



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 03 / 2007

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 19 juin 2007





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 19 juin 2007

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Aperçu général	7
1. Orientation de la demande globale	8
1.1 La production	8
1.2 La consommation	9
1.3 L'investissement	9
1.4 Le commerce extérieur	10
2. Pressions sur les capacités de production	11
2.1 Tensions sur les capacités	11
2.2 Tensions sur le marché du travail	12
3. Prix à l'importation	14
3.1 L'inflation dans le monde	14
3.2 Prix du pétrole	14
3.3 Prix à l'importation	15
4. Conditions monétaires et prix des actifs	16
4.1 Conditions monétaires	16
4.2 Prix des actifs	23
5. Evolution récente de l'inflation	24
6. Perspectives de l'inflation pour 2007	26
6.1 Hypothèses de la prévision centrale	26
6.2 Prévisions d'inflation et balance des risques	27

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Contribution sectorielle à la croissance globale.....	9
Graphique 1.2	: Evolution des investissements	10
Graphique 1.3	: Exportations marocaines et croissance dans la zone euro.....	10
Graphique 2.1	: Evolution du PIB non agricole en glissement annuel.....	11
Graphique 2.2	: Output gap non agricole marchand et inflation sous-jacente.....	11
Graphique 2.3	: Inflation sous-jacente et Output gap global retardé.....	11
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	12
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail.....	12
Graphique 2.6	: Taux de chômage urbain (données trimestrielles).....	12
Graphique 2.7	: Indice des Salaires Moyens dans le secteur privé en termes réels et nominaux.....	13
Graphique 3.1	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc.....	14
Graphique 3.2	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport	15
Graphique 3.3	: Indice des prix à l'importation des biens de consommation.....	15
Graphique 4.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle	16
Graphique 4.2	: Position de liquidité et TMP du Marché Monétaire Interbancaire.....	17
Graphique 4.3	: Augmentation des réserves obligatoires.....	17
Graphique 4.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité.....	17
Graphique 4.5	: Intervention de Bank Al-Maghrib sur le Marché Monétaire	18
Graphique 4.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire.....	18
Graphique 4.7	: Différentiel de taux entre les maturités.....	20
Graphique 4.8	: Croissance annuelle du crédit bancaire.....	21
Graphique 4.9	: Croissance des facilités de trésorerie et impact sur le crédit bancaire	21
Graphique 4.10	: Crédits de trésorerie et activité économique.....	21
Graphique 4.11	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	22
Graphique 4.12	: Structure de la croissance des avoirs extérieurs nets.....	22
Graphique 4.13	: Croissance annuelle des créances nettes sur l'Etat.....	22
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des placements liquides des agents non financiers	22
Graphique 4.15	: Évolution de PL3 et taux des émissions des bons du Trésor.....	23
Graphique 4.16	: Croissance en glissement annuel de PL4 et Masi.....	23
Graphique 4.17	: Taux de change bilatéral du dirham.....	23
Graphique 4.18	: Evolution de l'indice MASI	23
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous jacente.....	24
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation (ICV) pour 2007.....	28

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel en volume par grande branche d'activités.....	8
Tableau 1.2 : PIB à prix courant	8
Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail.....	12
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde.....	14
Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	15
Tableau 4.1 : Taux courts	18
Tableau 4.2 : Taux sur les bons du Trésor à moyen et long terme	20
Tableau 4.3 : Taux débiteurs en 2006	20
Tableau 4.4 : Contribution des principales catégories à la croissance du crédit d'une période à l'autre	21
Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous jacente	24
Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation pour l'année 2007 et le 1er trimestre 2008	27

LISTE DES ENCADRES

Encadré 4.1 : Cadre Opérationnel de Bank Al-Maghrib.....	19
--	----

APERÇU GÉNÉRAL

Les indicateurs des prix à fin avril 2007 font apparaître une modération de la tendance générale des prix, comparativement à la même période de l'année précédente. En effet, la hausse de l'indice du coût de la vie s'est établie, en glissement annuel, à 2,2% et celle de l'indice de l'inflation sous-jacente à 1,4%, au lieu respectivement de 3,1% et de 2,9% un an auparavant. Cette détente est confirmée par l'évolution des autres indicateurs, qui font apparaître un certain relâchement des pressions sur la demande et partant sur le niveau général des prix.

Les données révisées relatives à la croissance, compte tenu d'une récolte céréalière de 20,5 millions de quintaux, d'un niveau encore plus faible qu'initialement prévu laissent entrevoir une contraction de la valeur ajoutée du secteur agricole d'environ 18%, tandis que l'activité dans les autres secteurs devrait continuer de progresser à un rythme soutenu. Dans ces conditions, la croissance globale, qui serait de l'ordre de 2%, se situerait en deçà de son rythme potentiel, notamment au cours des trois premiers trimestres de l'année. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel, à fin avril, poursuit son orientation à la baisse. Compte tenu du ralentissement de l'activité, les capacités de production ne devraient pas connaître de tensions significatives.

En ce qui concerne les prix à l'importation hors produits pétroliers, leurs effets modérateurs sur l'inflation devraient s'atténuer, comparativement à la tendance observée au cours des dernières années. Quant au prix du pétrole, il reste à un niveau élevé et s'y maintiendra très vraisemblablement à court et moyen terme.

S'agissant des conditions monétaires, suite aux dernières décisions de politique monétaire et à l'évolution récente de la liquidité, les taux d'intérêt ont connu des pressions à la hausse, notamment les taux courts. Pour sa part, la croissance monétaire est restée vigoureuse, alimentée principalement par le développement des crédits, lui-même lié à la consolidation de la croissance dans les secteurs non agricoles.

Pour l'ensemble de l'année 2007, l'inflation se situerait très probablement aux alentours de 2,3%, au lieu de 3,3% en 2006 (prévision centrale). Par rapport aux prévisions publiées dans le rapport sur la politique monétaire du 27 mars 2007, elle a été légèrement révisée à la hausse (+0,2%). Sur l'horizon de prévision (du 2^{ième} trimestre 2007 au 1^{er} trimestre 2008), l'inflation s'établirait à 2,2%.

1. ORIENTATION DE LA DEMANDE GLOBALE

Les perspectives de croissance pour l'année 2007 s'annoncent moins bonnes que prévu. Les dernières estimations font état d'une contraction de la valeur ajoutée agricole d'environ 17,2%. Compte tenu de la consolidation de la croissance dans les autres secteurs, le PIB global connaîtrait une progression de l'ordre de 1,6%. La consommation finale nationale croîtrait à un rythme inférieur à celui de l'année précédente en raison d'un ralentissement des dépenses des ménages résidents qui seraient affectées notamment par le fléchissement des revenus en milieu rural. En revanche, l'investissement continuerait de progresser dans la quasi-totalité des secteurs, à l'exception de l'agriculture, tandis que les exportations connaîtraient des évolutions différenciées selon les catégories de produits.

1.1 La production

La croissance économique au cours du premier semestre 2007 s'annonce moins prometteuse, du fait de la baisse de la production agricole estimée à environ 18%. En effet, le déficit pluviométrique, situé à 37% par rapport à une année normale, a affecté le rendement des cultures, en particulier les céréales.

Le PIB non agricole consolide ses performances et devrait enregistrer au cours du premier semestre 2007 une croissance de l'ordre de 4,6%. Cette évolution devrait concerner toutes les branches d'activités, avec des taux de croissance relativement élevés dans celles du BTP, du commerce et des transports et télécommunications (voir tableau 1.1).

Tableau 1.1 Evolution du PIB trimestriel en volume par grande branche d'activités (Base 1980)

	2006				2007	
	TI	TII	TIII	TIV	TI*	TII*
Agriculture, sylviculture et pêche	30,3	32,2	29,9	30,3	-18,0	-18,0
PIB hors agriculture:	3,4	4,4	3,2	4,6	4,0	4,3
Mines	-2,9	0,2	0,3	9,1	5,0	3,5
Energie	-0,1	1,9	-1,6	-1,0	2,3	2,0
Industries de transformation	3,9	5,1	2,9	2,7	4,5	4,4
Bâtiment et travaux publics	7,7	6,0	6,6	6,3	7,5	7,0
Commerce	8,8	8,9	6,7	6,5	6,3	6,7
Transports et communications	6,2	5,6	6,2	5,0	6,5	6,0
Autres services marchands	3,4	3,5	3,1	4,1	3,2	3,5
Administrations publiques	-1,5	1,2	-0,3	3,8	3,2	3,5
DTI	3,6	5,0	4,9	4,0	3,5	2,5
Produit intérieur brut	6,7	7,9	6,5	7,4	1,3	0,9

Source : HCP et calculs BAM
(* Prévisions de BAM)

Les activités minières resteraient dynamiques au cours du premier semestre 2007. Leur croissance pourrait atteindre 5% au cours du premier trimestre, profitant de l'accélération de la demande mondiale adressée au secteur, notamment celui du phosphate brut dont les exportations ont marqué une augmentation de 12% au premier trimestre et devraient progresser presque au même rythme au cours du deuxième trimestre 2007.

L'activité énergétique, qui s'était contractée au quatrième trimestre 2006, aurait marqué une croissance de 2,3% au premier trimestre 2007. Au cours du deuxième trimestre, l'activité de raffinage enregistrerait une quasi-stagnation, dans l'hypothèse d'un tassement des importations de pétrole brut, qui serait dû au niveau élevé des cours du pétrole au niveau international.

