



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 02 / 2007

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 27 mars 2007





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 27 mars 2007

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                                |
| INAC  | : | Institut National d'Analyse et de Conjoncture           |
| MASI  | : | Morocco All Shares Index                                |
| NAIRU | : | Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment         |
| OPCVM | : | Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières |
| PIB   | : | Produit Intérieur Brut                                  |
| PME   | : | Petites et Moyennes Entreprises                         |
| TIC   | : | Taxe Intérieure de Consommation                         |
| TMP   | : | Taux Moyen Pondéré                                      |
| TUC   | : | Taux d'Utilisation des Capacités de production          |
| TVA   | : | Taxe sur la Valeur Ajoutée                              |
| VA    | : | Valeur Ajoutée  |

---

## SOMMAIRE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés</b> ..... | <b>4</b>  |
| <b>Aperçu général</b> .....                                     | <b>7</b>  |
| <b>1. Orientation de la demande globale</b> .....               | <b>9</b>  |
| 1.1 La production .....   | 9         |
| 1.2 La consommation .....                                       | 10        |
| 1.3 L'investissement .....                                      | 10        |
| 1.4 Le commerce extérieur .....                                 | 11        |
| <b>2. Pressions sur les capacités de production</b> .....       | <b>13</b> |
| 2.1 Tensions sur les capacités .....                            | 13        |
| 2.2 Tensions sur le marché du travail .....                     | 14        |
| <b>3. Prix à l'importation</b> .....                            | <b>15</b> |
| 3.1 L'inflation dans le monde .....                             | 15        |
| 3.2 Prix du pétrole .....                                       | 16        |
| 3.3 Prix à l'importation .....                                  | 16        |
| <b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....        | <b>17</b> |
| 4.1 Conditions monétaires .....                                 | 17        |
| 4.2 Prix des actifs .....                                       | 23        |
| <b>5. Evolution récente de l'inflation</b> .....                | <b>25</b> |
| <b>6. Perspectives de l'inflation pour 2007</b> .....           | <b>27</b> |
| 6.1 Hypothèses de la prévision centrale .....                   | 27        |
| 6.2 Prévisions d'inflation et balance des risques .....         | 27        |

## LISTE DES GRAPHIQUES

|                |   |    |
|----------------|---|----|
| Graphique 1.1  | : Evolution de la structure sectorielle du PIB (en %)                                 | 10 |
| Graphique 1.2  | : Exportations marocaines et demande extérieure                                       | 12 |
| Graphique 2.1  | : Inflation sous-jacente en glissement et Output gap global                           | 13 |
| Graphique 2.2  | : Productivité apparente du travail   | 13 |
| Graphique 2.3  | : Taux de chômage urbain, données trimestrielles                                      | 14 |
| Graphique 3.1  | : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc                                | 15 |
| Graphique 3.2  | : Prix du carburant à la pompe et prix du transport                                   | 16 |
| Graphique 3.3  | : Prix à l'importation des biens de consommation et taux de change                    | 16 |
| Graphique 4.1  | : Position structurelle de liquidité des banques et montant des réserves obligatoires | 17 |
| Graphique 4.2  | : Excédent net de liquidités et interventions de Bank Al-Maghrib                      | 17 |
| Graphique 4.3  | : Taux interbancaire  | 18 |
| Graphique 4.4  | : Taux créditeurs de court terme  | 19 |
| Graphique 4.5  | : Taux sur les bons du Trésor   | 19 |
| Graphique 4.6  | : Croissance monétaire  | 20 |
| Graphique 4.7  | : Money gap et inflation  | 21 |
| Graphique 4.8  | : Crédit de trésorerie et activité économique   | 21 |
| Graphique 4.9  | : Croissance des autres sources de création monétaire                                 | 22 |
| Graphique 4.10 | : Placements liquides   | 22 |
| Graphique 4.11 | : Taux de change bilatéral du dirham  | 23 |
| Graphique 4.12 | : Evolution de l'indice MASI  | 23 |
| Graphique 5.1  | : Inflation et Inflation sous-jacente   | 25 |
| Graphique 6.1  | : Projections de l'inflation (ICV) pour 2007  | 29 |

