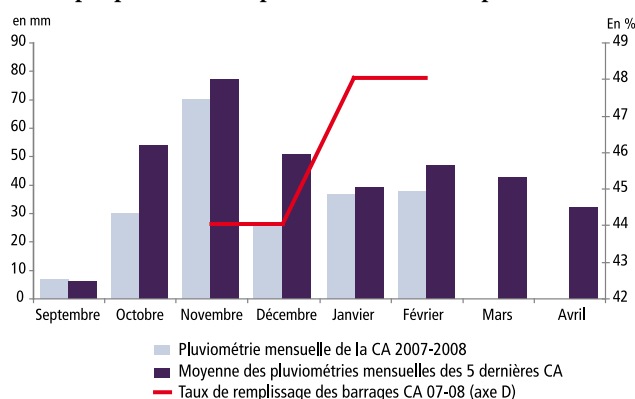
Quant à la valeur ajoutée relative à l'hôtellerie et la restauration, elle devrait afficher un léger ralentissement mais resterait en augmentation de 4% au premier trimestre 2008 au lieu de 6,5% au quatrième trimestre 2007. En effet, les recettes en devises générées par le tourisme ont affiché une baisse de 11,8% en janvier 2008 par rapport à la même période de l'année précédente, malgré l'augmentation des arrivées de touristes de 11%. L'activité de ce secteur devraient cependant s'inscrire en 2008 dans le même trend de croissance des quatre dernières années, appuyées en ce sens par deux nouveaux projets, qui s'ajouteraient à la vision 2010, « BILADI » et « Mada'In », qui visent respectivement à promouvoir le tourisme interne et à repositionner certaines destinations touristiques.

S'agissant du secteur du transport, la reprise constatée au quatrième trimestre 2007 devrait se poursuivre à un rythme toutefois moins rapide. En effet, la valeur ajoutée de ce secteur se situerait au premier trimestre 2008 aux alentours de 5%. Au quatrième trimestre 2007, sa croissance atteindrait 5,5% en glissement annuel, alimentée par une progression du trafic ferroviaire de 11% et du trafic aérien de 16% en décembre 2007. En 2008, le secteur du transport devrait être stimulé par l'expansion des activités du commerce, du transport routier, maritime et ferroviaire. De son côté, le transport aérien, devrait continuer à progresser à un rythme plus élevé, notamment à la faveur de l'accord « ciel ouvert » avec l'Europe et la Tunisie.

En ce qui concerne la valeur ajoutée du secteur des postes et télécommunications, elle devrait poursuivre son rythme ascendant au quatrième trimestre 2007 et au premier trimestre 2008 avec un taux d'accroissement qui avoisinerait 11%. L'intensité de la concurrence marquée par la multiplication des offres et la diversification des services fournis sont à l'origine de la bonne performance affichée par le secteur.

Au total, la croissance pour l'année 2007 devrait se situer à 2,3%. Elle devrait s'accroître au titre de

Graphique 1.3 : Principaux indicateurs de la pluviométrie



Sources : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime

### Encadré 1.1 : La croissance de l'économie nationale est de moins en moins volatile

L'analyse de la croissance économique au Maroc depuis les années quatre-vingt montre une forte dépendance au secteur agricole qui, à son tour, dépend des aléas climatiques. Malgré son poids relativement faible dans la structure de la valeur ajoutée globale (13,4%), le secteur agricole demeure un facteur déterminant de la croissance globale en raison de la forte fluctuation de la production d'une année à l'autre. Les secteurs secondaire et tertiaire, comptant respectivement pour 25,3% et 61,3% de la valeur ajoutée globale, ont connu ces dernières années une dynamique de croissance soutenue. L'évolution de la volatilité de la valeur ajoutée par secteur sur les trois phases de croissance 1980-89, 1990-99 et 2000-2007, montre toutefois une baisse tendancielle dans tous les secteurs d'activité, conséquence de la baisse continue de la volatilité de la croissance agricole. La volatilité globale est ainsi passée de 6,3% sur la période 1980-89 à moins de 2,9% sur la période 2000-2007.

Tableau E.1.1 : Volatilité de la valeur ajoutée par secteur d'activité en % (\*)

	VA global	Secteur primaire	Secteur secondaire	Secteur tertiaire
1980-1989	6,3	23,3	5,3	4,0
1990-1999	5,8	27,9	2,7	2,6
2000-2007	2,9	18,4	2,8	1,5

(\*) La volatilité est mesurée par l'écart-type des séries

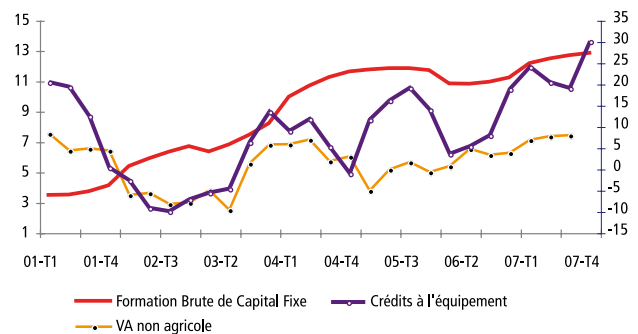
l'année 2008 avec un taux de croissance de 6% tiré par les bonnes performances attendues du secteur agricole dont la valeur ajoutée connaîtrait un rebond estimé à 13%. Les activités non agricoles, de leur côté, continueraient leur dynamisme et dégageraient une valeur ajoutée en hausse d'environ 5,8%, compte tenu des impôts sur les produits nets de subventions.

## 1.2 Consommation

En dépit d'une performance peu soutenue de l'économie nationale en 2007, la demande intérieure aura contribué positivement à la croissance économique. Ainsi, la consommation finale nationale devrait progresser de 7% selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, soit un rythme équivalent à celui enregistré l'année précédente. Pour sa part, la consommation finale des ménages devrait enregistrer une augmentation de l'ordre de 6%, en dépit de la baisse des revenus agricoles. Cette tendance résulterait de l'amélioration des revenus, générée par les activités non agricoles et les revenus d'origine extérieure, dont le rythme de progression atteindrait 20,1% en 2007 contre 12,6% en 2006. La bonne orientation de la consommation des ménages aura été soutenue par l'amélioration du marché du travail et la progression de 15,1% des transferts des MRE à fin décembre 2007, ou de plus de 43% en comparaison avec la moyenne des recettes des années 2002 à 2006. A cela s'ajoute l'impact de l'expansion des crédits à la consommation et la maîtrise de l'inflation aux alentours de 2%. Dans le même sens, les importations en alimentation, boissons et tabacs ont progressé en 2007 de 147,8% en valeur (139,3% en volume), et celles en produits finis de consommation de 26,2% (32,1% en volume) à fin décembre 2007. Pour leur part, les recettes de voyages ont évolué de 12,7% en 2007, indiquant ainsi la robuste progression de la consommation finale des ménages non résidents. En outre, la consommation finale des administrations publiques devrait maintenir son rythme haussier lié notamment à l'évolution de 4,6% des dépenses de fonctionnement.

En 2008, la consommation finale nationale s'accroîtrait de 9% en relation notamment avec l'amélioration prévue de la consommation des ménages qui devrait progresser d'environ 8,5%.

Graphique 1.4 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyage, en %



Sources : HCB, Office des Changes et prévisions BAM



Cette évolution bénéficierait de l'effet positif de la campagne agricole sur les revenus des résidents, de l'amélioration du marché du travail notamment dans le milieu rural, et de la progression attendue des revenus d'origine extérieure. A ce titre, les transferts des MRE se sont chiffrés, à fin janvier 2008, à 4,2 milliards de dirhams soit un accroissement de 1,7% en glissement annuel. Pour sa part, la consommation des ménages non résidents devrait poursuivre son dynamisme observé durant ces dernières années en relation avec le renforcement des recettes de voyages qui malgré une baisse de 11,8% intervenant en janvier 2008, en glissement annuel, demeurent en progression de 23,8% par rapport à la moyenne des recettes du mois de janvier de la période 2003 -2007.

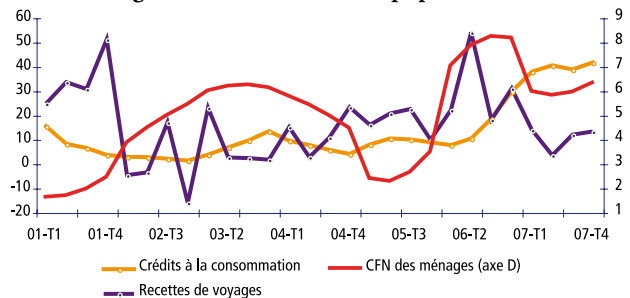
La consommation des administrations publiques devrait progresser de 10,3%, tirée par la progression de 6,7% des dépenses de fonctionnement et de 4% de celles relatives aux salaires prévues par la Loi de Finances 2008.

### 1.3 Investissement

Au terme de l'année 2007, la formation brute de capital fixe augmenterait de 12,5%, portant ainsi le taux d'investissement brut à 33,1% du PIB. Cette expansion aura bénéficié de l'évolution de 30%, à fin décembre 2007, des crédits à l'équipement, de l'augmentation en valeur de 26,2% (32,1% en volume) des importations en produits finis d'équipements et de la progression de 21% du nombre des immatriculations au registre de commerce. De même, les recettes des investissements et prêts privés étrangers ont progressé en 2007 de 25% pour atteindre un montant global de 37 milliards de dirhams, soit environ 6,1% du PIB.

Les données de la Commission des investissements indiquent que cette tendance devrait se poursuivre en 2008. En effet, sur un total de 160 projets soumis, la commission des investissements a approuvé 72 projets en 2007, pour un montant global de 71,3 milliards de dirhams. Ces projets, axés principalement les secteurs du tourisme et des industries de transformation, devraient se traduire par la création de 40 023 emplois directs.

Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement, en %



Sources : HCP et prévisions de BAM

En 2008, la formation brute de capital fixe devrait progresser de 12,8% portant le taux d'investissement brut à 33,8% du PIB, un dynamisme qui devrait bénéficier de l'expansion de l'investissement public et de la consolidation de la confiance des opérateurs nationaux et étrangers. De plus, l'évolution, à fin janvier 2008, de 39,6% des recettes et prêts privés étrangers en expansion de 17,4% par rapport à la moyenne des recettes des cinq dernières années et l'attribution au Maroc du rang «Investment grade» par l'agence Fitch Ratings en avril 2007, viennent confirmer ce regain de confiance.

## 1.4 Commerce extérieur

Les exportations ont augmenté de 13,7% au cours du quatrième trimestre 2007, en glissement annuel, tandis que les importations, ont enregistré un taux de progression de 43% ce qui a aggravé le déficit commercial de 78,8%.

L'accroissement des exportations est essentiellement attribuable à la hausse des ventes de phosphates et dérivés, soutenues tant par le renchérissement de leurs cours au niveau mondial que par l'accroissement de la demande extérieure de ces produits. Parallèlement, des progressions sensibles ont été enregistrées pour les ventes de fils et câbles électriques, de crustacés, mollusques et coquillages et de fruits et conserves de légumes. Toutefois, l'évolution à la hausse des exportations a été tempérée par des baisses sensibles au niveau des expéditions d'agrumes et de vêtements confectionnés de 28% et de 4,1% respectivement.

Par ailleurs, la flambée des cours du pétrole et des produits alimentaires à l'échelle internationale ont contribué au renchérissement des factures céréalière et pétrolière, dont les contributions à la croissance des importations se sont élevées à 23,9% et à 9,1% respectivement. Les importations de biens d'équipements et de demi-produits, et de consommation y ont contribué à hauteur de 36,3% et de 12,6% respectivement.

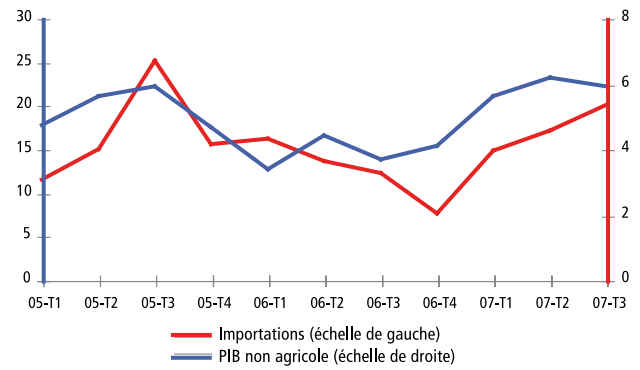
**Tableau 1.3 : Evolution des échanges extérieurs au quatrième trimestre 2007 (glissement annuel)**

<i>(En millions de dirhams)</i>	T4	T4	Variations	
	2006	2007	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>28 934</b>	<b>32 899</b>	<b>+3 965</b>	<b>+13,7</b>
Exportations de phosphates et dérivés	4 543	6 581	+2 038	+44,8
Exportations hors phosphates et dérivés	24 391	26 318	+1 927	+7,9
Vêtements confectionnés	5 508	5 278	-230	-4,8
Articles de bonneterie	1 968	2 001	+33	+1,7
Agrumes	1 260	905	-355	-28,1
<b>Importations globales</b>	<b>52 592</b>	<b>75 189</b>	<b>+22 597</b>	<b>+43</b>
Importations de produits énergétiques	10 584	15 194	+4 610	+43,6
Blé	685	3 906	+3 221	+469,9
Biens d'équipements	11 623	15 957	+4 334	+37,3
Biens de consommation	10 842	13 679	+2 837	+26,2

Source : Office des Changes

Pour l'année 2008, le ralentissement de l'activité dans la zone euro pourrait entraîner une progression moins forte que prévu des exportations marocaines. Le taux d'accroissement des importations devrait ralentir au premier trimestre 2008, sous l'hypothèse d'une campagne agricole plus favorable.