Tableau 1.2 : PIB à prix courant
Evolution annuelle en %

	2004	2005	2006	2007
Produit intérieur brut	4.8	4.5	10.1	4.2
Consommation finale nationale dont	6.2	3.7	7.0	5.8
- Ménages résidents	5.1	2.7	7.8	4.6
- administrations publiques	9.4	6.9	4.6	9.4
FBCF	10.8	11.7	10.9	11.8
Exportation de biens et services	8.2	13.3	14.8	
Importation de biens et services	15.3	14.8	11.9	14.5

Dans le secteur industriel, les perspectives de croissance pour le premier semestre 2007 s'annoncent plus favorables. C'est ainsi que la valeur ajoutée du secteur connaîtrait une hausse de l'ordre de 4,5%, attribuable au dynamisme des industries de l'habillement, sous l'effet du renforcement des commandes en provenance de l'Europe. Elle serait due également à la croissance soutenue des IMME qui ont profité de l'affermissement de la demande

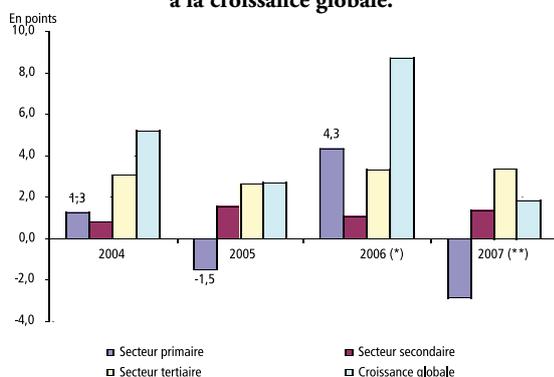
étrangère adressée aux industries de l'automobile, de l'électronique et de la métallurgie. En ce qui concerne les industries agroalimentaires, elles connaîtraient une croissance vigoureuse au premier trimestre 2007, profitant de l'amélioration de la demande extérieure de conserves de fruits, de légumes et de poisson.

L'activité des BTP continuera de progresser à un rythme élevé au cours du premier semestre et durant le reste de l'année, en liaison avec l'importance du volume des investissements publics et privés. Le développement de la construction de logements devrait également contribuer à cet essor, qui est soutenu par l'expansion des prêts immobiliers.

L'activité du commerce et celles des transports et des télécommunications poursuivraient leur tendance haussière, avec des taux de croissance qui dépasseraient 6% et 6,5% durant le premier semestre 2007.

Pour l'ensemble de l'année 2007, les prévisions du HCP revues à la baisse, sur la base d'une récolte céréalière de 20,5 millions de quintaux font état d'une baisse de la valeur ajoutée agricole de 17,2%, tandis que les activités secondaires et les services augmenteraient globalement de 4,7%. Au total, le PIB progresserait à prix constants d'environ 1,6%, au lieu de 8% en 2006 et à prix courants, à un rythme 4,2%.

Graphique 1.1 : Contribution sectorielle à la croissance globale.



Source : HCP et calculs BAM

1.2 La consommation

Après la hausse de 7% à prix courants enregistrée en 2006, la consommation nationale augmenterait de près de 5,8% en 2007. Ce ralentissement serait imputable notamment à la consommation des ménages résidents, qui augmenterait de 4,6% au lieu de 7,8% en 2006, suite au fléchissement des revenus agricoles. Par ailleurs, le réaménagement des taux de l'impôt sur le revenu et l'accroissement des transferts des MRE, chiffré à 15,1% à fin avril, devraient renforcer le revenu disponible des ménages. En outre, l'expansion des crédits à la consommation (+39,5% à fin avril 2007, en glissement annuel) permettrait de soutenir les dépenses de consommation.

Pour sa part, la consommation des administrations publiques devrait enregistrer une progression de plus de 9,4% au lieu de 4,6% en 2006.

1.3 L'investissement

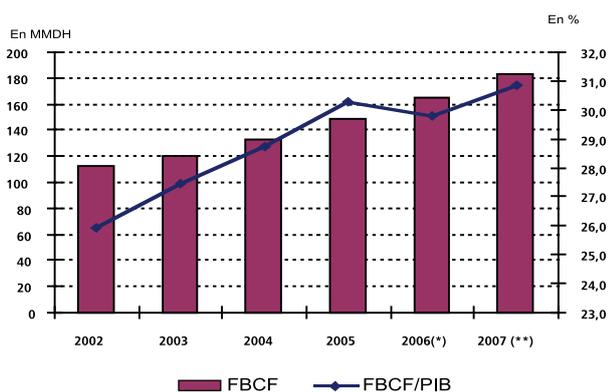
La formation brute de capital fixe progresserait à un rythme soutenu qui atteindrait 11,8% pour l'ensemble de l'année 2007. Ce dynamisme devrait concerner particulièrement les secteurs de l'industrie, du BTP et des services avec des taux de croissance de 11%, 12% et de 14%. Concernant le secteur du BTP, son expansion s'explique par la poursuite de la réalisation des projets d'infrastructure de base ainsi que par le développement de la demande de logement, à la faveur des mesures de soutien de l'habitat social et du développement du crédit immobilier.

Outre le développement des capacités existantes, les créations d'entreprises connaissent une hausse notable, comme en témoigne l'augmentation de 35% du nombre de certificats négatifs délivrés par l'OMPIC au cours des deux premiers mois de 2007.

Par ailleurs, les investissements directs étrangers se sont accrus de près d'un quart pour atteindre 8,3 milliards de dirhams, prolongeant ainsi la tendance haussière observée au cours des cinq dernières années.

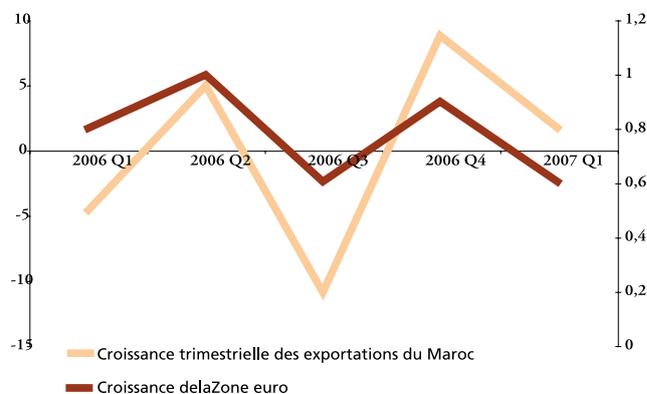
Pour l'ensemble de l'année 2007, les dépenses d'investissement, estimées à près de 191 milliards de dirhams, augmenteraient de 4,9% par rapport à l'année précédente. Le taux d'investissement, compte non tenu des variations des stocks, s'élèverait de 28,7% en 2006 à environ 30,4% en 2007.

Graphique 1.2 : Evolution des investissements



par la progression de la demande intérieure, en liaison essentiellement avec la vigueur de l'activité productive, qui s'est traduite par une augmentation sensible des commandes de biens d'équipement, ainsi que par l'accroissement des importations de denrées alimentaires. En revanche, l'atténuation de la hausse des prix du pétrole, revenus de 59 dollars le baril à 57,2 dollars le baril d'un trimestre à l'autre, a entraîné une baisse de 9,7% de la facture énergétique au cours de la période considérée.

Graphique 1.3 : Exportations marocaines et croissance dans la zone euro



Source : Office des changes, FMI

1.4 Le commerce extérieur

Au cours du premier trimestre 2007, le ralentissement de la croissance économique dans la zone euro a contribué à la décélération de la demande extérieure adressée au Maroc. Dans ces conditions, les exportations marocaines ont connu une quasi stagnation, alors que les importations se sont fortement accrues, entraînant un alourdissement de 22,2% du déficit commercial par rapport au premier trimestre 2006.

En effet, la valeur des exportations a diminué de 0,5% d'un trimestre à l'autre. Une telle évolution est due en particulier à la régression des livraisons de biens d'équipement et de biens de consommation ainsi qu'au recul de celles d'acide phosphorique dont les prix ont baissé sur le marché international.

A l'inverse, les importations se sont, de nouveau, alourdies de 6% au premier trimestre 2007. La hausse des importations s'explique notamment

2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les estimations de Bank Al-Maghrib de l'output gap global, qui mesure l'écart entre la production effective et la production potentielle, ont dégagé une valeur négative pendant le premier trimestre de l'année 2007 et ce à cause des contre-performances agricoles au début de la campagne 2006-2007. Quant à l'output gap non agricole, il a enregistré une valeur positive mais inférieure à celle de l'année dernière ce qui laisse présager moins de pressions inflationnistes. De même, l'évolution du taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a révélé l'existence de capacités de production inutilisées qui pourraient permettre de faire face à un accroissement de la demande et d'éviter les tensions sur les prix.

2.1 Tensions sur les capacités

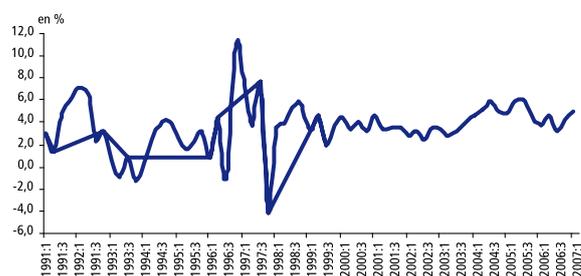
La croissance économique durant le premier trimestre a été inférieure à la croissance potentielle de l'économie nationale.

En effet, les estimations du HCP pour le premier trimestre 2007 laissent apparaître un ralentissement de la croissance du PIB global passé de 6,7% en 2006 à 1,3% en 2007, à cause des contre-performances du secteur agricole. Par ailleurs, la croissance du secteur non agricole s'est accélérée au premier trimestre 2007, atteignant près de 4,6%, en hausse de 1 point de pourcentage par rapport à la même période de l'année 2006. De ce fait, l'output gap non agricole, au titre du premier trimestre 2007, bien qu'il s'est inscrit en baisse, demeure positif.