## LISTE DES TABLEAUX

|             |  |    |
|-------------|--|----|
| Tableau 1.1 | Evolution du PIB trimestriel en volume par grande branche d'activité | 9  |
| Tableau 2.1 | : Indicateurs du marché du travail                                   | 14 |
| Tableau 3.1 | : Evolution récente de l'inflation dans le monde                     | 15 |
| Tableau 3.2 | : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur      | 15 |
| Tableau 4.1 | : Taux courts  | 19 |
| Tableau 4.2 | : Taux sur les bons du Trésor à moyen et long terme                  | 19 |
| Tableau 4.3 | : Taux débiteurs en 2006   | 20 |
| Tableau 5.1 | : Inflation et inflation sous jacente                                | 25 |
| Tableau 6.1 | Prévision de l'inflation pour l'année 2007                           | 27 |

## LISTE DES ENCADRES

|  |    |
|--|----|
| Encadré 1.1 : Principaux apports du nouveau système de comptabilité nationale..... | 12 |
| Encadré 4.1 Position structurelle de liquidité des banques.....                    | 18 |
| Encadré 4.2 : Enquête trimestrielle sur les taux d'intérêt.....                    | 20 |
| Encadré 4.3 Estimation du niveau d'équilibre de la monnaie.....                    | 24 |
| Encadré 6.1. Les modèles de prévision de l'inflation .....                         | 28 |



---

## APERÇU GÉNÉRAL

L'inflation s'est établie au quatrième trimestre 2006 à 3,6% en rythme annuel, soit un taux proche de celui du trimestre précédent. En février 2007, elle a atteint, en glissement annuel, 2,7% au lieu de 1,9% une année auparavant. En revanche, l'indice de l'inflation sous-jacente, qui traduit mieux la tendance fondamentale des prix, a marqué une décélération, en augmentant de 2%, au lieu de 2,9% en février 2006.

Au niveau de l'activité économique, les données disponibles indiquent que l'année 2007 serait marquée par une atténuation du rythme d'augmentation de la demande intérieure principalement en relation avec le ralentissement prévisible de la consommation des ménages résidents. Le dynamisme de l'investissement, quant à lui, devrait se poursuivre, parallèlement à la réalisation des grands projets d'infrastructure. Ainsi, les estimations de l'output gap, qui avaient indiqué dans le dernier rapport l'existence d'un écart positif entre la production effective et la production potentielle en 2006, laissent prévoir qu'au premier trimestre 2007, la production se situerait en deçà de son niveau potentiel. Cette évolution est confirmée par les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib qui révèlent un léger recul du taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel.

Pour l'ensemble de l'année, avec une hypothèse d'une récolte céréalière de 53 millions de quintaux, la valeur ajoutée du secteur agricole baisserait de près de 12%, tandis que les activités du secteur secondaire et des services augmenteraient globalement de 5,5%. Au total, le PIB progresserait d'environ 3%, au lieu de 8,1% en 2006.

Au plan externe, les perspectives demeurent favorables quant à la poursuite de la baisse des prix à l'importation hors pétrole. Après une accélération au cours de l'exercice précédent, en liaison notamment avec le renchérissement du pétrole, l'inflation dans les principaux pays industrialisés a connu un ralentissement au début de l'année 2007. Néanmoins, les projections laissent entrevoir un risque de hausse des prix du pétrole pendant les prochains mois, en liaison avec la faiblesse des capacités de raffinage et la baisse de la production de l'Opep. En outre, les risques d'accélération de l'inflation, notamment chez nos principaux partenaires, subsistent, comme en témoigne le relèvement de 25 points de base du taux directeur opéré par la BCE en mars 2007.