**Graphique 1.6 : Importations et croissance au Maroc  
(Glissement trimestriel en %)**



Sources : HCP et Office des Changes

## 2. PRESSIONS SUR LES CAPACITES DE PRODUCTION ET MARCHE DU TRAVAIL

La croissance globale devrait se situer autour de son potentiel en 2008, après une année 2007 marquée par une contraction de la demande. Les différentes mesures de l'output gap non agricole dégagent des valeurs positives, à l'instar des derniers trimestres, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel se stabilise en janvier autour de son niveau des derniers trimestres. Les indicateurs disponibles sur les salaires signalent une hausse en terme réel des salaires privés au cours du quatrième trimestre de 2007. Dans l'ensemble, l'analyse de ces facteurs de risque sur les prix laisse entrevoir une pression modérée à la hausse, avec toutefois une incertitude importante qui découlerait d'une augmentation du SMIG.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Affecté par une mauvaise campagne, l'output gap agricole a affiché des valeurs négatives pendant les trois premiers trimestres de l'année 2007. La contraction de l'offre agricole a provoqué des fluctuations au niveau des prix des céréales et des produits frais au cours de l'année. Cet indicateur devrait enregistrer à partir du deuxième trimestre 2008, un retournement de tendance en affichant des valeurs positives à la faveur d'une campagne agricole meilleure par rapport à celle de l'année passée.

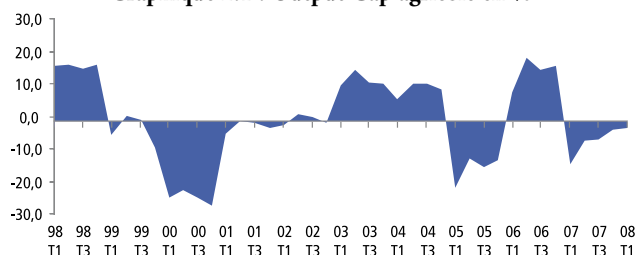
En revanche, l'output gap non agricole a fait apparaître des valeurs positives pendant les trois premiers trimestres de l'année 2007, en liaison avec la croissance soutenue du PIB non agricole au cours de la même année. Compte tenu du décalage de l'impact de l'output gap non agricole sur l'inflation, les pressions modérées de la demande qui se sont manifestées depuis le début de l'année 2007 se poursuivraient au cours des deux premiers trimestres de l'année 2008.

Parallèlement, le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu en janvier 2008 à 77%, niveau auquel il s'est situé en décembre 2007. Sur le plan sectoriel, les taux les plus importants ont été enregistrés au niveau de l'industrie électrique et électronique (84%), de l'industrie chimique et para-chimique (81%) et du textile et cuir (72%).

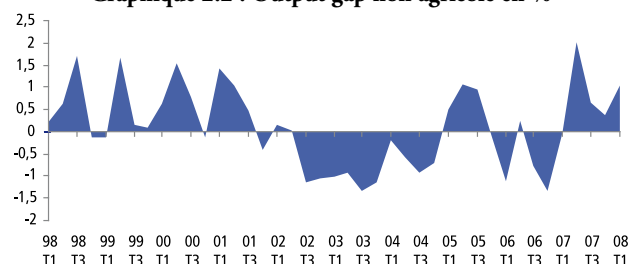
Pour sa part, la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a accusé une baisse au quatrième trimestre de l'année 2007, attribuable à la hausse de l'emploi urbain qui a été plus rapide que celle du PIB non agricole<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Estimation de BAM pour le PIB non agricole du quatrième trimestre 2007.

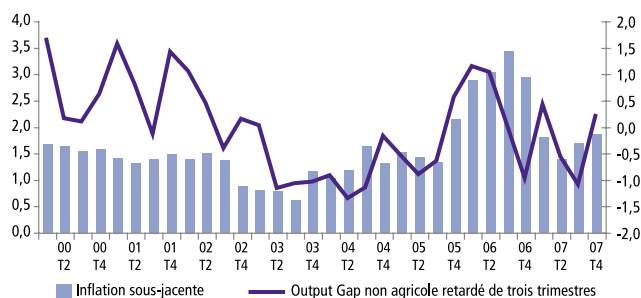
Graphique 2.1 : Output Gap agricole en %



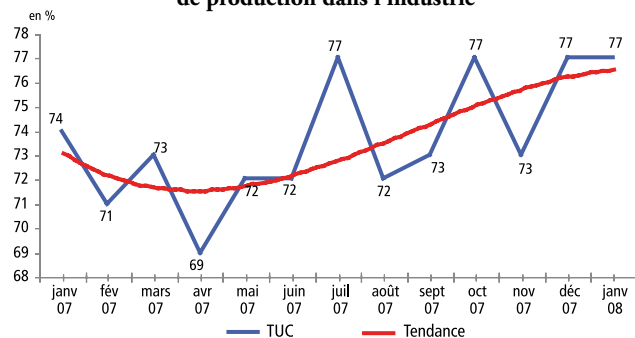
Graphique 2.2 : Output gap non agricole en %



Graphique 2.3 : Output gap non agricole et inflation sous-jacente en glissement annuel %



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



Les évolutions de ces indicateurs laissent entrevoir l'existence de pressions modérées sur les prix aux cours des prochains trimestres.

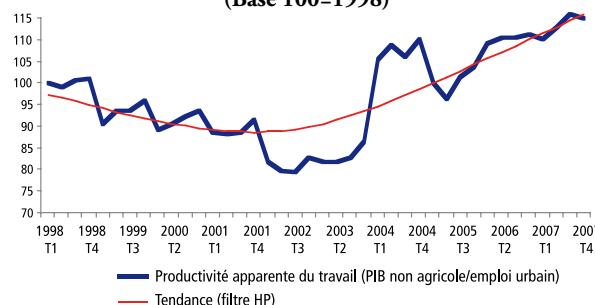
## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au quatrième trimestre 2007, la population active a affiché une baisse de 1,7% en liaison avec celle enregistrée aussi bien dans le milieu urbain (-0,2%) que dans le milieu rural (-3,5%). De même, la population active occupée a reculé de 0,3%, en glissement annuel, suite au repli de l'emploi non rémunéré dont la part a reculé de 3,8 points. Cette régression de l'emploi s'est traduite par un fléchissement du taux d'emploi de 1 point pour se situer à 45%.

Dans ces conditions, la situation du marché de l'emploi a été caractérisée, durant le quatrième trimestre, par une baisse de 13% de la population active en chômage par rapport à la même période de l'année 2006, soit 157.000 chômeurs en moins. Ainsi, le taux de chômage au niveau national s'est situé à 9,7% au lieu de 10,9% un an auparavant. Cette diminution est essentiellement attribuable à celle du taux de chômage urbain en liaison avec la consolidation de la croissance des activités non agricoles. En ce qui concerne les perspectives, les précipitations enregistrées au début de la saison agricole 2007/2008 devraient dynamiser le secteur primaire et les activités qui lui sont associées, ce qui devrait stimuler la création d'emplois à partir du deuxième trimestre 2008.

S'agissant de l'indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, celui-ci a connu une hausse en glissement annuel de 6,4% au troisième trimestre 2007 contre 0,9% une année auparavant. En termes réels, cet indice s'est accru de 4% au lieu d'une baisse de 2,7% l'année dernière. Toutefois, cet indicateur doit être interprété avec précaution, étant donné qu'il s'agit plutôt d'un salaire moyen qu'un indice et qu'il ne couvre qu'une fraction de force de travail occupée. De plus, la fréquence et l'ampleur des révisions peuvent introduire des biais dans l'analyse.

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



Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 2.1 Indicateurs du marché du travail

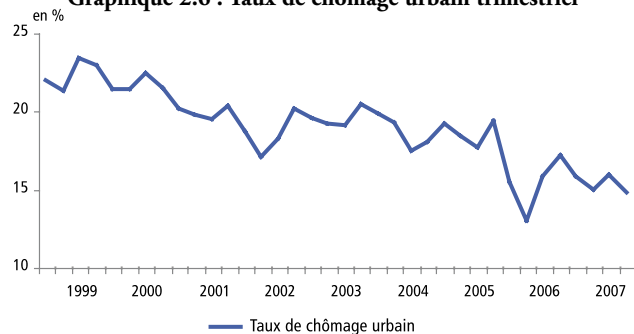
En millions	T4 - 2006			T4 - 2007		
	Urb	Rur	Total	Urb	Rur	Total
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	5,73	5,42	11,15	5,72	5,23	10,96
Taux d'activité (en%)	45,5	60,3	51,7	44,3	57,6	49,8
Population active occupée	4,74	5,18	9,93	4,87	5,02	9,89
Taux d'emploi (en%) <sup>(2)</sup>	37,7	57,7	46	37,7	55,3	45
<b>Chômage</b>						
Population active en Chômage	0,98	0,24	1,2	0,85	0,21	1,06
Taux de chômage (en%)	17,2	4,4	10,9	14,8	4,1	9,7
<b>Selon le diplôme</b>						
. Sans diplôme	10,1	2,9	5,5	7,8	2,7	4,6
. Ayant un diplôme	23	13,2	21,1	20,4	12	18,8

(1) Population âgée de 15 ans et plus (en millions de personnes)

(2) Population active occupée / population totale âgée de 15 ans et plus

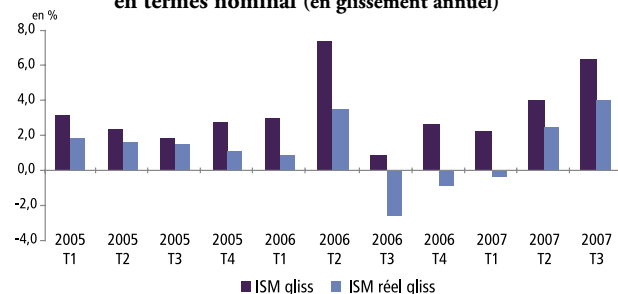
Source : HCP

Graphique 2.6 : Taux de chômage urbain trimestriel



Source : HCP

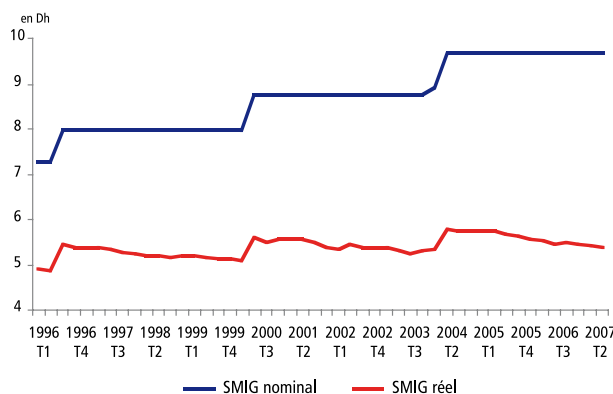
Graphique 2.7 : Indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal (en glissement annuel)



Sources : HCP

Pour sa part, le SMIG est resté stable en nominal et s'est légèrement déprécié en termes réels. Les négociations en cours entre le Gouvernement et les partenaires sociaux pourraient toutefois se traduire par une augmentation du salaire minimum. 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.

Graphique 2.8 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Source : Ministère de l'emploi

### 3. PRIX A L'IMPORTATION

Dans un contexte d'assouplissement des politiques monétaires lié au ralentissement économique mondial, l'inflation dans la plupart des pays industrialisés s'est accélérée à fin février 2008. Par ailleurs, reflétant les évolutions des prix internationaux, l'indice des prix à l'importation hors énergie du Maroc a poursuivi son envol tout au long de l'année 2007, notamment sous l'effet de la hausse des cours mondiaux des matières premières alimentaires. Quant aux produits pétroliers, leurs prix à l'importation ont connu une évolution similaire qui s'explique par les craintes relatives à l'insuffisance de l'offre mondiale, la faiblesse du dollar, ainsi que les conséquences de l'instabilité géopolitique. L'effet inflationniste des prix de ces produits continue toujours d'être atténué par le gel du mécanisme d'indexation. L'évolution future de ces différents facteurs de risque laisse entrevoir la persistance de pressions inflationnistes importantes pour le reste de l'année en cours.

#### 3.1 Inflation dans le monde

Dans un contexte d'assouplissement des politiques monétaires lié au ralentissement économique mondial, l'inflation dans la plupart des pays industrialisés s'est accélérée à fin février 2008, par rapport au niveau du même mois de l'année précédente. Cette tendance découle de la nette hausse des cours des produits de base et du pétrole, qui ont atteint des niveaux plus élevés en 2007 par rapport à ceux de 2006.