Dans le secteur industriel, le taux d'utilisation des capacités de production a continué de baisser. En effet, après avoir reculé de 76,5% à 72,7% entre le quatrième trimestre 2006 et le premier trimestre 2007, il s'est situé à 69% en avril. Cette évolution des capacités de production laisse présager une détente des pressions de la demande sur les prix des produits industriels.

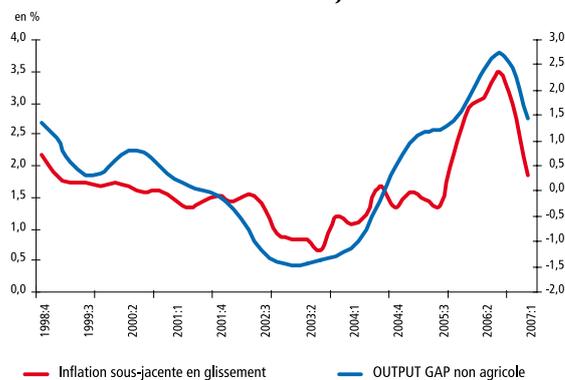
L'évolution de la productivité apparente du travail, mesurée comme étant le rapport entre le PIB non agricole et l'emploi urbain, fournit également un éclairage sur les tensions s'exerçant sur les capacités de production. La tendance haussière de la productivité apparente du travail dans le secteur non agricole, entamée depuis l'année 2003, a connu un léger ralentissement en 2006 pour reprendre avec la hausse au premier trimestre de l'année 2007.

Graphique 2.1 : Evolution du PIB non agricole en glissement annuel



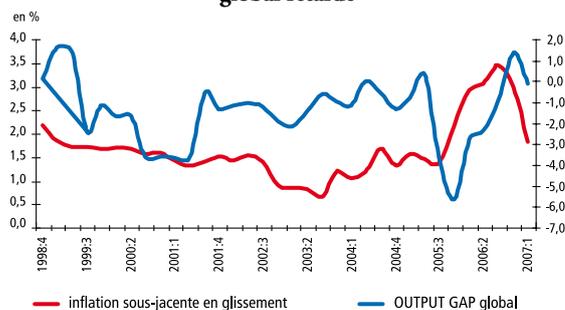
Source : HCP

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



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

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



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

2.2 Tensions sur le marché du travail

Le marché du travail a enregistré au premier trimestre 2007, une création nette d'emplois chiffrée à 369.000 postes dont 172.000 en milieu urbain contre une création de 78.000 emplois durant la même période de l'année dernière. Les principaux pourvoyeurs d'emplois sont les secteurs de «l'industrie et artisanat» avec 104.000 postes et «l'agriculture, forêts et pêches» avec 228.000 postes, les effets de la mauvaise campagne agricole n'ayant commencé à se manifester au niveau de l'emploi agricole qu'à partir du mois de mars 2007.

Toutefois, le rythme de créations d'emplois s'est avéré inférieur à l'accroissement de la population active, ce qui s'est traduit par une hausse de 89.000 du nombre des sans emploi, donnant lieu à une légère augmentation du taux de chômage qui s'est établi à 15,8% en milieu urbain et à 10% au niveau national (Tableau 2.1).

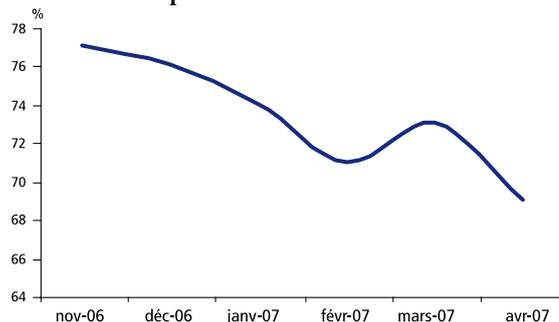
Tableau 2.1 : Indicateurs du marché du travail

	2004	2005	2006	2007
Taux en %	T1	T1	T1	T1
Population active occupée nationale⁽¹⁾	4,3	-0,8	-0,9	1,3
Population active occupée urbaine⁽¹⁾	5,0	-0,2	0,4	2,2
Taux d'emploi national	48,0	47,0	46,3	46,8
Taux d'emploi urbain	38,0	37,2	37,9	38,6
Taux de chômage national	12,0	11,3	9,8	10,0
Taux de chômage urbain	19,8	19,2	15,4	15,8
Taux d'activité national	54,6	53,0	51,3	52,0
Taux d'activité nationale	47,4	46,1	44,8	46,9

Source : HCP

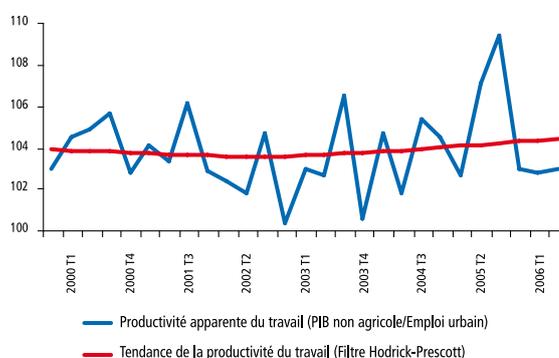
(1) : Variation en glissement annuel

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



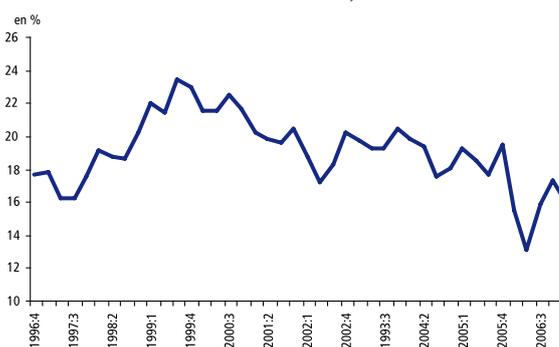
Source : BAM

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



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

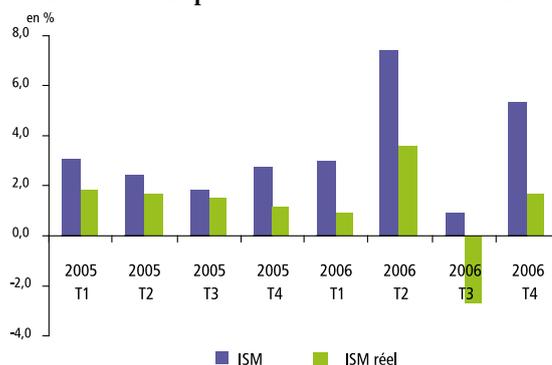
Graphique 2.6 : Taux de chômage urbain (données trimestrielles)



Source : HCP

S'agissant des salaires, les dernières données disponibles sur l'indice trimestriel, calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, font apparaître une hausse de 4,2% en termes nominaux et de 0,9% en termes réels pour l'ensemble de l'année 2006. Cette évolution, conjuguée à la baisse, en 2006, de la productivité apparente du travail dans le secteur non agricole, indique que les coûts unitaires du travail en termes réels ont vraisemblablement augmenté en 2006.

Graphique 2.7 : Indice des Salaires Moyens dans le secteur privé en termes réels et nominaux



Source : HCP, CNSS

3. PRIX À L'IMPORTATION

Les prix à l'importation des biens de consommation ont poursuivi leur tendance haussière entamée depuis le troisième trimestre de l'année 2006. Quant aux prix du pétrole, ils se sont inscrits en hausse au cours des cinq premiers mois de l'année 2007, marquant ainsi une rupture avec la tendance baissière observée depuis septembre 2006. Toutefois, leur niveau reste inférieur à celui enregistré pendant la même période de l'année précédente.

3.1 L'inflation dans le monde

Dans un contexte marqué par les resserrements des politiques monétaires opérés par les principales banques centrales, l'inflation dans les principaux pays industrialisés a connu un ralentissement au début du deuxième trimestre de l'année 2007 (Tableau 3.1).

La même tendance se poursuivrait durant l'année 2007, sous l'hypothèse d'un maintien des cours du pétrole à un niveau inférieur à celui de l'année 2006 et de la poursuite de politiques monétaires restrictives.

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

En glissement annuel

	2005	2006	2007	Prévision	
	avril	avril	avril	2006	2007
Etats-Unis	3,5	3,5	2,6	3,2	1,9
Zone Euro	2,1	2,5	1,9	2,2	2,0
France	1,8	1,7	1,3	1,9	1,7
Espagne	3,5	3,9	2,4	3,6	2,6
Japon	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3

Source : FMI

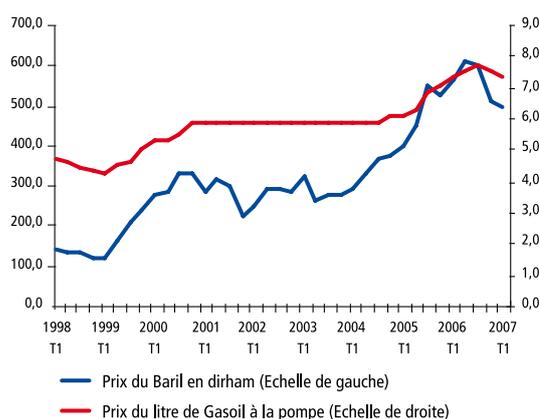
3.2 Prix du pétrole

Après le fléchissement observé depuis septembre 2006, les cours du pétrole se sont inscrits en hausse au cours des premiers mois de l'année 2007. Le cours du baril s'est situé autour de 60,36 dollars en moyenne des cinq premiers mois de l'année, au lieu de 63,92 au cours de la même période de l'année précédente.