S'agissant des conditions monétaires et financières, il convient de rappeler que le Conseil de la Banque avait relevé le taux appliqué aux reprises de liquidités sur appels d'offres de 25 points de base en décembre 2006. Outre le récent tassement de la croissance des agrégats de monnaie et de crédit, les données disponibles semblent indiquer un léger resserrement au cours des deux premiers mois de 2007, avec notamment la hausse des taux d'intérêt à court terme et la stabilité de ceux à moyen et long terme. Par ailleurs, la poursuite de la forte appréciation des prix des actifs devrait inciter à la prudence.

Au total, il ressort de l'analyse des récentes évolutions que, dans l'ensemble, les pressions qui s'exerçaient sur la demande, et partant sur les prix, ont connu une certaine détente.

Pour l'ensemble de l'année 2007, en l'absence de la concrétisation d'un certain nombre de risques qui pèsent sur les prix, les prévisions montrent une détente des pressions inflationnistes. Après un taux de 3,3% en 2006, qui intégrait l'impact ponctuel du relèvement de certains taux de la TVA, la prévision centrale de l'inflation se situerait autour de 2%, dans une fourchette de 1,5% à 3,1%, compte tenu de la balance des risques.

Ces incertitudes sont liées à l'environnement international, notamment le cours du pétrole et l'évolution de l'activité et de l'inflation chez nos principaux partenaires et, au plan interne, à l'importance des encaisses constituées par les agents économiques, à la baisse de l'offre agricole et la réévaluation éventuelle des salaires en période préélectorale. En cas de survenance de ces risques, il existe une forte probabilité que l'inflation dépasse la prévision centrale.

## 1. ORIENTATION DE LA DEMANDE GLOBALE <sup>(1)</sup>

L'année 2006 a été marquée par un raffermissement de la demande intérieure, aussi bien de consommation que d'investissement. En effet, stimulée par l'amélioration des revenus des ménages ruraux, suite à une bonne campagne agricole, ainsi que par le renforcement des transferts des MRE, la consommation finale globale a connu une hausse de 10,3% en prix courants, nettement supérieure à celle de 3,7% enregistrée en 2005. Par ailleurs, dans un contexte de taux d'intérêt attractifs, l'expansion des crédits à la consommation a également contribué à l'augmentation des achats des ménages. En ce qui concerne la consommation des services non marchands fournis par les administrations publiques, elle a enregistré une hausse de 3% en 2006, contre 6,9% en 2005 et 9,4% en 2004. A l'inverse, l'investissement public a poursuivi son dynamisme en 2006, grâce à une consolidation des dépenses en biens d'équipement et une accélération des investissements en immobilier et en travaux publics. Dans ces conditions, le déficit budgétaire a été maîtrisé aux alentours de 1,7% du PIB contre 2,8% en 2005.

Les perspectives de croissance pour le début de l'année 2007 seraient marquées par un maintien des tendances à la hausse de la demande intérieure en dépit d'un ralentissement de la consommation des ménages résidents suite à un éventuel fléchissement du revenu des ménages ruraux. Par ailleurs, la demande d'investissement en 2007 devrait bénéficier de la poursuite des grands projets d'infrastructure, des actions prévues dans le cadre de l'INDH et des programmes autoroutiers et d'habitat social.

### 1.1 La production

La croissance économique s'est accélérée au quatrième trimestre 2006 avec une hausse du PIB de 7,4%, en glissement annuel, après celle de 6,5% le trimestre précédent. Le PIB agricole a progressé de 30,3% au quatrième trimestre 2006, le redressement de la production ayant concerné l'ensemble des cultures notamment les céréales et les primeurs destinées à l'exportation.

Le PIB non agricole a également enregistré une amélioration, avec une croissance passée de 3,2% au troisième trimestre 2006 à 4,1% au quatrième trimestre. Cette accélération a été observée dans toutes les branches d'activité, avec des taux de croissance relativement élevés dans celles des BTP (6,3%), du commerce (6,5%) et des transports et télécommunications (5,0%).