Dans la zone euro, notre principal partenaire, l'inflation est restée stable à un niveau élevé de 3,3% en glissement annuel en février 2008 au regard du mois précédent. La même tendance s'est observée en France, en Espagne et en Italie, où le taux d'inflation est resté inchangé respectivement à 2,8%, 4,4% et 3,1%, d'un mois à l'autre. Par ailleurs, la récente progression des cours de l'énergie et des autres matières premières à l'échelle internationale, pourrait se traduire à court terme par une modification à la hausse des prévisions de l'inflation pour ces pays.

#### 3.2 Prix du pétrole

Les cours du pétrole ont maintenu leur tendance à la hausse en janvier 2008. En effet, le cours moyen du brut a atteint 90,7 dollars le baril, en hausse de 1,2%, après une baisse de 2% en décembre dernier. En 2007, le cours du baril s'est établi en moyenne annuelle à 71,1 dollars le baril, au lieu de 64,2 dollars un an auparavant, soit une progression de 10,7%.

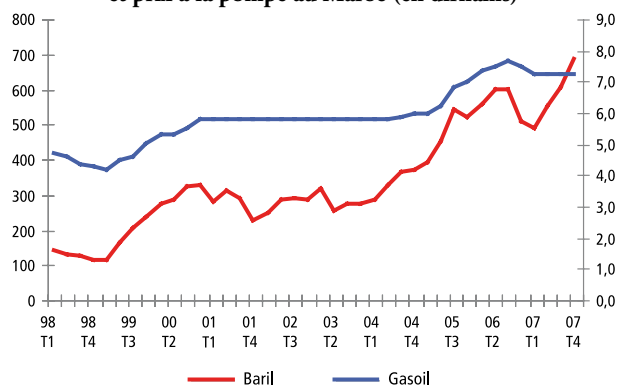
Au Maroc, les prix à la pompe, indexés sur les cours mondiaux du pétrole, n'ont pas subi de changement, du fait de l'intervention de la

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

	2007	2008	2008	Prévisions
	fév.	janv.	fév.	2008
Etats-Unis	2,4	4,3	4,0	2,3
Zone Euro	1,8	3,2	3,3	2,9
Allemagne	1,6	2,9	2,9	1,8
France	1,1	3,2	2,8	1,8
Espagne	2,4	4,4	4,4	2,8
Italie	1,8	3,1	3,1	1,9

Sources : BCE, Eurostat et FMI

Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc (en dirhams)



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

caisse de compensation. Les prix internes sont, ainsi, demeurés stables d'un mois à l'autre.

Selon les anticipations des opérateurs du marché pétrolier au niveau mondial, les craintes d'une insuffisance de l'offre, la faiblesse du dollar, la demande soutenue du brut et la persistance de l'instabilité géopolitique internationale, sont autant de facteurs qui continuent d'exercer des pressions sur les cours du pétrole à moyen terme, et ce, en dépit du ralentissement économique mondial. Ainsi, sur le marché des futures, le prix moyen du baril devrait atteindre 95,2 \$ US pour l'année 2008. Toutefois, et en décalage avec les prix sur les marchés des futures, ce qui révèle une importante incertitude, le consensus des banques centrales situe le cours moyen du pétrole à 75 dollars le baril en 2008.

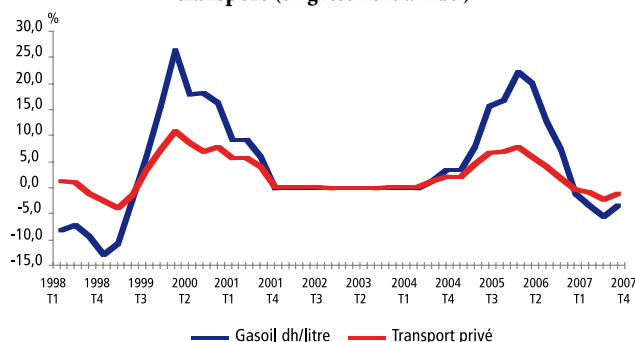
### 3.3 Prix des matières premières

En 2007, le marché mondial des matières premières a été marqué par une flambée des prix des produits de base agricoles. En effet, cette envolée des cours a concerné la quasi-totalité des matières premières agricoles, notamment ceux du blé qui ont atteint un prix moyen en décembre 2007 de 369 dollars la tonne, soit une hausse de 88% par rapport à janvier 2007. Cette évolution s'explique par le raffermissement de la demande mondiale et le repli des stocks mondiaux pour la campagne 2007/2008. Par conséquent, les importations en valeur de céréales ont plus que doublé en un an.

Pour les prix des métaux, en particulier, du plomb, du cuivre et du zinc, ils ont enregistré un retournement de tendance en s'inscrivant à la baisse à partir du deuxième trimestre de 2007, en relation pour l'essentiel, avec les risques de récession qui pèsent sur l'économie américaine.

Au cours des deux premiers mois de 2008, les cours de matières premières agricoles ont continué leur ascension, en enregistrant un nouvel accroissement de 22,8% en moyenne par rapport à 2007. Dans le même temps, les cours des métaux ont connu une hausse de 11,7% par rapport à l'année précédente. Ce redressement s'explique par la baisse de l'offre et des stocks des principaux métaux de base à l'échelle mondiale.

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



Source : Ministère de l'Energie et des Mines

Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

	Sept. 2006	Oct. 2006	Jan. 2007	juin 2007	déc. 2007	janv. 2008
<b>Produits (Dh/Litre)</b>						
Super carburant	11,07	10,5	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil	7,98	7,47	7,22	7,22	7,22	7,22
Gasoil 350	9,93	9,38	9,13	9,13	9,13	9,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	3174	2874	2874	2874	2874

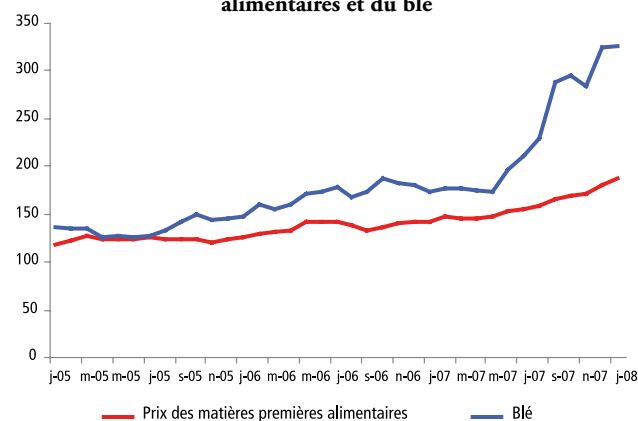
Source : Ministère de l'Energie et des Mines

Tableau 3.3 Prix du pétrole sur le marché des futures (Brent, en dollars US)

T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	Année 2008
95,2	105,6	104,5	103,3	95,2

Source : Bloomberg

Graphique 3.3 : Indice des prix des matières premières alimentaires et du blé



Source : FMI



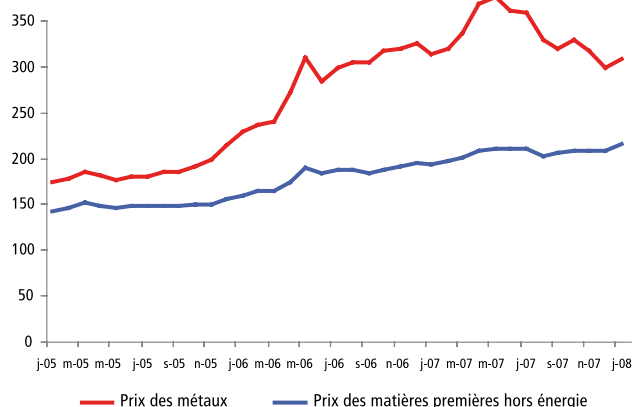
L'envolée des cours des matières premières agricoles, en particulier ceux du blé, et le redressement de ceux des métaux devraient se poursuivre dans les prochains trimestres de l'année 2008, sous l'effet de la forte demande provenant des fonds spéculatifs sur ces produits, qui serait favorisée par la faiblesse du dollar et l'instabilité des marchés boursiers dans le monde.

### 3.4 Indices des prix à l'import

Reflétant les évolutions des prix internationaux discutés à la section précédente, l'indice des prix à l'importation hors énergie du Maroc a poursuivi son envol tout au long de l'année 2007, notamment sous l'effet de la hausse des cours mondiaux des matières premières alimentaires. Cette évolution explique en partie la croissance de 22% des importations en valeur au cours de l'année. Cette tendance à la hausse, dont le rythme s'est toutefois légèrement ralenti depuis juin avec la détente constatée sur les prix des métaux et des demi-produits, semble se poursuivre en 2008 sur la base des données du mois de janvier.

L'écart important entre les cotations des futures et les prévisions des cours du blé sur le marché international témoigne de l'incertitude sur ce marché. L'impact interne devrait être toutefois atténué par le recul escompté du rythme d'accroissement des importations des céréales du fait du rebond de la production domestique.

Graphique 3.4 : Indice des prix des matières premières hors énergie et métaux



Source : FMI

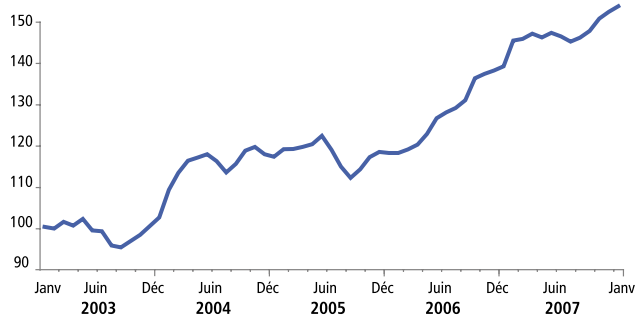
Tableau 3.4 Evolution des futures et des prévisions du blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)*	T1 :08	T2 :08	T3 :08	T4 :08	2008
Futures	1021	1176	1181	1186	1021
Prévisions	922,50	878,27	777,44	742,44	773,06

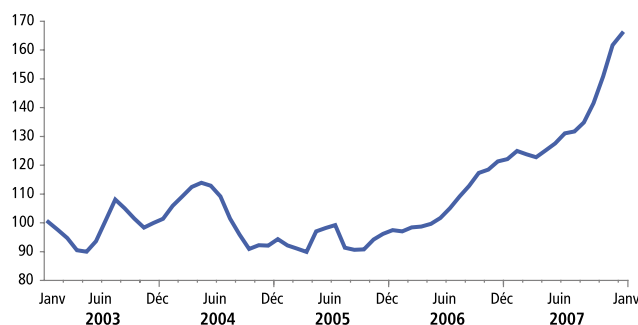
\* b.u : Boisseau ( 27,21 Kg)

Source : Bloomberg

Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie



Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires



### Encadré 3.1 Calcul des indices de prix à l'importation

Ces indices ne sont pas des prix à l'importation au sens strict mais des indices de valeur unitaire traduisant l'évolution du ratio « valeur sur quantité » par rapport à une date de référence (Janvier 2003). Pour différentes raisons, l'évolution des indices de valeur unitaire peut différer de celle des prix à l'importation. Des modifications peuvent intervenir dans la structure des flux échanges. D'autres aléas sont liés à l'hétérogénéité de la nomenclature douanière. Ils sont toutefois moins importants pour les matières premières.

En raison des difficultés précitées, les indices des prix à l'importation sont ici calculés à partir d'un échantillon représentatif composé des unités de valeur les moins volatiles (coefficients de variation inférieur à 25%).

Les produits et/ou les groupes de produits pris en compte dans le calcul des indices des valeurs unitaires sont les suivants :

- Alimentaire : beurre, blé, fromage, maïs, lait, sucre, thé, huiles végétales brutes, café ;
- Agro-alimentaire : Coton, fils de laine, Caoutchouc, cuirs et peaux, pâte à papier, laines et poils, bois bruts et préparés, fils de coton pour tissage ;
- Minéraux et métaux : Cuivre, Fer et acier, Souffre brut, Zinc brut ;
- Produits de consommations finis : articles de bonnèterie, cycles et motocycles, lampes et tubes électroniques, médicaments, quincaillerie de ménage, réfrigérateurs domestiques, vêtements confectionnés, tissus de coton, voitures de tourisme.

## 4. CONDITIONS MONETAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données récentes confirment la poursuite du dynamisme de la croissance monétaire et du crédit. Bien qu'en ralentissement en janvier 2008, l'agrégat M3 a évolué à un rythme rapide en glissement annuel, soit 15,1%, comparé à 17,1% au quatrième trimestre 2007. Dans l'ensemble, l'excédent monétaire qui se dégage de ces évolutions constitue un facteur de risque pour les prix s'il se transforme en une forte augmentation des dépenses de consommation de biens et services. En janvier 2008, le crédit bancaire demeure sur sa tendance haussière avec un accroissement de 29,9% en glissement annuel, comparé à 28,2% au quatrième trimestre 2007. Parallèlement à la forte croissance des concours aux particuliers, l'analyse de la structure du crédit bancaire par agent économique révèle une allocation accrue au renforcement de l'offre et des capacités de production dans l'économie, dans un contexte où les conditions débitrices ont marqué une quasi-stabilité entre le troisième et le quatrième trimestre 2007.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

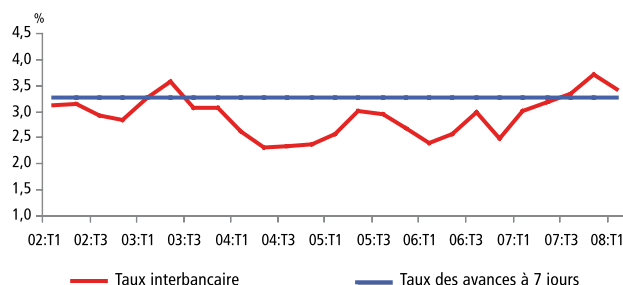
Le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé lors de sa dernière réunion du 25 décembre 2007 de maintenir le taux directeur à son niveau de 3,25%. En janvier et février 2008, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi en moyenne à 3,40%.