Pour l'ensemble de l'année 2007, le cours du baril ne devrait pas dépasser 60,75 dollars, selon les dernières estimations du FMI. Cependant, les perspectives de court terme sont incertaines en raison notamment des tensions géopolitiques, de la diminution des capacités de production des raffineries et de la baisse de la demande.

Au Maroc, les prix à la pompe, indexés sur les cours mondiaux du pétrole, n'ont pas connu de modification depuis qu'ils ont été réduits en janvier 2007. Dans l'hypothèse d'une augmentation des cours mondiaux ne dépassant pas 10%, ces prix ne devraient pas connaître de modification durant le reste de l'année 2007.

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



3.3 Prix à l'importation

Au cours des dernières années, les prix à l'importation ont poursuivi une tendance à la baisse qui tient notamment au niveau des prix sur les marchés mondiaux et au processus de démantèlement tarifaire. En particulier, les prix moyens à l'importation des biens de consommation ont connu une détente encore plus marquée, notamment pour ce qui est des produits facturés en dollar, exerçant ainsi des effets modérateurs sur l'inflation.

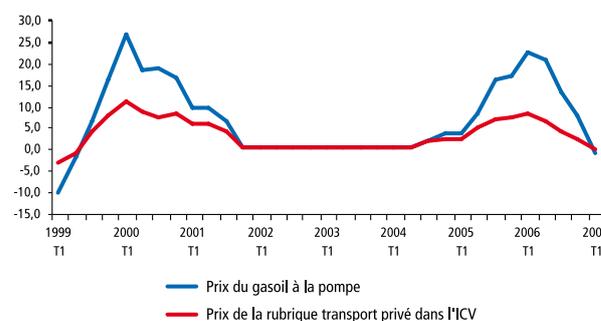
Depuis le troisième trimestre 2006, ces effets semblent s'atténuer, les prix moyen à l'importation des biens de consommation ayant entamé une orientation à la hausse qui s'est poursuivie durant les deux premiers mois de 2007.

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

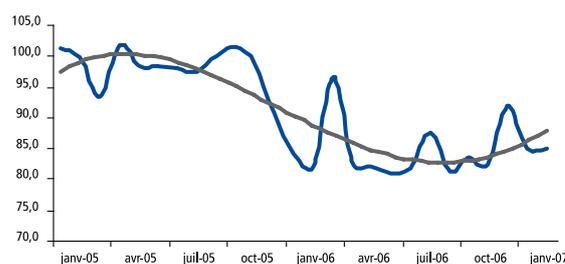
	En glissement annuel							
	2005 mai	2005 août	2006 févr.	2006 avril	2006 sept.	2006 oct.	2007 janv.	2007 avril
Super carburant	9,85	10,35	10,51	10,51	11,07	10,5	10,25	10,25
Essence ordinaire	9,45	9,45	-	-	-	-	-	-
Pétrole lampant	6,46	6,96	7,46	7,46	-	-	-	-
Gasoil	6,46	6,96	7,46	7,46	7,98	7,47	7,22	7,22
Gasoil 350	7,7	8,2	9,34	9,34	9,93	9,38	9,13	9,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2.581	2.881	3.307	3.307	3.374	3.174	2.874	2.874

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

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



Graphique 3.3 : Indice des prix à l'importation des biens de consommation



Source : Office des changes et calculs BAM

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Lors de sa réunion du 27 mars 2007, le Conseil a décidé de maintenir inchangés les taux d'intervention de la Banque, après avoir relevé de 25 points de base les taux des reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres en décembre 2006, le portant à 2,75%.

Les conditions monétaires ont connu un net resserrement au terme du premier trimestre 2007 et pendant les mois d'avril et mai, suite notamment au relèvement du taux des reprises de liquidités intervenu en décembre 2006, ainsi qu'à la contraction de l'offre sur le marché monétaire observée depuis février. En liaison avec la hausse marquée du taux interbancaire, les taux courts se sont inscrits en hausse, à l'exception notable des taux des dépôts auprès des banques qui, après s'être fortement accrus en 2006, ont connu un ajustement à la baisse depuis le début de cet exercice. Le recul des taux assortissant les bons du Trésor à maturité supérieure ou égale à deux ans s'est d'abord ralenti au premier trimestre 2007, avant de céder place à une évolution à la hausse au terme des deux premiers mois du deuxième trimestre. Concernant les taux débiteurs à moyen et long terme, ils ont moins réagi à la hausse récente du taux interbancaire, prolongeant globalement la tendance baissière observée en 2006. La croissance de la masse monétaire, tirée par celle des crédits, particulièrement de trésorerie et immobiliers, a quant à elle poursuivi son accélération au terme du premier trimestre 2007 et au début du deuxième trimestre, renforçant ainsi les encaisses excédentaires accumulées auparavant.

4.1 Conditions monétaires

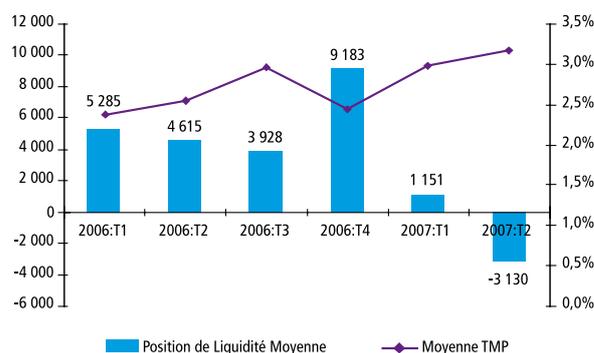
4.1.1 Liquidité et mise en oeuvre de la politique monétaire

Au terme des trois premiers mois de l'année 2007, la liquidité bancaire s'est sensiblement contractée sous l'effet de l'évolution restrictive des facteurs autonomes, amorcée en octobre 2006, et des augmentations des réserves obligatoires particulièrement importantes depuis le début 2007. L'assèchement de la surliquidité a été la conséquence des opérations de cessions de devises par Bank Al-Maghrib, ainsi que du renforcement de la position nette du Trésor auprès de la Banque.

La décision du Conseil de la Banque du 19 décembre 2006 d'augmentation de 25 points base du taux des reprises de liquidités, conjuguée à la contraction des excédents de liquidité, s'est traduite par la hausse du taux interbancaire au premier trimestre 2007. Ainsi, la moyenne trimestrielle du loyer de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire a enregistré une augmentation de 54 points de base s'établissant à 2,98%, contre 2,44% au quatrième trimestre 2006 (Graphique 4.1).

Le resserrement de la liquidité s'est accentué au cours du deuxième trimestre de l'année 2007

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



(Graphique 4.2), la position de liquidité¹ moyenne du marché s'étant dégradée de 4,3 milliards de dirhams dégageant une insuffisance moyenne de 3,1 milliards de dirhams au courant des mois d'avril et de mai 2007.

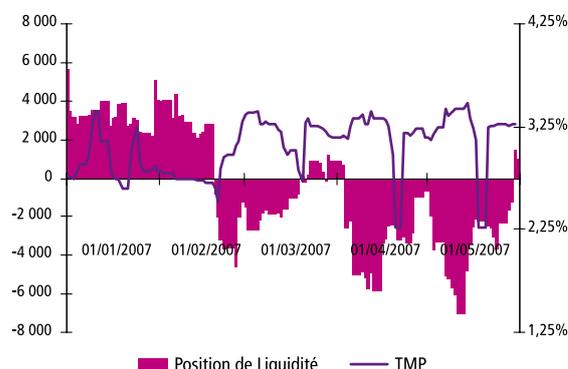
Cette évolution est la conséquence de l'incidence restrictive des facteurs autonomes, qui ont induit une contraction de la liquidité de 2 milliards de dirhams entre le 1er avril et le 27 mai 2007, ainsi que de l'augmentation des réserves obligatoires. L'accroissement du minimum requis au titre de la réserve monétaire, dont le rythme s'est accéléré depuis le début de l'année, a atteint 1,4 milliard de dirhams pour les mois d'avril et mai 2007 (Graphique 4.3).

Au cours du deuxième trimestre 2007, les opérations sur avoirs extérieurs ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1,6 milliard de dirhams en raison des cessions de devises par Bank Al-Maghrib qui ont totalisé 7,9 milliards, attribuables notamment à des opérations financières. En outre, l'augmentation de la circulation fiduciaire a atteint 606 millions de dirhams.

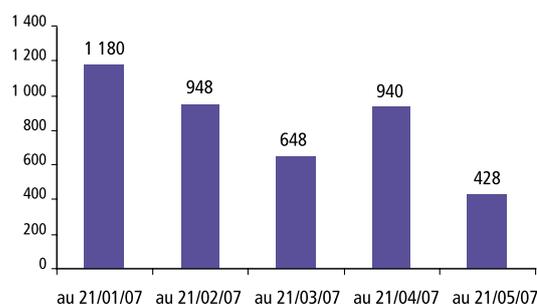
En revanche, les emplois nets du Trésor ont compensé l'effet restrictif des autres facteurs sur la liquidité, pour un montant de 2,8 milliards de dirhams. En effet, la trésorerie publique ayant bénéficié de recettes exceptionnelles au titre de l'impôt sur les sociétés relatif au premier trimestre 2007, l'accumulation d'excédents de trésorerie s'est traduite, d'une part, par une absence du Trésor sur le marché primaire des bons du Trésor et, d'autre part, par une accélération des dépenses au cours de ce deuxième trimestre de l'année.