Au total, la croissance du PIB sur l'ensemble de l'année 2006 a atteint 8,1% avec, en termes de contribution, 4,2 points pour le secteur agricole, contre 1 point pour les activités liées au commerce et 0,6 point pour les industries de transformation. Bien que son poids dans la structure du PIB global ait été orientée à la baisse durant les 20 dernières années en faveur des secteurs secondaire et tertiaire (Graphique 1.1), le secteur agricole demeure un déterminant important de la dynamique de la croissance économique au Maroc, de par son impact sur les revenus des ménages et compte tenu de l'ampleur des fluctuations de sa production.

Compte tenu du déficit pluviométrique enregistré dès le début de la campagne agricole 2006/2007, nos estimations font apparaître que la production du secteur agricole attendue pour l'année 2007 marquera un repli qui ne manquera pas d'influencer négativement celles des autres secteurs. La valeur ajoutée du secteur agricole enregistrerait durant

Tableau 1.1 Evolution du PIB trimestriel en volume par grande branche d'activité (Base 100=1980)

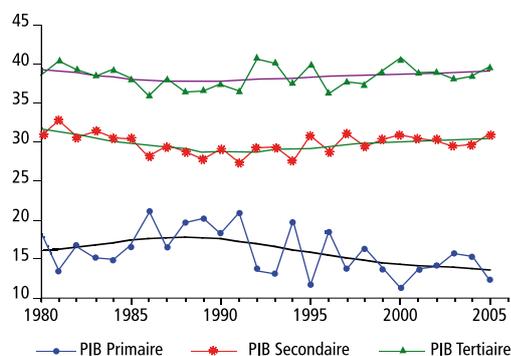
|   | 2005 |      | 2006 |      |       | 2007  |
|---|------|------|------|------|-------|-------|
|   |      | T1   | T2   | T3   | T4    | T1*   |
| <b>Agriculture, sylviculture et pêche</b> | 17,7 | 30,3 | 32,2 | 29,9 | 30,3  | -10,0 |
| <b>PIB hors agriculture:</b>              | 5,2  | 3,4  | 4,4  | 3,2  | 4,1   | 3,8   |
| Mines                                     | 5,2  | -2,9 | 0,2  | 0,3  | 9,1   | 1,5   |
| Energie                                   | 18,3 | -0,1 | 1,9  | -1,6 | -20,0 | 0,5   |
| Industries de transformation              | 2,6  | 3,9  | 5,1  | 2,9  | 2,7   | 3,4   |
| Bâtiment et travaux publics               | 5,9  | 7,7  | 6,0  | 6,6  | 6,3   | 7,0   |
| Commerce                                  | 2,2  | 8,8  | 8,9  | 6,7  | 6,5   | 7,5   |
| Transports et communications              | 7,1  | 6,2  | 5,6  | 6,2  | 5,0   | 6,5   |
| Autres services marchands                 | 3,0  | 3,4  | 3,5  | 3,1  | 4,1   | 3,0   |
| Administrations publiques                 | 5,1  | -1,5 | 1,2  | -0,3 | 3,8   | 0,5   |
| DTI                                       | 8,5  | 3,6  | 5,0  | 4,9  | 4,0   | 5,0   |
| <b>Produit intérieur brut</b>             | 1,7  | 6,7  | 7,9  | 6,5  | 7,4   | 4,0   |

Source : HCP et calculs BAM  
(\* Prévvisions de BAM)

1 Les données annuelles relatives aux agrégats de la nation sont présentées selon le nouveau système de comptabilité nationale base 1998

le premier trimestre 2007 une baisse estimée entre 10% et 12%, tandis que les activités non agricoles s'inscriraient en hausse de 3,8%.