Pour leur part, les taux des bons du Trésor à très court terme ont marqué des ajustements significatifs à la baisse à partir de janvier. Les taux de rendement sur le marché secondaire, qui ont constitué la référence au regard des faibles levées du Trésor sur le marché primaire, ont connu une évolution comparable. En effet, la hausse régulière observée durant l'exercice 2007 a laissé place à une baisse prononcée pour les taux à court et moyen terme, à l'exception de ceux à 52 semaines. La hausse du taux de rendement des bons à long terme s'est néanmoins poursuivie au début de l'année en cours, mais à un rythme plus lent.

Dans ce contexte, au niveau des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois, en progression au dernier trimestre 2007, s'est replié en janvier 2008, en liaison avec le fléchissement du taux servi sur les dépôts à 6 mois.

Au regard des conditions débitrices, les résultats pour le dernier trimestre de 2007 de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques confirment la poursuite du ralentissement du rythme de baisse du taux moyen pondéré. Par objet économique, seul les taux des prêts à l'équipement ont marqué une baisse significative tandis que les taux des crédits à la consommation ont augmenté, après

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire\*



\* L'observation du premier trimestre 2008 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> janvier au 29 février 2008

Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor

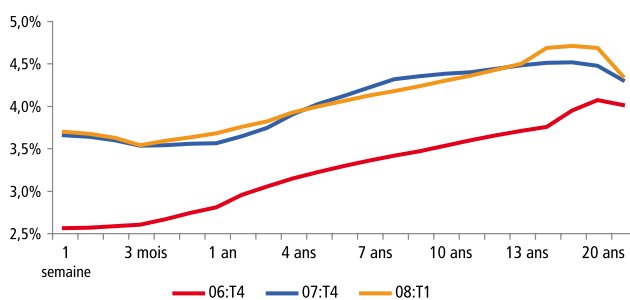


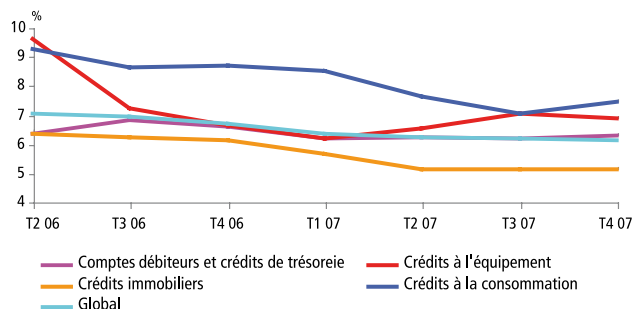
Tableau 4.1 : Taux créditeurs\* (placements à terme)

	2007				2008
	T1	T2	T3	T4	janvier
6 mois	3,26	3,52	3,41	3,49	3,27
12 mois	3,65	3,63	3,69	3,71	3,74
Moyenne pondérée	3,49	3,58	3,60	3,62	3,58

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

un mouvement baissier observé depuis le début de l'année 2007. Les taux des facilités de trésorerie, ont connu une hausse de moindre ampleur et les taux sur les prêts immobiliers, dont le niveau se situe en deçà de ceux assortissant les autres catégories de crédit, se sont inscrits en diminution. Cependant, la baisse très rapide enregistrée auparavant a très sensiblement ralenti durant les derniers trimestres.

Graphique 4.3 : Taux débiteurs



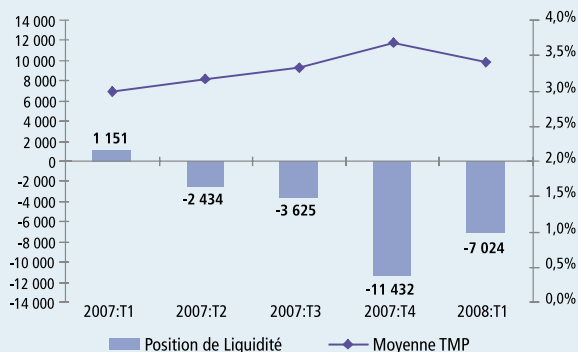
**Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire**

**Liquidités**

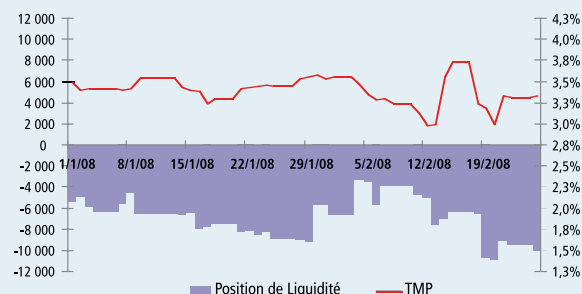
Au cours du dernier trimestre 2007, les trésoreries bancaires ont tout d'abord subi une contraction durant le mois d'octobre sous l'effet des opérations d'achats de devises ainsi que de l'augmentation des réserves obligatoires. A partir du mois de novembre, la tendance restrictive des facteurs autonomes s'est inversée sous l'effet du repli des achats de devises, du désendettement du Trésor, puis de l'accélération du rythme d'exécution de la Loi de Finances en fin d'année. Toutefois, l'impact expansif des facteurs autonomes n'a que marginalement atténué l'insuffisance de liquidité des trésoreries bancaires qui s'est maintenue autour de 11 milliards de dirhams lors du dernier trimestre 2007.

Compte tenu de la persistance de ce déficit de liquidité, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa réunion du 25 décembre 2007, de ramener, à compter du 1er janvier 2008, le taux de la réserve obligatoire de 16,5% à 15%.

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

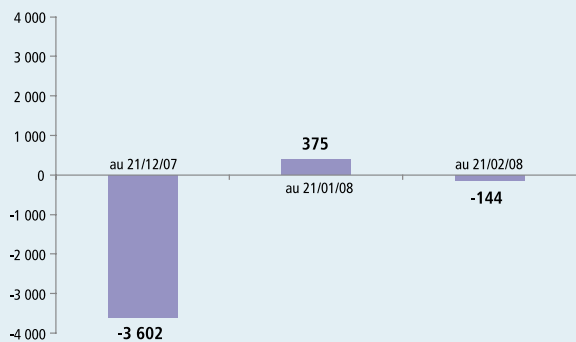


Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et taux moyen pondéré du marché monétaire interbancaire

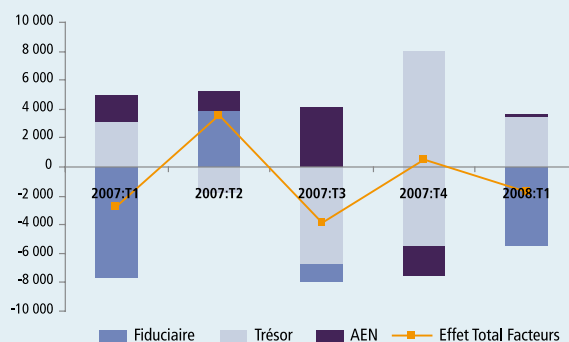


L'abaissement du ratio de la réserve obligatoire a permis de résorber une partie de l'insuffisance de liquidité des trésoreries bancaires qui est passée de 11,4 milliards en moyenne au quatrième trimestre 2007, à 7 milliards au premier trimestre 2008, en dépit de l'impact restrictif des facteurs autonomes, particulièrement marqué en fin février 2008, qui a légèrement entamé son effet sur la liquidité bancaire en fin de période.

**Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)**



**Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité (en millions de DH)**

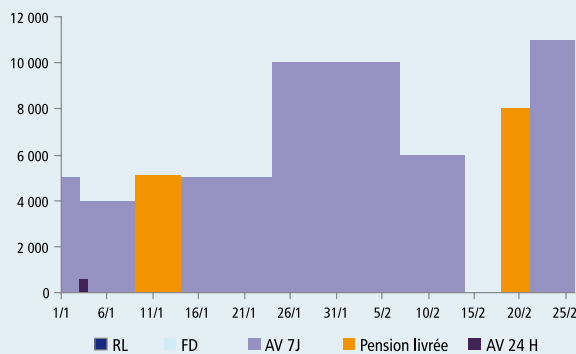


En effet, si les opérations sur avoirs extérieurs ont été quasiment sans incidence sur les trésoreries bancaires, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 5,4 milliards de dirhams, notamment en raison de la bonne tenue des recettes fiscales, de l'augmentation des dépôts auprès du Trésor et de son désendettement. En revanche, le reflux de la monnaie fiduciaire, consécutif aux périodes de fête religieuse (Aïd Al Adha) et au Nouvel An, s'est élevé à 3,5 milliards de dirhams au courant des mois de janvier et février 2008. Au total, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 1,8 milliard de dirhams sur les trésoreries bancaires en janvier et février 2008.

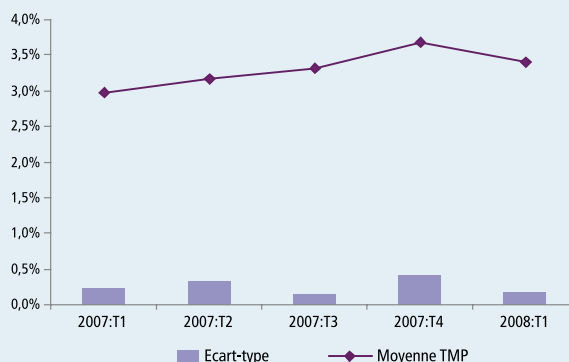
**Interventions de Bank Al-Maghrib et évolution du taux interbancaire**

Bank Al-Maghrib est principalement intervenue au moyen des avances à 7 jours tout en recourant, en vue de contenir la pression à la hausse temporairement subie par le taux moyen pondéré du marché monétaire interbancaire, aux opérations de réglage fin, sous forme de prises en pension de bons du Trésor. Globalement, les injections de liquidité de la Banque centrale, supérieures à l'allocation d'équilibre du marché afin de ramener le taux interbancaire près de 3,25%, ont porté sur un volume moyen de 7,2 milliards de dirhams durant les mois de janvier et février 2008, dont 88% au moyen des opérations principales et 12% par le biais des opérations de réglage fin. Le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,40%, enregistrant une baisse de 28 points de base par rapport au trimestre précédent. Pour sa part, la volatilité du taux interbancaire, mesurée par son écart-type, a enregistré une baisse de 23 points de base, passant de 0,40% au quatrième trimestre à 0,17% au premier trimestre 2008.

**Graphique E 4.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de Dh)**



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



## 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

### Evolution de M3

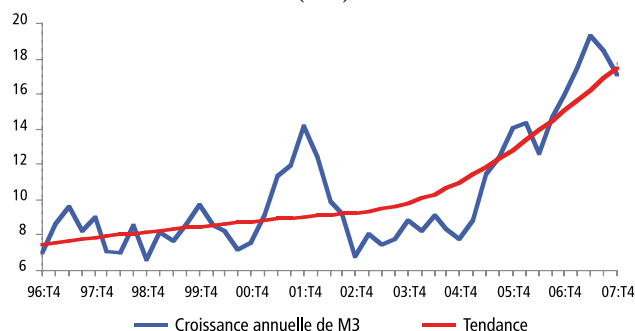
La création monétaire maintient un rythme d'évolution élevé avec toutefois, un léger ralentissement au cours des derniers mois et ce, en dépit du bon comportement des indicateurs de l'activité économique, particulièrement non agricole. Cette évolution situe l'excédent monétaire à des valeurs supérieures à celle de sa valeur d'équilibre<sup>1</sup>. Le taux de croissance annuel de M3 n'a en effet connu qu'un léger recul, s'établissant à 17,1% au quatrième trimestre 2007, et à 15,1% en janvier 2008. Cet excédent monétaire pourrait se traduire par des tensions sur les prix s'il se transforme en une forte augmentation des dépenses de consommation.

Pour leur part, les placements à terme ont vraisemblablement pâti de l'effet de substitution exercé par les instruments rémunérés non inclus dans M3. Au quatrième trimestre 2007, leur croissance annuelle a accusé un net ralentissement pour revenir à 8,9%. Il convient de signaler, cependant, que leur niveau exceptionnellement élevé au quatrième trimestre 2006 a créé un effet de base, qui explique en partie cette forte décélération apparente.