En raison de l'insuffisance de liquidité prévalant sur le marché interbancaire au cours de la période, Bank Al-Maghrib est principalement intervenue au moyen des avances à 7 jours sur appel d'offres au taux de 3,25%. Le montant quotidien moyen de ces interventions s'est établi à 2,9 milliards de dirhams contre 817 millions de dirhams le trimestre précédent.

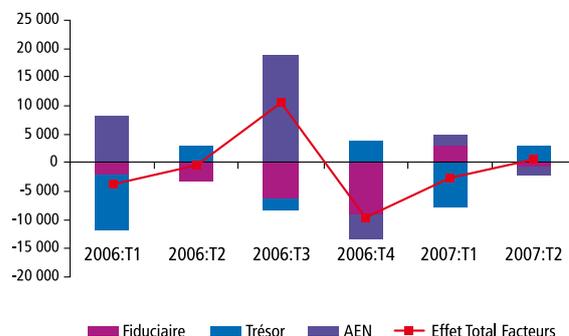
Graphique 4.2 : Position de liquidité (millions de Dh) et TMP du Marché Monétaire Interbancaire



Graphique 4.3 : Augmentation des réserves obligatoires (en millions de DH)



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



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

En vue de contenir les pressions à la hausse temporairement subies par le taux interbancaire, la Banque a également recouru aux opérations de réglage fin, sous la forme de prises en pension de bons du Trésor. Le montant quotidien moyen de ces opérations s'est élevé à 374 millions de dirhams, contre 161 millions de dirhams le trimestre précédent (Graphique 4.5).

En conséquence, le loyer de l'argent sur le marché interbancaire est resté proche du taux des avances à 7 jours, s'établissant en moyenne à 3,17% contre 2,98% précédemment.

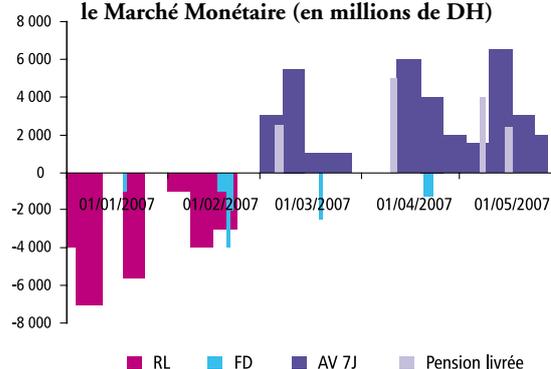
Enfin, il convient de signaler que même si le marché interbancaire reste dominé par les opérations au jour le jour, les opérations à terme connaissent un développement. Ainsi, les transactions à terme sur le marché interbancaire en blanc ont porté sur des durées allant d'une semaine à trois mois avec une prépondérance des prêts et emprunts à 1 mois. Pour cette dernière maturité, les taux se sont situés en moyenne à 3,50%.

4.1.2 Taux d'intérêt

Les taux des bons du Trésor à court terme ont connu une hausse notable au premier trimestre 2007, suite au resserrement sur le marché monétaire induit par la hausse du taux des reprises de liquidités de Bank Al-Maghrib et la contraction des liquidités sur le marché interbancaire. Cette évolution s'est poursuivie par la suite, comme le confirme le niveau élevé des taux assortissant les émissions réalisées début juin 2007 (Tableau 4.1).

Les taux longs, ont d'abord vu leur baisse se ralentir au premier trimestre 2007, avant de s'orienter à la hausse en avril et mai, comme en témoigne la progression des taux sur le marché secondaire.

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



Graphique 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire

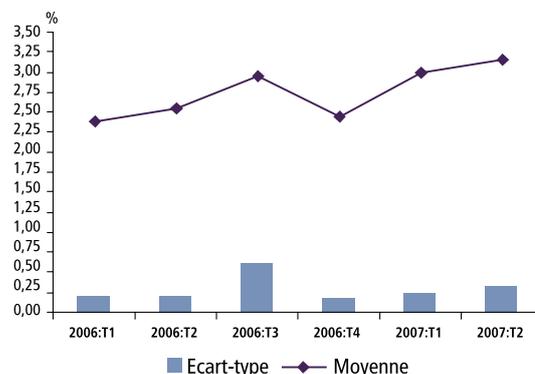


Tableau 4.1 : Taux courts

	2005	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 T1	2007 T2*
Bons du Trésor à 13 semaines	2,45	2,65	2,62	-	2,52	2,73	3,30
Bons du Trésor à 26 semaines	2,54	-	2,78	-	2,62	2,85	3,35
Bons du Trésor à 52 semaines	2,89	3,06	3,00	-	-	2,97	2,88
Dépôts à 6 et à 12 mois	3,40	3,43	3,52	3,65	3,77	3,49	3,48

* Données des émissions du début juin, il convient de noter que l'émission des bons à 52 semaines a porté sur un montant négligeable et ne constitue pas, de ce fait, une indication du recul des taux sur cette maturité

Encadré 4.1 : Cadre Opérationnel de Bank Al-Maghrib

Bank Al-Maghrib pilote le taux interbancaire à l'aide du cadre opérationnel de la politique monétaire, constitué de l'ensemble de ses instruments et procédures d'intervention et formalisé par la circulaire N°41/G/2004 du 31/12/2004. Le cadre opérationnel permet à la banque centrale de gérer la liquidité et de signaler l'orientation générale de la politique monétaire à court et moyen terme et ce, conformément aux décisions du Conseil de Bank Al-Maghrib.

Pour mettre en œuvre la politique monétaire, Bank Al-Maghrib utilise quatre catégories d'instruments :

1. Les opérations principales, qui constituent le principal canal d'apport ou de retrait de liquidités au système bancaire, sont destinées à fournir ou à absorber des liquidités de manière régulière. Ces opérations sont exécutées par la Banque par voie d'appels d'offres hebdomadaires et leur taux d'intérêt représente le taux directeur de la politique monétaire. En situation d'excédent de liquidité du marché, Bank Al-Maghrib utilise les reprises de liquidité comme principal instrument d'intervention. Lorsque le marché est en insuffisance, les avances à 7 jours représentent le principal instrument d'injection de la liquidité.
2. Les facilités permanentes permettent d'injecter ou de retirer des liquidités au jour le jour. Elles sont utilisées par les contreparties aux opérations de politique monétaire pour effectuer les ajustements de trésorerie résiduels qui n'ont pu être réalisés en cours de journée sur le marché interbancaire. Elles se composent de la facilité de dépôt et de l'avance à 24 heures. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt (2,25%) constitue le taux plancher de l'argent au jour le jour et le taux d'intérêt de l'avance à 24 heures (4,25) le taux plafond, formant ainsi le corridor au sein duquel peut fluctuer le taux interbancaire.
3. Les opérations de réglage fin sont ponctuellement réalisées par la banque centrale en vue d'atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt de fluctuations imprévues de la liquidité bancaire. Les opérations de réglage fin prennent essentiellement la forme d'opérations d'acquisition ou de cession temporaires de bons du Trésor, mais peuvent également être conduites sous forme d'opérations fermes ou de swaps de change.
4. Les réserves obligatoires représentent le montant des avoirs en compte que les banques sont tenues de maintenir auprès de la banque centrale. Leur niveau et leur règle de constitution à la moyenne contribuent à amortir les fluctuations du taux d'intérêt au jour le jour sur le marché interbancaire. Le montant des réserves obligatoires à constituer par chaque établissement est déterminé en fonction des éléments de son bilan : ainsi, la moyenne arithmétique des soldes quotidiens des comptes ordinaires des banques tenus à Bank Al-Maghrib doit être égale au moins à 16,5% de leurs exigibilités à vue libellées en dirhams, à l'exception des exigibilités libellées en dirhams convertibles. Les réserves obligatoires constituées par les banques sont rémunérées au taux de 0,75%.

Concernant les taux créditeurs, ceux des dépôts à 6 et à 12 mois se sont infléchis au premier trimestre 2007, ainsi qu'au terme du mois d'avril. Dans un contexte marqué par la hausse généralisée des taux courts, cette baisse s'explique principalement par un réajustement des taux créditeurs, qui ont connu une forte hausse en 2006, en dépit de la baisse du taux interbancaire.

Les taux débiteurs ont connu une évolution différenciée selon les maturités, tel que cela ressort des données de l'enquête trimestrielle sur les taux d'intérêt. Ceux assortissant les facilités de trésorerie, dont le niveau est davantage influencé par les conditions sur le marché monétaire, ont augmenté de 65 points de base entre le dernier trimestre 2006 et le premier trimestre 2007. À l'inverse, les taux à moyen et long terme ont marqué une décrue sensible, à l'exception des taux appliqués aux prêts financiers qui, après une stagnation au quatrième trimestre 2006, ont été orientés à la hausse.

4.1.3 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Au premier trimestre 2007, ainsi qu'au titre du mois d'avril, l'accroissement en glissement annuel de M3 s'est de nouveau accéléré, s'établissant respectivement à 17,5% et à 18,9%, des rythmes largement au-dessus de celui de la croissance économique.

Pour sa part, la dynamique de court terme ne semble pas indiquer des signes sensibles de modération. Le taux de croissance trimestriel, en dépit du tassement de l'activité économique, notamment agricole, s'est établi à 4,3% au premier trimestre 2007 au lieu de 3% au même trimestre 2006. La même évolution découle des données mensuelles qui font ressortir, en avril, une hausse de 0,5%, tirée essentiellement par le crédit bancaire, contre une baisse de 0,2% un an auparavant.

Dans le même temps, l'évolution de M3 continue de refléter la consolidation des placements à terme qui, en dépit de la baisse des taux créditeurs, ont marqué la hausse annuelle la plus importante parmi les composantes de M3, soit 20,8% au premier trimestre et 26,7% en avril.