**Graphique 1.1 : Evolution de la structure sectorielle du PIB (en %)**



Sources : HCP, calculs de BAM

L'activité du secteur du BTP continuerait à croître à un rythme soutenu (7%), en liaison avec l'importance des investissements publics et privés. Les activités du commerce, des transports et des télécommunications poursuivraient leur tendance haussière, avec des taux de croissance qui se situeraient aux alentours de 7,5% et 6,5% respectivement durant le premier trimestre 2007. Un léger ralentissement marquerait l'évolution du secteur des industries de transformation, qui progresserait de 3,4% au premier trimestre 2007, contre 3,9% le trimestre précédent.

Pour l'ensemble de l'année 2007, avec une hypothèse d'une récolte céréalière de 53 millions de quintaux, la valeur ajoutée du secteur agricole, selon les estimations du HCP, baisserait de près de 12%, tandis que les activités du secteur secondaire et des services augmenteraient globalement de 5,5%. Au total, le PIB progresserait d'environ 3%, au lieu de 8,1% en 2006.

## 1.2 La consommation

En 2006, le revenu national brut disponible s'est accru de 11,5% au lieu de 5,6% en 2005. Il a été affecté aux dépenses de consommation finale à concurrence de près de 70%. Celles-ci

ont augmenté de 10,3% en prix courants, au lieu de 3,7% en 2005. La consommation finale des ménages, a enregistré une hausse de 12,8% contre 2,7% en 2005. En prix constants, elle aurait progressé de 9,4%, au lieu de 1,1% en 2005 et 5,3% en 2004. La consommation des ménages aurait ainsi contribué à la croissance du PIB à hauteur de 65%, au lieu de 25% seulement en 2005. De telles fluctuations traduisent en partie la corrélation étroite entre la production agricole, d'une part, et la consommation des ménages, d'autre part, compte tenu de l'autoconsommation.

En ce qui concerne la consommation des services fournis par les administrations publiques, elle aurait enregistré en termes réels une hausse de 2,3%, comparable à celle de l'année précédente, mais nettement inférieure à celle de 2004.

En 2007, la consommation finale nationale augmenterait de près de 4,3%, en prix courants, au lieu de 10,3% en 2006. Ce ralentissement serait dû à une augmentation modérée de la consommation des ménages résidents, qui reviendrait à 3% au lieu de 12,8% en 2006. Quant à la consommation des administrations publiques, elle devrait enregistrer une progression de plus de 8,5% au lieu de 3% en 2006, en raison de la hausse des dépenses de fonctionnement.

## 1.3 L'investissement

Les dépenses d'investissement progressent à un rythme soutenu avec un taux de croissance d'environ 11% depuis 2004 et un taux comparable escompté pour 2007. Cet essor s'explique en grande partie par la mise en œuvre de projets d'envergure, notamment dans les secteurs de l'habitat, du tourisme, de l'industrie, ainsi que par les actions entreprises par l'Etat en matière d'amélioration du climat des affaires. Le dynamisme de l'investissement tient également au regain de confiance des opérateurs, aussi bien nationaux qu'étrangers, dans l'économie nationale, à la faveur du processus de réformes en cours.

En effet, après une hausse de 10,5% en 2006, la formation brute de capital fixe augmenterait de près de 11% en 2007. En termes réels, elle

aurait progressé de 7,5% en 2006 et contribué à la croissance économique à hauteur d'environ 2 points de pourcentage, soit une proportion pratiquement constante depuis 2004. Le taux d'investissement, compte tenu de la variation des stocks, atteindrait 29,9% du PIB en 2007, contre 29,4% en 2006. Enfin, le secteur public devrait contribuer notablement à l'effort d'investissement avec un montant global de 91 milliards de dirhams en 2007 en progression de 10,4% par rapport à 2006. Les investissements programmés portent sur les infrastructures de base notamment l'eau, l'électricité, la santé, les routes, les barrages, les ports, les transports, les télécommunications, l'enseignement et la formation professionnelle.