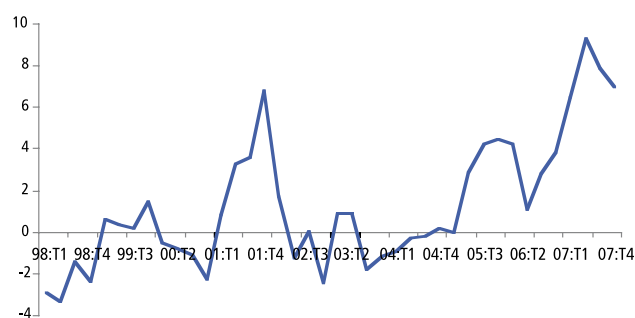
Par agent économique, la structure des dépôts fait ressortir une expansion des dépôts à vue, aussi bien des particuliers que des entreprises, que pour l'ensemble des agents non financiers. La monnaie scripturale détenue par les particuliers résidents et les marocains résidants à l'étranger s'est accrue de 23,5% en une année, tandis que les comptes à vue des entreprises ont augmenté de 27,5%, en accélération sensible par rapport aux derniers trimestres.

En revanche, le ralentissement du rythme de progression des placements à terme s'explique largement par le comportement des particuliers et des marocains résidants à l'étranger qui ont vu leur part dans la constitution des placements rémunérés auprès des banques baisser significativement. Cette évolution témoigne à la fois de l'ampleur des transferts effectués

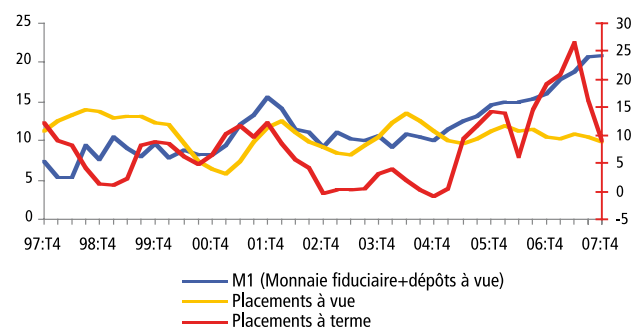
Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)



Graphique 4.5 : Excédent monétaire (en pourcentage de l'encours d'équilibre de M3 réel)



Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



<sup>1</sup> Dans la pratique, on considère qu'une évolution stationnaire autour d'une valeur faible est compatible avec la stabilité des prix.

vers les moyens de paiements scripturaux et des réaménagements de portefeuilles en faveur des instruments non inclus dans M3.

### Crédit bancaire

Dans le prolongement du mouvement entamé au cours de l'année 2006, le crédit bancaire a connu une forte expansion au quatrième trimestre 2007, soit 28,2% en glissement annuel. En janvier 2008, son accroissement s'est accéléré pour atteindre 29,9%, soit le rythme le plus rapide depuis plusieurs exercices. Dans le même temps, l'analyse de la structure du crédit bancaire par agent économique met en lumière une allocation accrue au renforcement de l'offre et des capacités de production dans l'économie. Une analyse rétrospective tend à cet égard à indiquer que le crédit aux entreprises connaît vraisemblablement un cycle de rattrapage après la baisse observée durant la période 2000-2004 suivie d'une hausse très limitée jusqu'à fin 2005. Par ailleurs, les concours aux particuliers ont vivement augmenté.

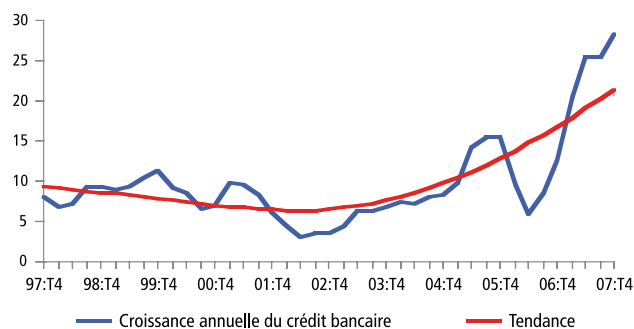
L'analyse par objet économique des crédits indique que les prêts à l'équipement, accordés en majorité aux entreprises, se sont accrus de 25,9% au quatrième trimestre 2007, poursuivant leur reprise qui pourrait contribuer au renforcement des capacités de production, particulièrement dans les secteurs secondaire et tertiaire. L'évolution des prêts immobiliers fait également ressortir une tendance haussière de la part des entreprises, notamment celles des bâtiments et travaux publics.

S'agissant des facilités de trésorerie, elles présentent un profil de croissance compatible avec la dynamique de l'activité économique. Au quatrième trimestre, elles se sont élargies de 30,4% en glissement annuel. En janvier 2008, leur taux de progression a baissé pour revenir à 24,8%.

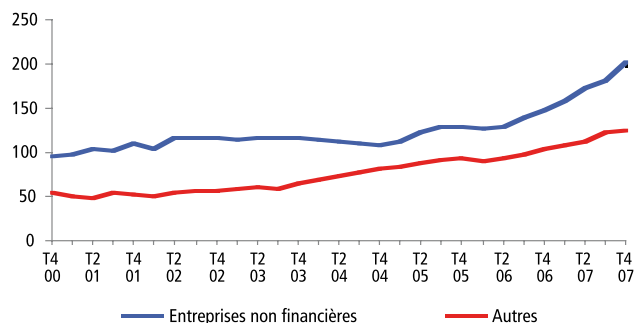
### Autres sources de création monétaire

Les données du quatrième trimestre 2007 et de janvier 2008 confirment la poursuite de la contraction de la contribution des avoirs extérieurs nets et des créances nettes sur l'Etat à la création monétaire. En raison du creusement du déficit commercial, l'augmentation des avoirs extérieurs nets n'a pas dépassé 9,7% en glissement annuel au quatrième

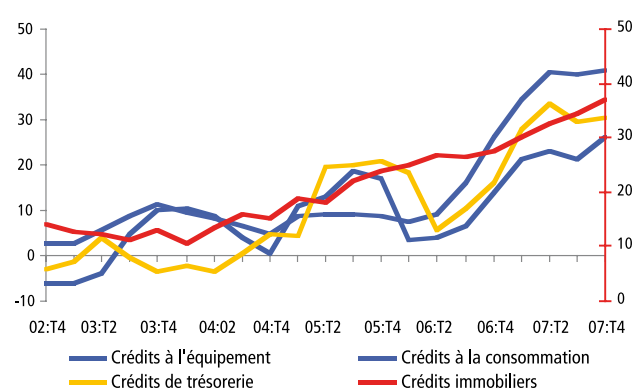
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en %)



Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique



Graphique 4.9 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire (en %)



trimestre 2007 avant d'atteindre 11,9% en janvier. Les créances nettes sur l'Etat ont connu une hausse limitée, compte tenu notamment du recul de l'encours des bons du Trésor détenus par les banques, ce qui a ramené leur croissance en glissement annuel à 10,6% au quatrième trimestre 2007 et seulement 3,1% en janvier 2008.

Les données récentes ont, par ailleurs, confirmé le renversement de tendance de certaines contreparties qui avaient traditionnellement une incidence positive ou neutre sur M3. Il s'agit des emprunts des banques auprès des agents non bancaires et les autres éléments du passif des banques, notamment l'excès des produits sur les charges, dont l'impact négatif sur l'accroissement annuel de la masse monétaire est estimé en moyenne à près de 2%.

En effet, au regard du rythme élevé de distribution du crédit, les émissions des banques en obligations et certificats de dépôts<sup>2</sup> ont connu un développement remarquable durant les derniers trimestres, se traduisant par un retrait des encaisses du circuit monétaire. Dans le même temps, l'amélioration de la rentabilité des banques marocaines a engendré une ponction provisoire de liquidités de nature à limiter la croissance de M3 durant la période séparant la réalisation des profits et leur versement éventuel aux agents non bancaires.

## Placements liquides

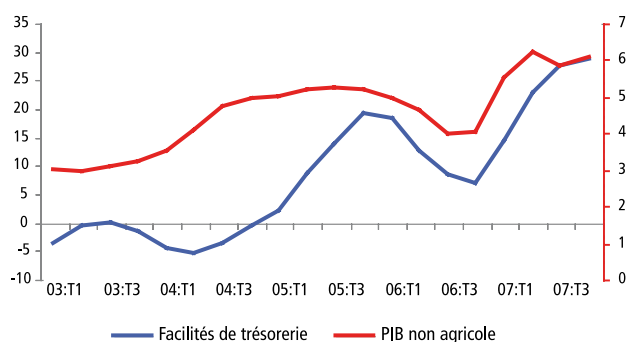
L'évolution des placements liquides a été négativement impactée par la hausse des taux assortissant les bons du Trésor au quatrième trimestre 2007, ce qui s'est traduit par une baisse des valeurs liquidatives des OPCVM obligataires et monétaires et des modifications de choix de portefeuille effectués par certains agents non financiers. En effet, les entreprises non financières ont largement arbitré en faveur des dépôts à terme auprès des banques en 2007, au détriment des titres des OPCVM. Pour leur part, les particuliers ont globalement affiché une certaine préférence pour les encaisses très liquides sous forme de comptes à vue auprès des banques, qui s'est traduite par la réduction de leurs placements rémunérés, auprès des banques et en titres des OPCVM.

<sup>2</sup> Auprès des agents non bancaires

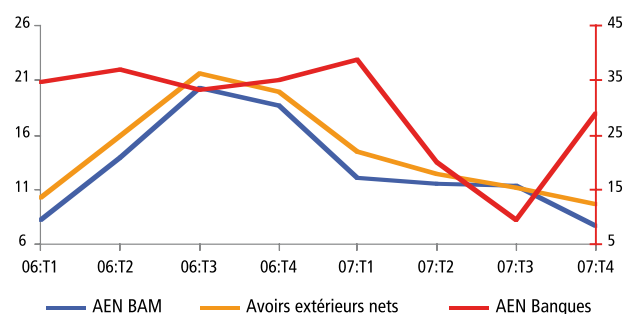
**Tableau 4.2 : Ventilation des prêts immobiliers accordés aux agents non financiers (en %)**

	Entreprises	Particuliers	MRE
<b>moyenne 2001-2005</b>	<b>2,0</b>	<b>87,8</b>	<b>10,1</b>
moyenne 2006	9,0	81,8	9,2
2007 T1	12,8	77,3	9,9
2007 T2	14,8	75,3	9,9
2007 T3	16,2	73,8	10,0
<b>2007 T4</b>	<b>17,0</b>	<b>72,6</b>	<b>10,4</b>

**Graphique 4.10 : Evolution des facilités de trésorerie et du PIB non agricole (glissement annuel en % - moyenne mobile sur trois trimestres)**



**Graphique 4.11 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en%)**





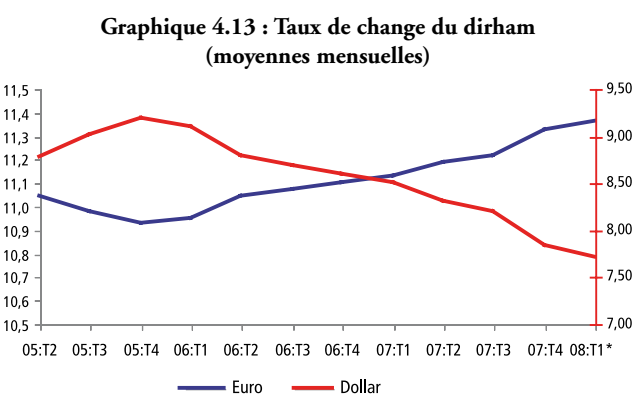
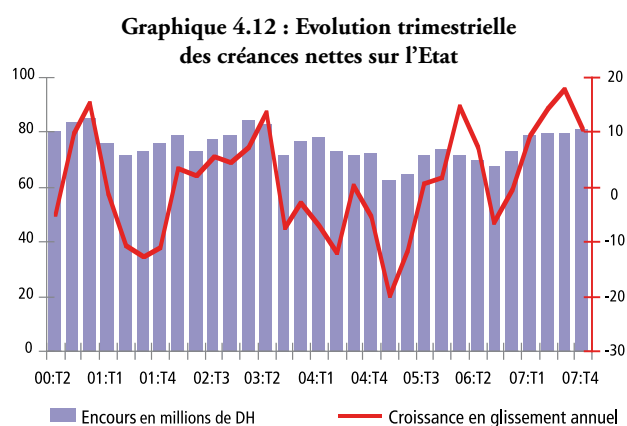
Ainsi, à l'issue du quatrième trimestre 2007, et après le ralentissement observé depuis le premier trimestre de l'année, les placements liquides ont marqué un repli de 13,5% en glissement annuel.

L'agrégat PL4, recensant les titres des OPCVM actions et diversifiés, a été le seul à avoir marqué une hausse au quatrième trimestre 2007 et ce, en raison exclusivement de l'effet de valeur attribuable aux bonnes performances des indices boursiers.