Tableau 4.2 : taux sur les bons du Trésor à moyen et long terme

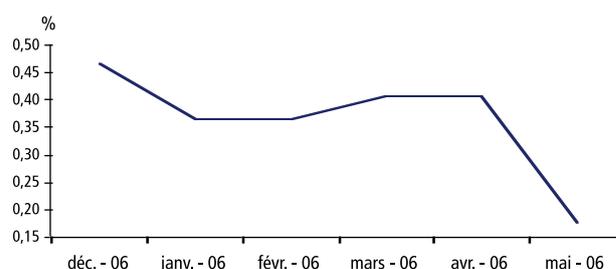
	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007
		T1	T2	T3	T4	T1	T2*
2 ans	3,13	3,29	3,24	3,16	2,99	2,96	-
5 ans	3,97	3,91	3,75	3,56	3,23	3,14	-
10 ans	4,78	4,51	4,26	4,11	3,52	3,40	-
15 ans	5,35	5,20	4,71	-	3,72	3,65	-

* L'observation du deuxième trimestre 2007 correspond à la moyenne des deux mois d'avril et mai.

Tableau 4.3 : taux débiteurs en 2006

Taux moyen pondéré	Juin	Sept	Déc. 06	Mars 07
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	6,79	7,00	6,81	7,54
Crédits à l'équipement	8,67	7,60	6,58	6,53
Crédits immobiliers	6,73	6,31	6,34	5,49
Prêts financiers et créances diverses	6,95	8,37	7,05	9,59
Crédits à la consommation	8,24	8,66	8,65	6,96

Graphique 4.7 : Différentiel de taux entre les maturités



Crédits bancaires

Le crédit bancaire s'est accru à un rythme annuel de 20,5% au premier trimestre 2007, au lieu de 12,6% au dernier trimestre 2006. Ce même rythme a atteint 25% au mois d'avril 2007, alors qu'il s'était limité à 5,1% au même mois de 2006.

Les facilités de trésorerie, malgré la nouvelle hausse des taux appliqués par les banques, ainsi que les prêts immobiliers, ont été à l'origine de cette accélération. Leurs contributions à la croissance trimestrielle du crédit bancaire se sont établies respectivement à 41% et à 34% en moyenne sur les quatre derniers trimestres, contre 19% pour les crédits à l'équipement.

En effet, comme il ressort du graphique 4.9, les facilités de trésorerie connaissent une phase d'expansion depuis le début de l'exercice 2005, contribuant ainsi significativement à l'essor du crédit bancaire et, par voie de conséquence, de la masse monétaire.

Les analyses menées au sein de la Banque montrent que cette dynamique est intimement liée à l'accélération de l'activité économique non agricole, observée sur la même période (Graphique 4.10). Du point de vue de la demande, cette relation(2) provient principalement du développement des besoins des entreprises en fond de roulement. Du côté de l'offre, elle est explicable par l'amélioration du profil du risque, parallèlement à la poursuite du dynamisme de l'activité économique.

A la lumière de ces constats, le risque pour la stabilité des prix que peut induire la forte progression des facilités de trésorerie reste fonction de la position du secteur non agricole dans le cycle. Au regard des données de l'enquête sur le secteur industriel et des données macroéconomiques, qui font ressortir l'existence de capacités de production non utilisées et une baisse des tensions sur le marché du travail, la poursuite de la dynamique des prêts de trésorerie ne devrait pas se traduire par une accentuation des pressions inflationnistes.

Graphique 4.8 : Croissance annuelle du crédit bancaire

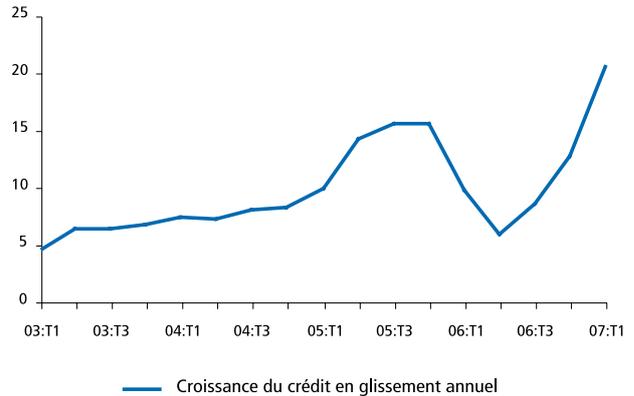
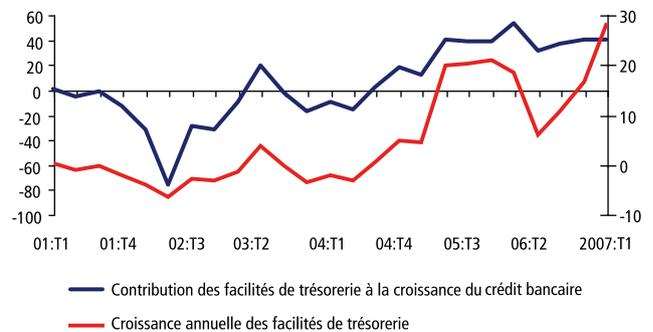


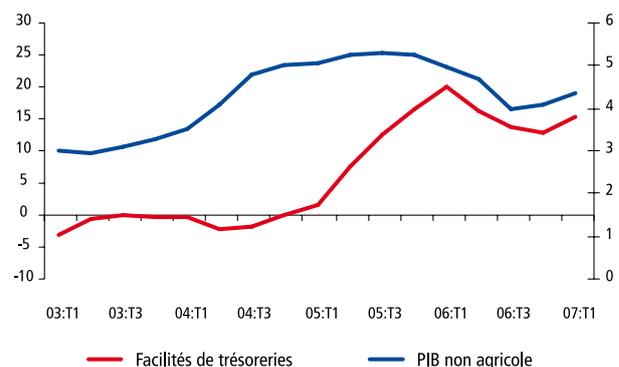
Tableau 4.4 : Contribution des principales catégories à la croissance du crédit d'une période à l'autre (en %)

	Facilités de trésorerie	Prêts immobiliers	Crédits à l'équipement
2006 : T2	41,9	52,6	15,3
2006 : T3	37,6	24,8	21,7
2006 : T4	39,8	26,6	20,0
2007 : T1	44,4	31,4	19,0
Moyenne	40,9	33,8	19,0
Avril 2007	61,1	28,5	-12,9

Graphique 4.9 : Croissance des facilités de trésorerie et impact sur le crédit bancaire



Graphique 4.10 Crédits de trésorerie et activité économique



2 Etant donné le caractère volatil de la croissance des facilités de trésorerie, son lien avec la croissance réelle ne ressort clairement qu'à moyen terme.

3 Etude sur le cycle du crédit Bank Al-Maghrib 2006

Autres sources de création monétaire

En liaison notamment avec le creusement du déficit commercial, la progression des avoirs extérieurs nets a marqué un ralentissement sensible depuis le début de l'année.

En effet, le rythme annuel de croissance des réserves de change est revenu à 14,4% au premier trimestre 2007, au lieu de 20% au quatrième trimestre 2006 (Graphique 4.11). D'un trimestre à l'autre, ces réserves n'ont augmenté que de 0,7%, ce qui a ramené leur contribution à la création monétaire à 6% au lieu de 15% au trimestre précédent et à 63% au même trimestre 2006.

En avril, leur taux d'accroissement mensuel s'est limité à 0,4%, alors qu'il avait atteint 1,9% au même mois de 2006. Cette évolution recouvre une stagnation des réserves nettes de la banque centrale, dont le niveau demeure inférieur à celui de décembre 2006, ainsi qu'un accroissement de celles des banques.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, leur rythme annuel de progression continue d'afficher une très grande volatilité. Au premier trimestre 2007, il s'est établi à 9,4% au lieu d'une stagnation au quatrième trimestre 2006 et d'une hausse de 14,7% un an auparavant (Graphique 4.13). En avril, elles ont accusé une baisse de 3,4%, en relation avec le désendettement du Trésor auprès des banques.

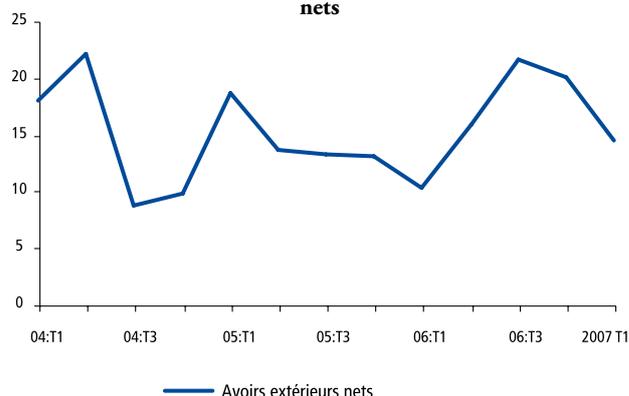
Les placements liquides

Après une accélération soutenue durant l'année 2006, le rythme annuel d'accroissement de ces agrégats est revenu à 29,8% au premier trimestre 2007, contre 35,1% au quatrième trimestre 2006.