La mise en chantier de grands projets d'infrastructure et les programmes de construction de logements sociaux ont engendré une dynamique dans le secteur du BTP et amélioré la compétitivité. Par ailleurs, il convient de noter que la poursuite de l'amélioration du climat des affaires a contribué au renforcement de l'investissement privé.

Les investissements directs étrangers ont atteint en 2006 plus de 27 milliards de dirhams. Stimulés auparavant par les privatisations et les investissements de portefeuille, ils sont liés davantage cette année aux opérations d'extension des capacités de production et de renouvellement des installations. Les nouveaux investissements ont concerné notamment l'industrie électrique et électronique, le textile et l'habillement, les cimenteries, la chimie et la pharmacie, l'agroalimentaire, les télécommunications et la métallurgie. Les projets d'envergure mis en exécution en 2007 porte en particulier sur l'achèvement du complexe portuaire Tanger-Med, le programme autoroutier national, l'aménagement de la vallée du Bouregreg et d'autres sites touristiques, notamment dans le cadre du Plan Azur.

Au total, les dépenses d'investissement, compte tenu de la variation des stocks, sont estimées à près de 165 milliards de dirhams. Elles ont été largement couvertes par l'épargne nationale, évaluée à 192 milliards, ce qui a permis en outre de dégager une capacité de financement vis-à-vis de l'extérieur.

## 1.4 Le commerce extérieur

L'économie marocaine est de plus en plus ouverte sur l'extérieur. Le taux d'ouverture, calculé en rapportant le total des échanges commerciaux avec le reste du monde au PIB, est estimé à 54,4% en 2006, soit une progression de 12% sur les cinq dernières années.

En 2006, les exportations ont enregistré une bonne performance, avec un taux d'accroissement de 11,2% après celui de 12,9% observé en 2005. Au niveau des importations, le net ralentissement de la hausse de la facture énergétique en 2006 (5,1% contre 64,7% en 2005) a permis de réduire significativement leur taux d'expansion, revenu à 11% contre 16,8% en 2005.

Compte tenu des recettes du tourisme, qui correspondent à des ventes de services aux non résidents, les exportations globales de biens et services, en termes de comptes nationaux, ont marqué une expansion de 14,7% en 2006, après celle de 13,3% en 2005. En prix constants, elles ont progressé de 10,8% en 2006, contribuant à la croissance du PIB à concurrence de 3,4 points de pourcentage.

En regard, les importations de biens et services ont augmenté de 10,5% en prix courants et de 6,1% en prix constants, dégageant un déficit en ressources en baisse de 11% en un an et équivalant à près de 5% du PIB, au lieu de 6% en 2005. Cette amélioration qui traduit davantage l'essor des exportations, notamment de services, qu'un alourdissement des importations, laisse apparaître que la forte augmentation de la consommation enregistrée en 2006 a concerné surtout les biens non échangeables.

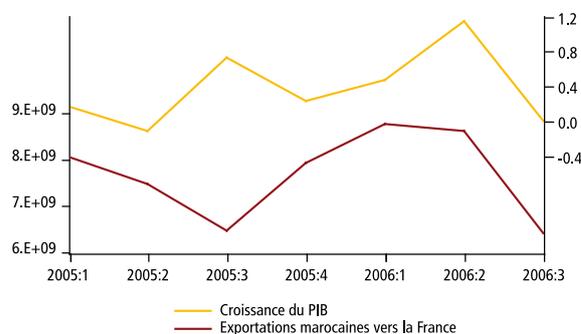
S'agissant du compte courant de la balance des paiements, compte tenu, notamment, de la poursuite de l'expansion des transferts effectués par les MRE, il a dégagé en 2006 un excédent de 21 milliards de dirhams, soit 3,7% du PIB.