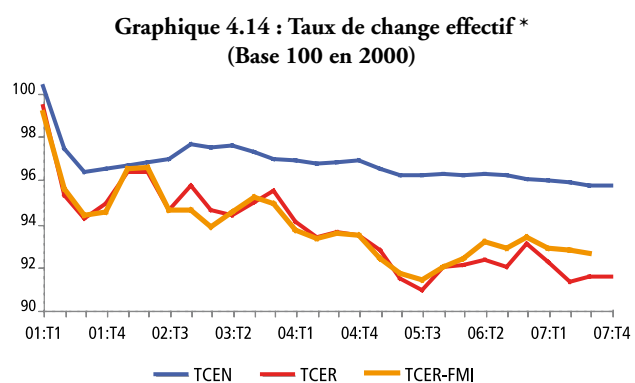
### 4.1.3 Taux de change

Au terme du quatrième trimestre de l'année 2007 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse, de 4,48% face au dollar, de 3,24% contre la livre sterling et de 0,21% à l'égard du yen japonais. Elle s'est, en revanche, dépréciée de 0,90% par rapport à l'euro et de 0,24% vis-à-vis du franc suisse. Cette évolution s'est poursuivie durant les mois de janvier et février mais à un rythme moins soutenu. Ainsi, le dirham s'est apprécié de 1,31% face au dollar et a accusé une baisse de 0,26% contre l'euro.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est apprécié de 0,05% par rapport à son niveau du trimestre précédent. Quant au taux de change effectif réel, il est resté quasiment stable d'un trimestre à l'autre. Tel qu'il ressort de l'évolution concordante des indices calculés par Bank Al-Maghrib et par le FMI, la dépréciation du taux de change effectif réel observée sur la période 2001-2007 indique que le différentiel d'inflation par rapport aux principaux partenaires est en faveur du Maroc.



\* Le premier trimestre 2008 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et de février



\* Données provisoires  
Source : calcul BAM

## 4.2. Prix des actifs

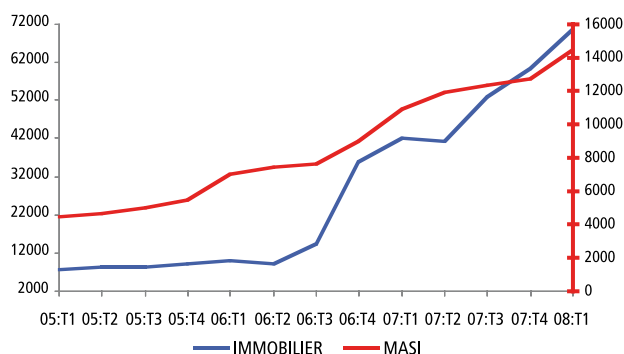
A l'issue du dernier trimestre de l'année 2007, l'indice MASI a enregistré un recul de 0,97% par rapport au trimestre précédent, ramenant ainsi la performance annuelle de l'indice à environ 34%. L'indice du secteur immobilier a, pour sa part, connu une croissance explosive de 45% depuis le début de l'année 2007. Au terme des deux premiers mois de l'année, le MASI et l'indice du secteur immobilier ont continué d'afficher des performances très significatives, se situant respectivement à 14,1% et 16,5%.

Le volume des transactions a, quant à lui, marqué une hausse de près de 160% par rapport au trimestre précédent, atteignant 188 milliards de dirhams à fin décembre 2007. Cette évolution est attribuable aux opérations de revalorisation de portefeuille effectuées sur le marché de blocs au mois de décembre ainsi qu'à l'impact des nouvelles mesures fiscales annoncées pour l'année 2008. Les deux premiers mois de l'année 2008 ont enregistré un volume de transactions modeste de l'ordre de 47 milliards de dirhams.

La performance annuelle de l'ordre de 41% est essentiellement liée à la progression soutenue des cours et au nombre important des introductions en bourse ; l'effectif des sociétés cotées étant passé de 63 à 73 depuis le début de l'année 2007. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue entre septembre et décembre 2007 de 1,9%, pour s'établir à 586 milliards de dirhams. La capitalisation boursière a représenté environ 97% du PIB en 2007 contre environ 72% en 2006. A l'issue des deux premiers mois de l'année 2008, elle a encore progressé de 14,5% pour atteindre 671 milliards de dirhams. Quant au PER, il est passé de 22,9 à 22,2 d'un trimestre à l'autre, un niveau qui reste élevé.

Sur la base des informations disponibles, qui sont parcellaires, la hausse rapide du prix des actifs immobiliers s'est poursuivie en 2007. L'augmentation rapide des prix des actifs immobilier constitue un risque pouvant, en cas de retournement du marché, affecter négativement l'activité économique.

Graphique 4.15 : Indices boursiers\* (Moyennes mensuelles)



\* Le premier trimestre 2008 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et de février

Graphique 4.16 : Capitalisation boursière / PIB

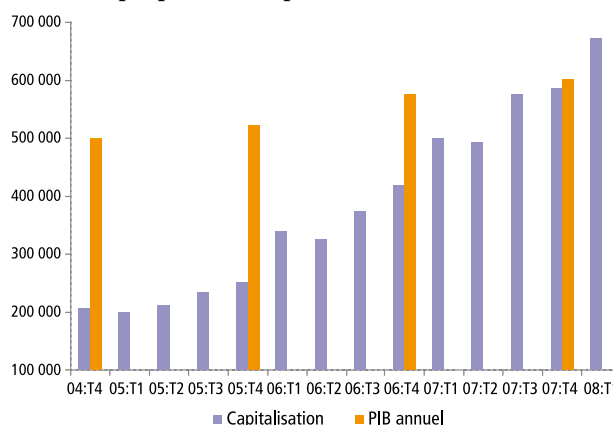


Tableau 4.3 : Valorisation du marché (PER)

	06:T4	07:T1	07:T2	07:T3	07:T4
Bourse Casablanca	20,7	21,8	20,5	22,9	22,2
Euro stoxx 50	12,4	13	13,6	12,9	12,5

Per : Price Earnings Ratio  
Sources : Bloomberg et CFG

## 5. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'inflation a enregistré en février 2008 une accélération, en glissement annuel, par rapport à janvier, en passant de 1,7% à 2,4%. Le caractère transitoire de la baisse de janvier est confirmé par l'évolution de l'inflation sous-jacente qui a poursuivi sa tendance haussière entamée en novembre dernier. Cet indicateur est passé de 2% en décembre à 2,3% en janvier puis à 3% en février. Cette évolution est principalement expliquée par la pression exercée par les produits alimentaires de base, essentiellement les céréales et les huiles alimentaires. Globalement, on observe que la dynamique de l'inflation résulte davantage du secteur des biens échangeables que des non échangeables. De même, l'analyse montre que la contribution des biens, plutôt que les services, explique l'évolution récente de l'inflation. La tendance des prix à la production industrielle indique en outre que les tensions sur les intrants et les prix à la consommation restent élevées.

### 5.1 Evolution de l'inflation

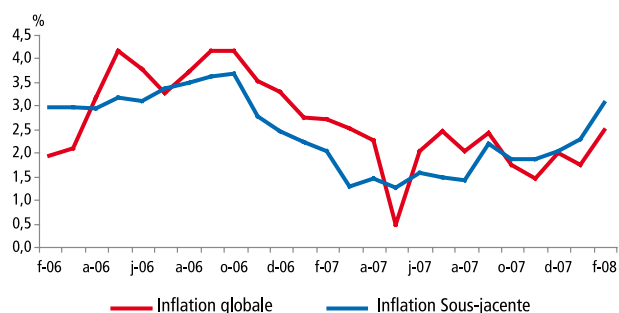
Après avoir enregistré un ralentissement en glissement annuel de 2% en décembre 2007 à 1,7% en janvier 2008, l'inflation globale a atteint 2,4% en février. L'inflation sous-jacente a, quant à elle, poursuivi sa tendance haussière en janvier en s'établissant à 2,3% au lieu de 2% en décembre, avant de s'accroître en février 2008 pour atteindre 3%.

Le recul qu'a accusé l'inflation globale en janvier est attribuable, essentiellement, à la baisse des prix des produits frais, en particulier les légumes. Par ailleurs, la hausse en variation mensuelle des tarifs des communications en janvier 2008 et l'effet de base défavorable créé par la contraction des prix à la pompe qui avait eu lieu en janvier 2007 n'ont pas eu un impact significatif sur l'évolution de l'inflation. Le ralentissement de l'inflation globale en janvier revêt un caractère transitoire comme en témoignent le renversement de tendance à la hausse qu'elle a affiché en février 2008 et le rythme d'évolution ascendant de l'inflation sous-jacente depuis décembre dernier.

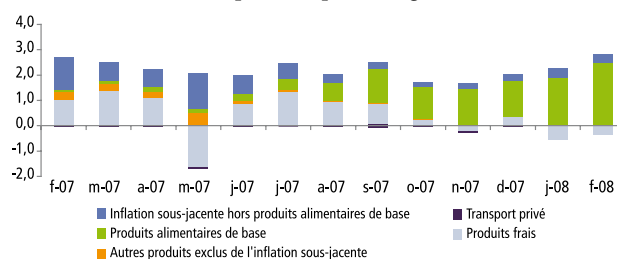
L'accélération aussi bien de l'inflation globale que de l'inflation sous-jacente en février est attribuable, essentiellement, au renchérissement des produits alimentaires de base, en particulier les céréales et les corps gras suite aux augmentations successives des prix de l'huile de table à fin 2007 et début 2008.

Par ailleurs, Le taux d'inflation globale en janvier et février a été inférieur à celui de l'inflation sous-jacente, en raison de l'évolution des prix des produits alimentaires frais. L'écart entre les deux indices a été maintenu à 0,6 point de pourcentage durant les deux derniers mois. En effet, la baisse importante observée au niveau des prix des légumes frais et la décélération des prix des fruits frais ont atténué l'effet des prix des produits alimentaires de

Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente (glissement annuel)



Graphique 5.2 : Contributions glissement annuel de l'inflation (en points de pourcentage)



base au niveau de l'inflation globale et ont plus que compensé le renchérissement du poisson frais ayant résulté de la grève qui a touché le secteur de la pêche maritime.

Lorsque le suivi de l'inflation se fait sur la base des taux en glissement annuel, l'évolution constatée des prix est due aussi bien aux variations des prix de l'année en cours qu'à celles qui ont eu lieu une année auparavant et qu'on appelle effets de base. Pour cette raison, une distinction doit être faite entre, d'une part, les événements de l'année en cours qui ont réellement contribué à l'inflation actuelle et d'autre part, les effets de base qui risquent de donner de faux signaux quant à l'évolution récente de l'inflation. Ainsi, compte tenu de certaines variations de prix ponctuelles en 2007, on pourrait s'attendre à quelques effets de base durant l'année en cours. Les principaux effets potentiels qui ont été repérés à ce stade sont dans un premier temps, l'impact attendu de la baisse des tarifs des communications, qui avait eu lieu en mars dernier et qui risque de se traduire par une accélération des prix de cette rubrique en mars 2008. De même, le renchérissement des produits alimentaires de base en septembre dernier, pourrait éventuellement induire une décélération des prix de ces produits, en glissement annuel, en septembre 2008.

Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	déc 07	janv 08	fév 08	déc 07	janv 08	fév 08
<b>Inflation globale</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>
- Produits frais	-0,4	-3,4	-0,1	1,3	-1,8	-1,3
- Transport privé	0,0	0,0	0,1	-1,0	0,3	0,4
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4
<b>Inflation Sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>
dont:						
- Produits alimentaires de base	0,4	0,9	3,5	9,0	10,1	14,3
- Autres produits alimentaires	0,5	0,4	0,1	2,8	2,9	2,2
- Habillement	0,2	0,2	0,1	1,5	1,6	1,5
- Habitation	0,1	0,0	0,1	0,9	0,6	0,6
- Equipement	0,1	0,1	0,1	2,2	2,2	2,3
- Soins médicaux	0,0	0,1	0,0	0,5	0,4	0,4
- Transport en commun et communication	0,0	1,6	0,1	-7,9	-6,4	-6,4
- Loisirs et cultures	0,1	0,0	0,1	1,5	1,5	1,4
- Autres biens et services	0,0	0,2	0,3	1,4	1,5	1,7

Sources : HCP et calculs BAM

### Encadré 5.1 : L'inflation en 2007

L'inflation en 2007 s'est établie à 2% au lieu de 3,3% une année auparavant et l'inflation sous-jacente est passée de 3,1% à 1,7%. Cette évolution à la baisse d'une année à l'autre est due à plusieurs facteurs. Un premier élément d'explication a trait au ralentissement qu'ont connu les prix de certains services, notamment les communications du fait de la concurrence et les transports après la baisse de janvier 2007. En outre, la décélération des prix en 2007 a profité de l'effet de base favorable du réaménagement de la TVA qui était entré en vigueur en début 2006. Les mesures de compensation et de politique commerciale ont permis également d'éviter une répercussion totale de la flambée des cours du pétrole et des produits alimentaires de base sur les prix intérieurs des carburants à la pompe et sur les prix des céréales.

Par ailleurs, plusieurs facteurs ont alimenté les tensions inflationnistes qui se sont manifestées tout au long de l'année 2007. En effet, hormis les prix des hydrocarbures et des céréales qui ont fait l'objet de mesures de compensation, la hausse des cours des autres matières premières alimentaires au niveau international a affecté les prix de certains produits de base au niveau de l'ICV, notamment les corps gras et les produits laitiers, en dépit des réductions des droits d'importation sur ces derniers.

En outre, les tarifs de certains services ont connu un accroissement durant l'année 2007. Il s'agit principalement des prix d'« entretien et réparation » ainsi que des tarifs de la rubrique « chauffage, éclairage et eau ». Ces derniers ont augmenté en 2007 suite à l'effet de niveau des hausses qui ont eu lieu en juillet et août 2006 et dont l'impact s'est fait ressentir pendant les sept premiers mois de l'année 2007.