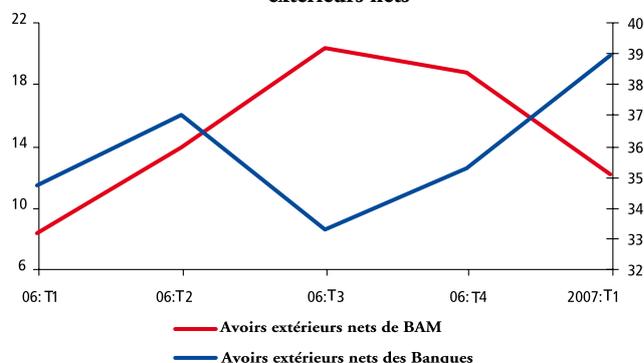
Ce ralentissement, plus marqué pour les titres des OPCVM monétaires et obligataires, est imputable à la hausse des taux sur les émissions des bons du Trésor observée depuis le début de l'année 2007, qui a limité l'appréciation de la valeur liquidative de ces OPCVM.

La hausse des titres des OPCVM actions et diversifiés, bien qu'elle demeure prononcée, s'est

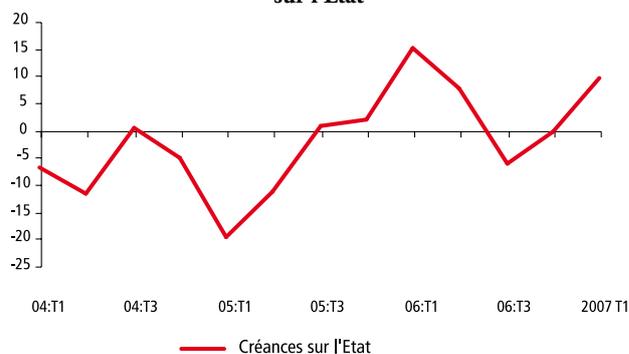
Graphique 4.11 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



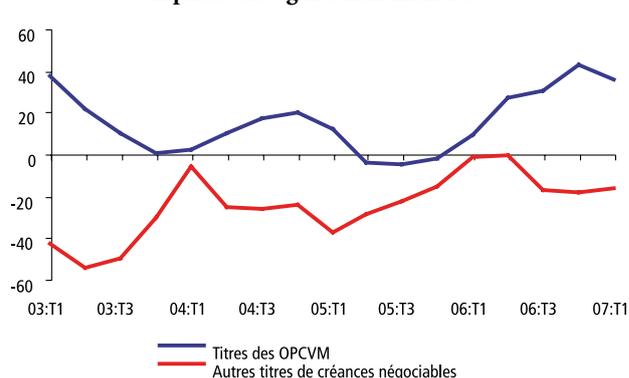
Graphique 4.12 Structure de la croissance des avoirs extérieurs nets



Graphique 4.13 : Croissance annuelle des créances nettes sur l'Etat



Graphique 4.14 : Croissance annuelle des placements liquides des agents non financiers



également ralentie en liaison avec le léger recul de la performance annuelle de la bourse de Casablanca (Graphique 4.16)

4.1.4 Taux de change

Au terme du premier trimestre de l'année 2007, le dirham s'est apprécié de 1,26% face au dollar et a, en revanche, accusé une baisse de 0,28% vis-à-vis de l'euro et ce, comparativement au quatrième trimestre 2006. Cette tendance s'est accentuée au cours des mois d'avril et mai, la monnaie nationale s'étant inscrite, en moyenne, en hausse de 2,57% à l'égard du dollar et déprécié de 0,56% contre l'euro, par rapport aux trois premiers mois.

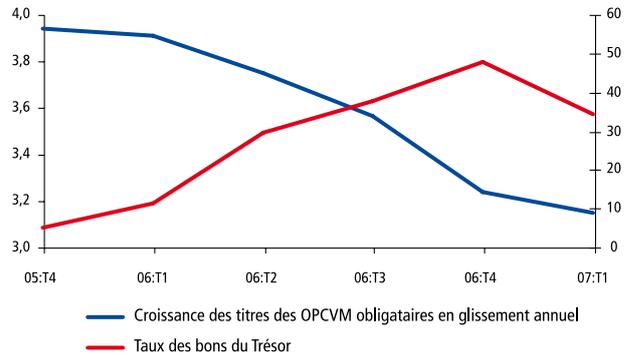
4.2 Prix des actifs

L'indice Masi s'est accru de 21,3% au terme du premier trimestre 2007 et la capitalisation boursière s'est élevée à 500,1 milliards de dirhams. Cette tendance s'est poursuivie en avril, avec une hausse de 7,2% des cours boursiers, l'indice Masi atteignant 12.330,32 points.

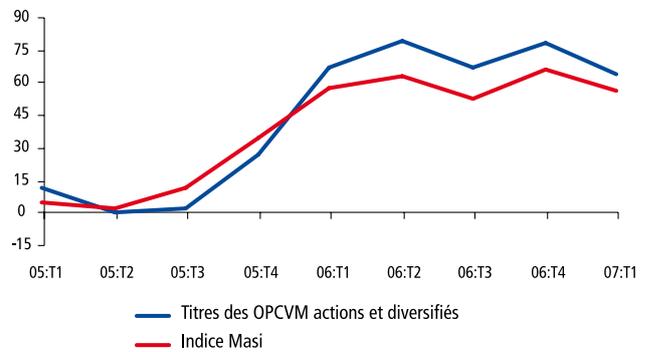
Une correction à la baisse s'est opérée au cours de la deuxième semaine de mai et a concerné principalement les valeurs bancaires, suite à d'importantes opérations de prises de bénéfices. Aussi, l'indice Masi s'est-il déprécié de 3,8% par rapport au mois précédent et la capitalisation boursière a accusé une baisse de 22,2 milliards. Dans un marché vendeur, le chiffre d'affaires boursier s'est accru passant, d'un mois à l'autre, de 15,8 milliards à 25,3 milliards de dirhams.

Au niveau des actifs immobiliers, la tendance haussière des prix se poursuit. En effet, selon les données parcellaires, la flambée des prix touche plusieurs villes du royaume et ce, en liaison, notamment, avec l'accroissement de la demande tant locale qu'étrangère.

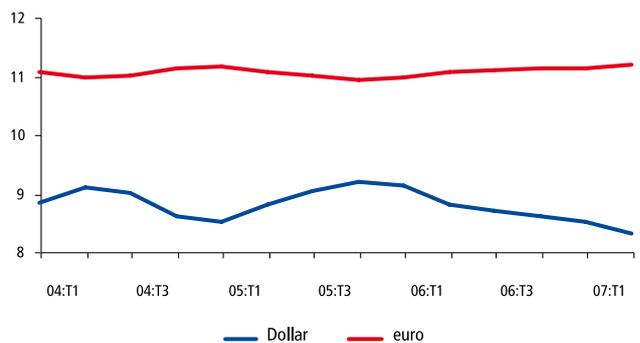
Graphique 4.15 : Évolution de PL3 et taux des émissions des bons du Trésor



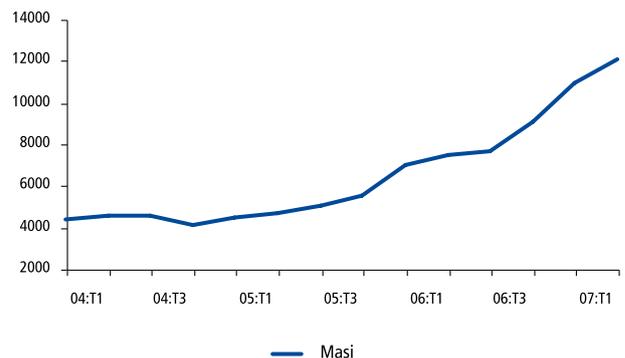
Graphique 4.16 : Croissance en glissement annuel de PL4 et Masi



Graphique 4.17 : Taux de change bilatéral du dirham



Graphique 4.18 : Evolution de l'indice MASI



5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

La hausse de l'indice du coût de la vie a marqué un ralentissement sensible en avril 2007, s'établissant à 2,2% en glissement annuel, au lieu de 3,1% un an auparavant. En outre, cette hausse traduit en grande partie le renchérissement des produits frais. En effet, l'inflation sous-jacente n'a pas dépassé 1,4%, contre 2,9% en avril 2006, traduisant une modération de la tendance générale des prix.

Evolution à fin avril 2007

En avril 2007, l'indice du coût de la vie a enregistré une hausse mensuelle de 0,7% imputable essentiellement aux prix des produits frais, en particulier, les légumes (+15,9%) et les fruits (+8,1%), les prix des viandes ayant fléchi de 3%.

En effet, l'indice de l'inflation sous-jacente a marqué une hausse de 0,2% d'un mois à l'autre après une baisse de 0,7% le mois précédent. Les rubriques qui ont contribué à cette évolution ont été, essentiellement, les produits laitiers, les conserves de légumes ainsi que le loyer, l'habillement, l'équipement ménager et les soins et effets personnels.

En glissement annuel, l'indice du coût de la vie a enregistré un accroissement de 2,2% au lieu de 3,1% un an auparavant. Cette décélération est imputable, principalement, à la baisse de 0,8% des prix du transport privé qui avaient marqué une hausse de 8,5% une année auparavant.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente a connu un ralentissement, revenant de 2,9% à 1,4%. Cette évolution est attribuable, essentiellement, au recul de 16,1% des prix de la rubrique «communication», suite notamment à la réduction de 50%, à fin février, du coût des communications téléphoniques à partir des téléboutiques et des publiphones. En outre, les prix des corps gras, qui avaient enregistré une hausse de 16,3% en avril 2006, ont diminué de 2,6%. Enfin, le rythme de progression des prix du transport en commun, des soins et effets personnels et de l'enseignement a connu une décélération par rapport à la même période de l'année précédente.