En janvier 2007, les échanges commerciaux ont poursuivi leur progression à un rythme soutenu. L'analyse des données du commerce

extérieur montre que les exportations marocaines dépendent largement de la conjoncture de la zone euro qui continue à absorber plus de 70% des ventes du Maroc à l'étranger. La hausse de 7,5%, en glissement annuel, des exportations en janvier 2007 peut être attribuée à l'expansion économique des pays partenaires, en particulier la France (Graphique 1.2) et l'Espagne dont les parts respectives dans les exportations marocaines se sont élevées à 29,2% et 22,5%. Les exportations ont bénéficié également d'autres facteurs favorables, notamment l'amélioration de la compétitivité des prix. De bonnes performances ont été enregistrées au niveau des ventes d'articles d'habillement et de phosphates et dérivés, dont les contributions dans la hausse globale des exportations ont été de l'ordre de 28% et 14% respectivement.

Les importations ont pour leur part progressé de 13,1%, en glissement annuel, reflétant essentiellement l'expansion des achats liés au développement de l'activité productive et aux acquisitions de biens de consommation.

**Graphique 1.2 : Exportations marocaines et demande extérieure (données trimestrielles)**



Source : HCP, calculs BAM

### Encadré 1.1 : Principaux apports du nouveau système de comptabilité nationale

L'adoption de ce nouveau système devrait permettre :

- un élargissement de l'assiette de la production nationale prise en compte dans le calcul du PIB ;
- une analyse plus fine des performances de l'économie nationale, grâce à la possibilité de confectionner des comptes satellites permettant d'analyser individuellement les principales activités ;
- l'obtention de données plus significatives de l'activité réelle des secteurs, grâce à l'élimination de l'influence de la fiscalité dans l'évaluation des productions (actuellement évaluées au prix «sortie usine», celles-ci seront désormais évaluées au «prix de base», c'est-à-dire hors impôts à l'exception de la patente et de la TVA non déductible).

L'adoption de ce nouveau cadre comptable devrait donc améliorer sensiblement la pertinence conceptuelle des «nouveaux» agrégats calculés.

## 2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les estimations du précédent rapport avaient dégagé que l'output gap, qui mesure l'écart entre la production effective et la production potentielle, a été positif en 2006, ce qui est de nature à alimenter les pressions inflationnistes. Néanmoins, certains développements récents tendent à révéler l'atténuation des tensions sur les capacités de production, à l'exception de ceux relatifs au marché du travail.

### 2.1 Tensions sur les capacités

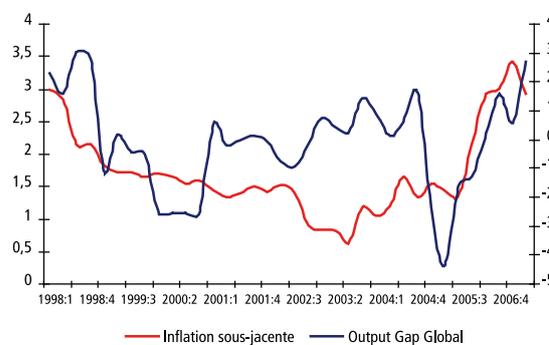
Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, la croissance est restée, en 2006, supérieure à la croissance potentielle de l'économie, l'output gap global étant resté positif.

Cependant, les prévisions pour le premier trimestre 2007 laissent apparaître que la production se situerait légèrement en deçà de son niveau potentiel. Cette tendance baissière, est confirmée par les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib qui font ressortir un taux d'utilisation des capacités d'environ 71% au cours des deux premiers mois de 2007, en légère baisse par rapport au quatrième trimestre 2006. Pour l'ensemble de l'année, la croissance économique devrait revenir à 3% au lieu de 8,1% en 2006, l'output gap devenant ainsi négatif. Cependant, la croissance non agricole devrait se maintenir au cours de l'année 2007 à un rythme soutenu, soit aux alentours de 5,5%, au lieu de 5,2% en 2006.