Concernant les produits frais, les prix des viandes ont accusé une baisse imputable à l'accroissement des abattages en raison du renchérissement des aliments de bétail et de la faiblesse des pâturages. En revanche, les autres produits frais, pâtissant de la mauvaise campagne agricole, ont contribué à accroître l'inflation globale en enregistrant des augmentations importantes courant 2007.

Malgré les pressions inflationnistes en 2007, l'inflation et l'inflation sous-jacente sont demeurées très proches de leurs moyennes des cinq dernières années, qui ont été de l'ordre de 1,9% et 1,6%, respectivement.

## 5.2 Biens et services

La décomposition de l'inflation par nature de produits (Biens et services) s'avère importante dans le processus de suivi et d'analyse des prix. Cet exercice permet d'évaluer l'écart entre les prix des biens et des services et d'effectuer un suivi rigoureux et minutieux de la dynamique de l'inflation. (Voir Encadré 5.2)

Il ressort de cette analyse que la tendance à la hausse des prix des biens transformés s'est poursuivie avec un taux d'accroissement, en glissement annuel, qui est passé de 2,7% en décembre 2007 à 3,2% en janvier 2008 puis à 3,7% en février. Les produits laitiers et les corps gras ont été les rubriques qui ont le plus contribué à cette accélération. Pour leur part, les prix des services hors transport privé ont continué à afficher des taux négatifs en passant de (-0,3%) en décembre à (-0,2%) en janvier et février 2008.

L'écart des prix relatifs entre les biens transformés et les services hors transport privé, qui était de l'ordre de 3 points de pourcentage en décembre, est passé à 3,4 points en janvier puis à 3,9 points en janvier. L'accélération de cet écart est attribuable au fait que la hausse des tarifs de la rubrique communication (services), en janvier, est restée inférieure à celle des prix des produits alimentaires de base transformés (corps gras et produits laitiers). Au regard de l'origine de cet écart, il s'avère qu'il ne s'agit pas d'un changement structurel et durable mais d'une modification temporaire des évolutions des prix relatifs des biens et des services, attribuable, en majeure partie, à un choc d'offre sur les biens alimentaires de base importés.

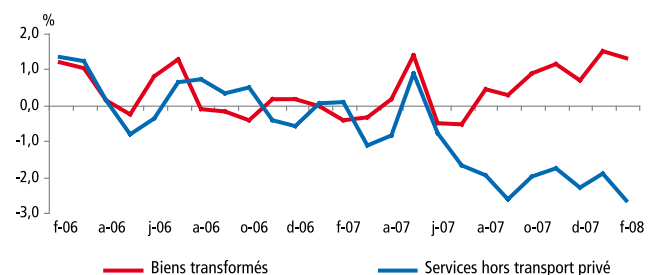
La contribution globale des biens transformés et non transformés à l'inflation globale a été de l'ordre de 1,8 point en janvier et de 2,5 points en février. Pour leur part, les services, y compris le transport privé, ont contribué à l'inflation globale à hauteur de (-0,1) point en janvier et février.

Tableau 5.2 Indices des prix des biens et services

	Evolution par trimestre en glissement annuel (%)				Evolution par mois en glissement annuel (%)		
	Trimestres 2007				Fév. 07	Jan. 08	Fév. 08
	I	II	III	IV	Fév. 06	Jan. 07	Fév. 07
Biens transformés	2,4	1,9	2,3	2,6	2,3	3,7	3,7
Services hors transport privé	2,3	1,3	0,2	-0,3	2,8	-0,2	-0,2

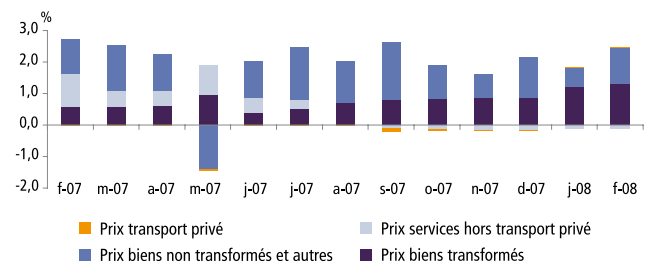
Source : Calculs BAM

Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)\*

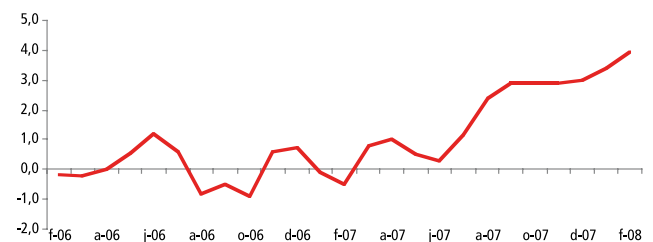


(\*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés, services hors transport privé et le taux d'inflation global

Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation (en glissement annuel)



Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé (en glissement annuel)\*



(\*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé

### Encadré 5.2 Calcul des indices de prix des biens et des services

La décomposition biens-services a permis d'extraire quatre principales composantes de l'ICV :

- Les **biens transformés** regroupent tous les biens alimentaires et non alimentaires produits par différentes branches industrielles (conserves, corps gras, vêtements, biens d'équipement ménager...).
- Les **biens non transformés et autres** regroupent les produits frais, ainsi que certains produits alimentaires dont le caractère (transformé/ non transformé) demeure ambigu en raison de la non disponibilité de données plus désagrégées de ces rubriques.
- Les **services hors transport privé** qui englobent des rubriques comme le chauffage, éclairage et eau, le loyer, l'hospitalisation...
- Enfin les **transports privés**.

Tableau E 5.2 : Parts des biens et services  
dans l'ICV

<b>Biens</b>	<b>61,3%</b>
Transformés	30,9%
Non transformés et autres	30,4%
<b>Services</b>	<b>38,6%</b>
Services hors transport privé	35,9%
Transport privé	2,7%

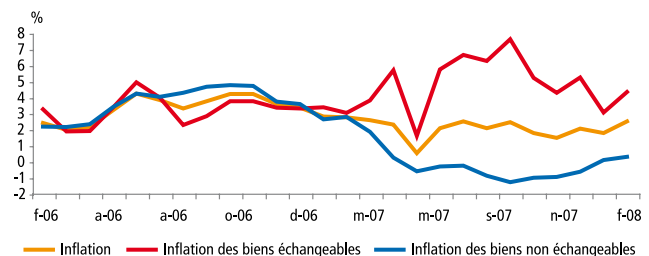
### 5.3 Biens échangeables et non échangeables

L'analyse de l'inflation est menée également en décomposant l'indice du coût de la vie en indicateur de prix des biens échangeables et celui des biens non échangeables dont les pondérations représentent, respectivement, 43% et 57% de l'indice global. L'intérêt d'une telle décomposition pour la Banque serait de distinguer les éléments qui influent sur les prix selon leur origine interne ou externe, permettant ainsi d'effectuer un suivi rigoureux et minutieux de la dynamique de l'inflation dans le temps.

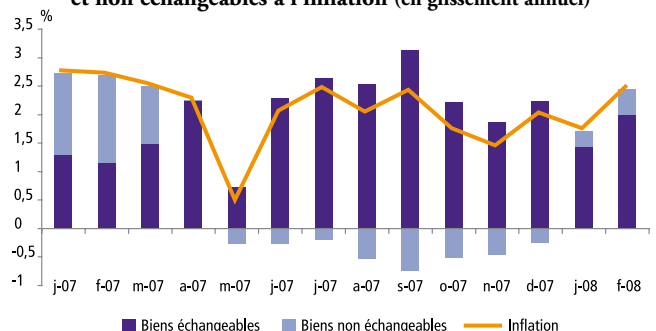
Dans ce contexte, l'écart d'inflation observé entre les biens échangeables et non échangeables a atteint son maximum en septembre 2007 en raison, de la hausse des prix des produits de base et de la diminution des tarifs du transport privé et des communications. Cependant, la tendance baissière qu'ont affichée les prix des légumes frais et la diminution de moins en moins importante des prix des viandes ont fait rétrécir le différentiel d'inflation entre le secteur des échangeables et celui des non échangeables.

En février 2008, l'essentiel de la progression de l'ICV provenait de l'inflation des échangeables

Graphique 5.6 : Evolution des prix échangeables et des non échangeables



Graphique 5.7 : Evolution des contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation (en glissement annuel)



qui y a contribué à hauteur de 2,0 points de pourcentage, équivalente à une augmentation en glissement annuel de 4,3%. Le renchérissement des prix des biens échangeables est la conséquence de la flambée des prix de certaines matières premières agricoles comme le blé, l'huile brute et le lait sur le marché international, qui génère des pressions à la hausse sur l'inflation. Ainsi, les céréales, les corps gras et les produits laitiers ont contribué ensemble de 4,6 points de pourcentage à l'évolution de l'inflation des échangeables avec des augmentations respectives de 16,0%, de 20,8% et de 4,6%.

Durant le même mois, les prix des biens non échangeables ont accusé une hausse de 0,2% en glissement annuel contribuant à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation globale. Excepté pour les communications qui ont contribué négativement de 0,7 point à l'inflation des non échangeables, les tarifs des autres produits et services appartenant à ce secteur, les viandes, l'enseignement et la restauration entre autres, ont tous connu des hausses qui ont fait plus que compenser la régression des tarifs des communications.

### Encadré 5.3 : Calcul des indices de prix des échangeables et non échangeables

Ces deux indices sont créés à partir d'une décomposition de l'ICV, selon la démarche suivante :

- Les services ont été classés dans la catégorie des non échangeables (Loyer, Hospitalisation, chauffage et électricité, etc.).
- Les produits qui font partie de la liste des principaux produits importés ou exportés par le Maroc sont considérés comme des échangeables (Blé, Légumes, Habillement, etc.).
- A l'issue de ces deux étapes, il subsiste une liste de biens qui ne figurent pas dans la balance commerciale ou dont le volume, importé ou exporté, est très faible. Ces biens sont classés dans la liste des biens non échangeables.

En outre, des indices excluant ou incluant les prix réglementés ont été construits.

**Tableau E 5.3 : Parts des échangeables et non échangeables dans l'ICV**

<b>Echangeables</b>	<b>43%</b>
Echangeables non réglementés	26%
Echangeables non réglementés et non alimentaires	8%
<b>Non Echangeables</b>	<b>57%</b>
Non échangeables non réglementés	42%
Non échangeables non réglementés et non alimentaires	29%

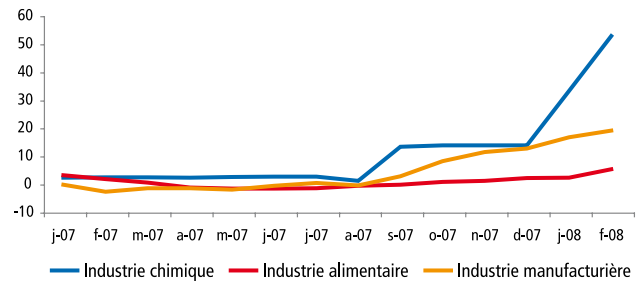


## 5.4 Indice des prix à la production industrielle

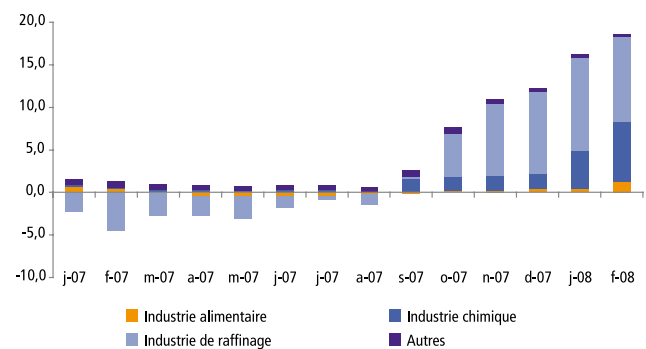
En février 2008, l'indice des prix des industries manufacturières, calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions, a progressé de 18,7% sous l'effet essentiellement de la hausse des prix dans les branches alimentaire et chimique, ainsi que l'appréciation significative des coûts dans l'industrie du raffinage. En effet, l'indice des prix du raffinage a vu son taux d'accroissement s'établir à 44,2% au lieu de 47,7% en janvier, impacté principalement, par la montée des cours du pétrole sur le marché international. La contribution de l'indice des prix du raffinage dans le taux de progression de l'indice des prix des industries manufacturières a atteint 10 points de pourcentage. Parallèlement, le renchérissement des intrants chimiques et des cours du pétrole, à partir de septembre 2007, s'est ressenti au niveau des prix des industries chimiques qui ont augmenté de 52,4 % contribuant à hauteur de 7,0 points de pourcentage à la hausse de l'indice de référence. A cela s'ajoute l'augmentation de 5,0% des prix dans la branche alimentaire, avec une contribution de 1,3 point de pourcentage, en relation avec la montée des cours des matières premières agricoles. Les développements actuels que connaît le marché mondial des produits agricoles laissent présager une poursuite de ce trend haussier. Il est à noter que dans le secteur du textile, les entreprises ont baissé leurs coûts de production de 0,7%, en raison de la vive concurrence des produits importés. Face à cette augmentation des coûts des matières premières, les firmes pourraient s'adapter en répercutant ces hausses sur les prix de vente des produits finis, au risque d'alimenter les tensions inflationnistes.