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

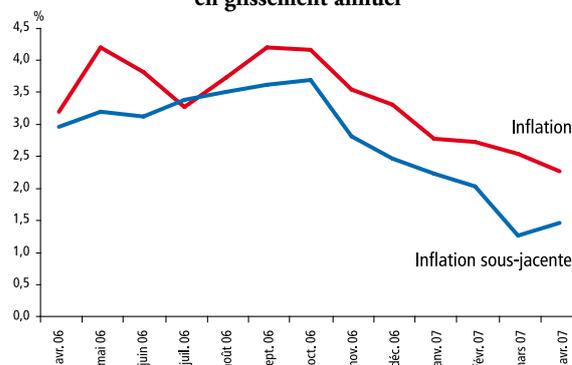


Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous jacente

	Evolution par trimestre en glissement annuel				Evolution par mois en glissement annuel		
	2006				2007		
	1 ^{er} trim	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	1 ^{er} trim	avr. 06 avr. 05	avr. 07 avr. 06
Inflation	2,1	3,7	3,7	3,3	2,6	3,1	2,2
Inflation sous-jacente*	2,8	3,0	3,4	2,9	1,8	2,9	1,4

Source : HCP
* Calculs de BAM

Au stade de la production industrielle, les prix sortie usine ont également marqué une détente, l'indice des prix à la production, hors raffinage du pétrole, ayant augmenté de 0,6% seulement, au lieu de 2,8% en 2006. Ce ralentissement a concerné notamment les prix des produits des industries alimentaires et ceux du textile et de l'habillement.

A court terme, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture menée par la Banque auprès des entreprises du secteur industriel montrent que les industriels tablent sur une tendance à la hausse des prix des produits finis au cours des trois prochains mois et ce, dans la majorité des branches industrielles, à l'exception des industries électriques et électroniques.

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours de quatre prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les développements envisagés pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. En l'absence de la matérialisation des principaux risques identifiés, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres suggère toujours, en ligne avec le Rapport précédent, une détente des pressions sur les prix. Sur cette base, l'inflation se situerait autour de 2,3% en 2007, après 3,3% en 2006, et autour de 2,2% sur l'horizon de prévision (du 2^{ème} trimestre 2007 au 1^{er} trimestre 2008).

6.1 Hypothèses de Scénario de base

6.1.1 Environnement international

L'accélération de la croissance dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne et Italie) pour 2007 et 2008 semble se confirmer selon les dernières prévisions de l'OCDE. Cette évolution devrait favorablement affecter l'activité au Maroc, notamment les exportations à destination de ces marchés. La croissance moyenne de nos principaux partenaires, pondérée par leurs parts respectives dans le commerce extérieur du Maroc, devrait s'établir à environ 2,4% en 2007 et 2008.

Nous capturons les conditions d'ensemble des marchés financiers dans les pays partenaire par le taux d'intérêt dans la zone Euro. Un resserrement de ces conditions est envisagé pour les prochains trimestres : la récente hausse de 0,25% du taux directeur de la BCE intervenue en juin 2007 est prise en compte ainsi qu'une nouvelle augmentation qui devrait l'amener au niveau jugé neutre de 4,25% d'ici à fin 2007.

6.1.2 Environnement national

Globalement, l'environnement national devrait être marqué par un ralentissement de la croissance et une baisse sensible de la consommation privée plus importante que celle envisagée sur la base des données disponibles au moment de la rédaction du Rapport précédent. La croissance dans les secteurs non agricole, tout comme l'investissement privé et public, devraient toutefois rester très dynamiques. Dans ce contexte, la pression sur les capacités de production devrait diminuer et l'output gap global se contracter pour être négatif au cours des trois premiers trimestres de 2007. Par la suite, l'output

gap devrait progressivement augmenter pour se situer à un niveau proche de l'équilibre à fin 2006-début 2007.

La campagne céréalière de 2007 sera très probablement marquée, selon les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture, par une contraction significative de la production. La dernière prévision disponible la situe à environ 20,5 millions de quintaux (contre une prévision de 53 millions de quintaux au moment de la rédaction du Rapport précédent). Cette baisse, attribuable à un important déficit pluviométrique, devrait réduire la valeur ajoutée agricole d'environ 18,2%. Pour 2008 et en l'absence de prévisions relatives à la production céréalière, nous assumons un rebond de la production basé sur la cyclicité historique de la campagne céréalière, tout en gardant le profil d'une année moyenne avec une production d'environ 60 millions de quintaux ; soit une hausse d'environ 23% de la valeur ajoutée réelle du secteur primaire.

Les pressions inflationnistes ayant pour source le marché du travail restent circonscrites. Elles devraient toutefois légèrement s'accroître au cours des prochains trimestres. En effet, si un tassement est envisagé pour les prochains trimestres, le marché du travail continue à être relativement dynamique. Pour les salaires, les informations disponibles indiquent une augmentation sensible en termes réels pour 2006. Pour les prochains trimestres, compte tenu du processus de négociation actuellement en cours entre le Gouvernement et les syndicats, nous n'envisageons pas de relèvement du SMIG. On notera que les revalorisations du SMIG influencent la formation des salaires privés, et se propagent sur l'inflation de manière significative et durable.

Les tensions persistantes sur les marchés internationaux tendent à indiquer que le prix du pétrole continuera à être élevé sur le moyen terme. Cette évolution a bien été anticipée dans le scénario présenté en mars 2007. Les projections des cours du pétrole pour l'année 2007 présentées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, avec un prix moyen de 65\$, semblent en effet se confirmer. Le prix moyen observé sur les marchés, pour les 5 premiers mois de l'année, se situe autour de 63\$ par baril. Pour 2008, l'évolution du prix du pétrole est entourée d'une plus grande incertitude avec un biais à la hausse, notamment du fait d'une augmentation rapide, et qui semble durable, des marges de raffinage. On notera qu'un prix international du baril supérieur à 52\$ devrait, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué, conduire à une augmentation du prix domestique du gasoil¹. L'hypothèse de non répercussion de la hausse des prix internationaux sur le prix domestique, dont le coût est pris en charge par le budget jusqu'à 65\$ selon la Loi de finances 2007, est toutefois retenue. Le scénario central pour l'année 2007 et le premier trimestre 2008 assume donc un maintien du prix du gasoil à la pompe au niveau actuel de 7,22 Dh par litre.

L'inflation mondiale s'est ralentie au début du deuxième trimestre de l'année 2007. A court moyen terme, les perspectives demeurent incertaines, notamment en liaison avec les tensions actuelles sur le marché mondial du pétrole (voir ci-dessus) et une augmentation potentiellement plus forte que prévue de la demande globale. Pour le Maroc, l'évolution des prix à l'importation hors produits pétroliers devrait, comme en 2006, continuer à augmenter plus rapidement que par le passé mais à un rythme moins élevé qu'en 2006. Au total, les pressions sur l'inflation découlant des prix à l'importation hors produits pétroliers devraient être relativement modérées.

6.2 Prévisions d'inflation et balance des risques

En l'absence de la matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, cette prévision de l'inflation indique une hausse des prix pour le deuxième trimestre 2007, en glissement annuel, d'environ 2,0% par rapport à la même période de l'année précédente (voir Tableau 6.1). Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire du 27 mars 2007, le niveau d'inflation (prévision centrale) pour le deuxième trimestre a été relevé de 1,8% à 2,0%. Pour les trois trimestres suivants (du 3^{ème} trimestre 2007 au 1^{er} trimestre 2008), l'inflation, en glissement annuel, se situerait entre 2,2% et 2,4%, et à 2,1% pour le premier trimestre 2008. La mauvaise campagne agricole 2007 qui a impacté à la baisse la valeur ajoutée du secteur primaire a un effet positif sur les prix.

Pour l'ensemble de l'année 2007, l'inflation (prévision centrale) se situerait très probablement aux alentours de 2,3%, au lieu de 3,3% en 2006. Sur l'horizon de prévision (du 2^{ème} trimestre 2007 au 1^{er} trimestre 2008), l'inflation s'établirait à 2,2%.

Tableau 6.1 Prévision centrale de l'inflation pour l'année 2007 et le 1^{er} trimestre 2008

	2007		2008		Moyenne 2007
	2 ^{ème} tr im	3 ^{ème} tr im	4 ^{ème} tr im	1 ^{er} tr im	
Prévision d'Inflation	2,0	2,4	2,2	2,1	2,3

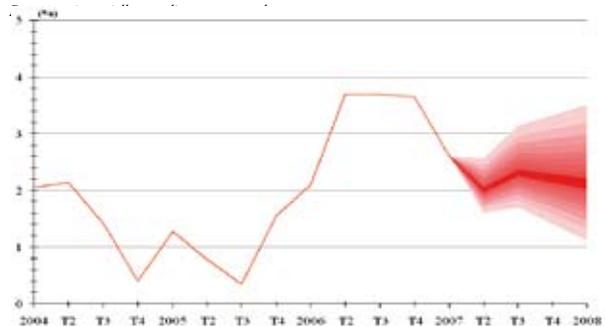
¹ Le gasoil représente plus de 50% de la consommation nationale de produits pétroliers.

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.

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 (voir Graphique 6.1).

L'asymétrie vers le haut du fan chart laisse entrevoir une plus grande probabilité de hausse de l'inflation, par rapport à la prévision centrale. Cette asymétrie découle, d'une part, des risques liés aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (pressions sur les prix du pétrole, augmentation de l'inflation mondiale et resserrement possible de la politique monétaire dans les pays industrialisés) et, d'autre part, des risques liés à l'environnement national (tensions sur le marché du travail et plus forte contraction de la production agricole). La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une inflation supérieure à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation (ICV) pour l'année 2007 et le 1er trimestre 2008



(*) 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

ISBN : *en cours*

BANK AL-MAGRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 37 70 26 26

Fax : (212) 37 20 67 68

www.bkam.ma

بنك المغرب