Corroborant la tendance actuelle des prix à la production industrielle, l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib révèle en février que l'ensemble des activités industrielles ont amélioré leurs productions ainsi que leurs ventes qui ont nettement progressé du fait de la hausse des commandes locales et étrangères. Pour les trois mois à venir, les industriels tablent sur une augmentation des prix particulièrement dans les industries chimiques et para chimiques.

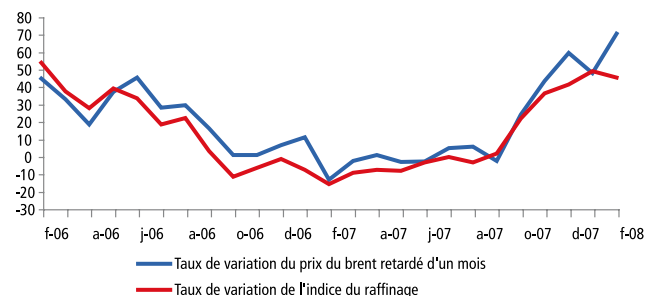
Graphique 5.8 : Indices des prix à la productions industrielle (glissement annuel %)



Graphique 5.9 : Evolution des contributions à l'IPPI (en glissement annuel)



Graphique 5.10 : Prix du Brent et prix du raffinage





## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des 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. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des quatre prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,2%. Au terme des trois premiers trimestres de l'année 2008, l'inflation devrait atteindre 2,2%, en ligne avec la prévision présentée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. Les risques entourant la prévision centrale de l'inflation se confirment et restent toujours orientés à la hausse. Au plan externe, ces risques sont liés aux incertitudes accrues entourant l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et matières premières, notamment agricoles. Au plan interne, ils sont liés aux incertitudes sur le maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers, l'évolution rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire, ainsi qu'à des pressions latentes sur les salaires.*

### 6.1 Hypothèses de Scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

En ligne avec les hypothèses exposées dans le précédent Rapport sur la politique monétaire, la confirmation de la révision à la baisse des prévisions de croissance des pays de l'OCDE laisse entrevoir un ralentissement de la croissance économique dans nos pays principaux partenaires de la zone euro, phénomène pouvant persister jusqu'au troisième trimestre de l'année 2008. Ainsi, la croissance moyenne de l'ensemble de nos principaux partenaires commerciaux devrait passer de 2,7% à 2,3% pour l'année 2008. Les causes sous-tendant ce ralentissement ont essentiellement trait aux récentes turbulences financières sur le marché américain des crédits hypothécaires à risque et à la baisse de la consommation et de l'investissement faisant suite au resserrement du marché du crédit. Néanmoins, les perspectives à moyen terme restent favorables du fait d'une période d'expansion mondiale prolongée, des bilans solides des entreprises, ainsi que de la rapidité d'intervention des principales banques centrales (Fed, BCE et BOE). Sur la base de ces évolutions, nous retenons pour hypothèse dans notre scénario central un taux de croissance des principaux pays partenaires (Allemagne, Espagne, France et Italie) de 1,8%, niveau égal à celui annoncé dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de décembre 2007. Il est à noter que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Les perspectives d'inflation pour la zone euro ont, quant à elles été revues à la hausse du fait de la persistance du renchérissement des prix des produits de base et des hydrocarbures. Ainsi, la prévision d'inflation pour les 13 pays de la zone euro est passée de 2,4% à 2,9%. Dans la zone Euro, les taux d'inflation sous-jacente ont augmenté de manière graduelle mais constante ces deux dernières années et l'inflation globale est en forte hausse, s'établissant à 3,2% pour le mois de janvier de cette année. Néanmoins, les hausses jusqu'ici maîtrisées des salaires, la forte appréciation de l'Euro et le durcissement des conditions de crédit tendent à atténuer les tensions inflationnistes nées des hausses des prix des produits pétroliers et alimentaires. Sauf ralentissement de la croissance économique dans la zone euro, nous envisageons pour ce nouvel exercice de prévision le maintien du statut-quo par la BCE sur l'ensemble de l'année 2008, contrairement au précédent RPM où nous anticipions une baisse de 0,25% du taux d'intérêt dans la zone Euro à l'horizon du second trimestre de l'année en cours.

L'analyse de l'évolution des différents indices des prix à l'importation développés par Bank Al-Maghrib laisse entrevoir un tassement du rythme de croissance des prix à l'importation, qui resterait toutefois à un niveau relativement soutenu, ceci à partir du deuxième semestre de l'année 2007. Cette tendance pourrait se poursuivre pour l'année en cours du fait d'un ralentissement de l'activité, tel que reflété par la baisse de l'indicateur relatif aux demis produits. Cependant, l'impact de la baisse du taux de croissance des prix à l'importation pourrait être atténué par le comportement

des spéculateurs qui utiliseraient désormais certaines matières premières à des fins de diversification de leur portefeuille.

### 6.1.2 Environnement national

Conséquence directe de la mauvaise campagne agricole 2006-2007, la croissance de l'économie nationale a été négativement impactée au quatrième trimestre de l'année 2007 s'établissant ainsi à seulement 2,4%, avec -16,5% enregistrés pour la valeur ajoutée agricole sur la même période. Cette situation a eu pour conséquence d'accélérer les importations de céréales et de lait dont les cours ont connu, du fait du renchérissement des prix des matières premières sur les marchés mondiaux, une hausse significative sur le marché local à la fin de l'année 2007 et au début de l'année en cours ; une hausse toutefois atténuée par les différentes mesures tarifaires prises par le Gouvernement. Cependant, la présente campagne agricole laisse augurer d'une relance de l'activité du secteur agricole, marquée en cela par une pluviométrie jusqu'ici suffisante et bien répartie sur l'ensemble des provinces du Royaume. Cette évolution favorable confirme l'hypothèse d'une production céréalière de 60 millions de quintaux pour la campagne agricole 2007-2008 énoncée dans le précédent Rapport sur le politique monétaire du mois de décembre 2007. Le scénario retenu pour l'année 2008 est donc celui d'une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux, correspondant à une hausse du PIB agricole de 22%. L'output gap agricole resterait dans ces conditions négatif au cours du premier trimestre avant de devenir légèrement positif au cours des trois derniers trimestres de 2008. La performance des secteurs non agricoles se poursuivrait quant à elle sur la tendance de 2007. Dans l'ensemble, ces évolutions laissent entrevoir une pression modérée à la hausse sur les prix.

Pâtissant de la mauvaise campagne agricole de l'année 2007 et de la baisse d'activité qui en a découlé dans le milieu rural, le marché du travail a enregistré une baisse de la population active occupée de l'ordre de 1,7% au cours du quatrième trimestre de 2007 par rapport au trimestre précédent, principalement causée par une baisse des emplois ruraux non rémunérés (-3,8%). Toutefois le taux

de chômage a reculé en glissement annuel, avec une baisse de la population active au chômage de l'ordre de 13% comparé à la même période de l'année précédente, soit 157.000 chômeurs en moins, réduisant ainsi le taux de chômage national à 9,7%. Concernant l'Indice Trimestriel des Salaires, calculé par le HCP, celui-ci indique une hausse des salaires réels de l'ordre de 4% au troisième trimestre contre -2,7% enregistrés au cours de la même période de l'année 2006. Pour l'année 2008, les perspectives futures suggéreraient une reprise de la croissance de l'emploi du fait d'une relance de l'activité dans le secteur agricole. Des pressions inflationnistes pourraient toutefois se manifester à la suite d'une réévaluation du SMIG dans le cadre des négociations entre le Gouvernement et les syndicats. Les résultats des négociations en cours entre le Gouvernement et les syndicats pourraient également déboucher sur une augmentation des salaires dans la fonction publique mais la mise en œuvre de cette décision se ferait probablement en 2009. Le scénario central est fondé sur une stagnation du SMIG pour l'ensemble l'année 2008, néanmoins ce risque inflationniste est incorporé dans notre balance des risques.

Après une baisse de 2% enregistrée en décembre 2007, principalement imputable au ralentissement anticipé de la demande mondiale en hydrocarbures, les cours du baril de pétrole sur les marchés mondiaux ont repris leur tendance haussière. Ainsi, les craintes relatives à un affaiblissement significatif de la croissance des pays de l'OCDE auraient été compensées par une demande soutenue de la demande des pays asiatiques, contribuant ainsi à la surchauffe enregistrée sur les marchés internationaux. Cependant, diverses analyses semblent indiquer que cette fluctuation à la hausse ne serait que transitoire du fait de la cyclicité historique de la demande, avec des pics normalement enregistrés pendant la période hivernale. En conséquence, l'évolution du prix du pétrole pour l'année 2008 s'orienterait à la baisse, avec une moyenne de 75\$ annoncée par le FMI pour l'ensemble de l'année. Ce niveau de prix, bien que partagé par un ensemble d'Institutions et de banques internationales, contredit toutefois les évolutions sur le marché des futures qui reportent des prix de l'ordre de 99\$ par baril de Brent (livraison en juillet).

Au Maroc, le gel du mécanisme d'indexation a jusqu'alors permis de ne pas répercuter l'effet de ces hausses sur le marché interne. Ainsi, les charges de compensation des produits pétroliers sont en forte croissance puisqu'elles ont crû de 21% en 2007 pour atteindre 10,3 milliards de dirhams, contre 12% en 2006. Dans le cadre de la loi de Finance de 2008, il est prévu d'y consacrer une enveloppe globale de 8,7 milliards de dirhams, hors arriérés, sur la base d'un scénario optimiste à 75\$ le baril, soit une hausse de 50% par rapport à la Loi de Finances 2007. Or, une simulation réalisée avec les données relatives aux deux premiers mois de ce trimestre montre que les charges de compensation oscilleront entre 2,5 et 3 milliards de dirhams pour la seule composante Gasoil, soit entre 29% et 35% du montant budgétisé pour l'ensemble des produits pétroliers. Un niveau de prix supérieur à 75\$ sur le marché international devrait donc, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué, conduire à une augmentation du prix domestique du gasoil.

Etant donné le problème de soutenabilité du système de compensation du fait de la charge budgétaire qui en découle (représentant 50% du budget d'investissement si le prix du baril reste au niveau prévu par la Loi de Finances 2008), et compte tenu du fait que les anticipations du marché s'orientent vers un niveau de prix bien supérieur au prix de référence de la Loi de Finances, nous anticipons une répercussion de la hausse des prix du pétrole sur le consommateur. La prévision centrale suppose ainsi une hausse du prix du gasoil à la pompe de l'ordre de 5% intervenant en août de cette année, soit un prix de 7,58 dirhams par litre.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non 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. Au terme de l'année 2008, l'inflation devrait très probablement s'établir à un niveau légèrement supérieur que celui enregistré pour 2007, passant de 2,1% à 2,2%. Comparé aux prévisions présentées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique

monétaire, l'inflation moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année en cours a été très légèrement revue à la baisse de 2,3% à 2,2%.

Pour les deux premiers trimestres de l'année en cours, nous anticipons un taux inflation modéré de l'ordre de 2,3%, essentiellement tiré par la hausse des prix des matières premières, notamment agricoles. Ce taux devrait connaître une légère baisse à partir du troisième trimestre de 2008, (1,9%), pour remonter à environ 2,2% à la fin du quatrième trimestre. Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire en date du 25 septembre 2007, les prévisions d'inflation pour le premier et deuxième trimestre de 2008 ont été légèrement revues à la baisse, respectivement de 2,5% à 2,3% et de 2,4% à 2,3%.

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

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation

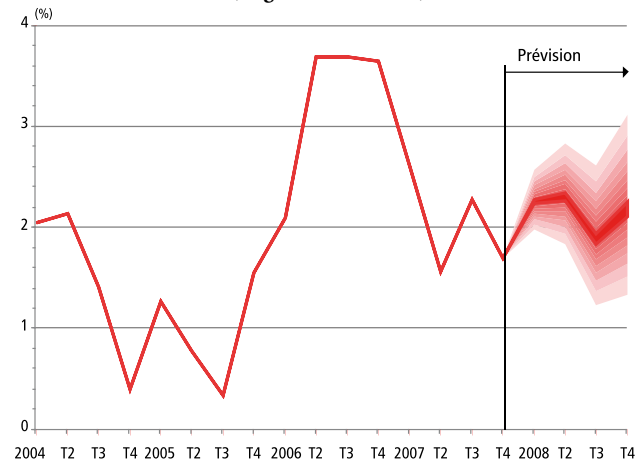
*Glissement annuel*

	2008				Moyenne de 2008
	1 <sup>er</sup> trim	2 <sup>ème</sup> trim	3 <sup>ème</sup> trim	4 <sup>ème</sup> trim	
Prévision d'Inflation (%)	2,3	2,3	1,9	2,2	2,2

L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale. Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le haut impliquant l'existence d'une 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 (incertitudes accrues entourant l'évolution future des prix des hydrocarbures et des prix des produits et matière premières, notamment agricoles) et, d'autre part, des risques liés à l'environnement national (incertitudes sur le maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers, évolution rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire et pressions sur les salaires). 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'ICV 2007 T4 - 2008 T3**  
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.

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