L'évolution de la productivité apparente du travail, mesurée ici comme étant le rapport entre le PIB non agricole et l'emploi urbain, fournit également un éclairage sur les tensions s'exerçant sur les capacités de production. A partir de 2004, et en particulier durant l'année 2005, on observe une augmentation soutenue de la productivité apparente du travail dans le secteur non agricole, qui semble néanmoins se réduire au début 2006 sous l'effet de l'expansion rapide de l'emploi. Cependant, la productivité apparente a renoué avec sa tendance haussière à partir de la deuxième moitié de l'année 2006 et ce, sous l'effet conjugué de la croissance continue du PIB non agricole et du recul de la population occupée.

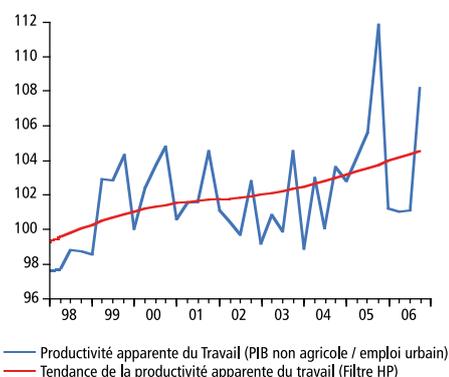
Au-delà de ces fluctuations cycliques, il semble que la productivité du travail tend à s'améliorer de

Graphique 2.1 Inflation sous-jacente en glissement et Output gap global (en %)



Source : HCP et estimations de BAM

Graphique 2.2 : Productivité apparente du travail (Base 100 = 2000)



Source : HCP et estimations de BAM

manière fondamentale. Les réformes structurelles engagées depuis plusieurs années (ouverture commerciale, privatisations, amélioration de la gouvernance et du climat des affaires) ainsi que la hausse de l'investissement public et privé pourraient expliquer cette évolution favorable.

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

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme de l'année 2006, la situation du marché du travail au Maroc a été caractérisée par une nette amélioration en milieu urbain (Tableau 2.1). Ainsi, les créations annuelles nettes d'emplois ont été de 300.000 postes dont plus de 90% en milieu urbain et ce, contre une création annuelle moyenne d'emplois de 200.000 postes durant les 6 dernières années. Les principaux pourvoyeurs d'emplois sont les secteurs du bâtiment et des services qui ont contribué respectivement à hauteur de 107.000 et 215.000 nouveaux postes, suivis par l'industrie qui en a généré 22.000. Par contre, l'emploi dans le secteur agricole a reculé de 49.000 postes.

Cette conjoncture du marché du travail, globalement favorable, s'est traduite par une baisse de 135.000 de l'effectif des chômeurs par rapport à l'année 2005 et un recul du taux de chômage national de 11,1% à 9,7% d'une année à l'autre. Il s'agit d'une performance exclusivement urbaine puisque le taux de chômage des citadins est revenu de 18,4% à 15,5% contre une quasi-stagnation en milieu rural (de 3,6% à 3,7%).

Graphique 2.3 Taux de chômage urbain, données trimestrielles

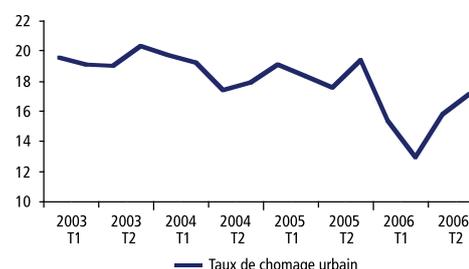


Tableau 2.1 Indicateurs du marché du travail

|  | 2004       | 2005       | 2006       |            |
|--|------------|------------|------------|------------|
|  |            |            | T1         | Année      |
| <b>Population active occupée nationale</b> | <b>3,6</b> | <b>0,9</b> | <b>3,2</b> | <b>3,1</b> |
| <b>Population active occupée urbaine</b>   | <b>4,4</b> | <b>1,3</b> | <b>8,7</b> | <b>6,1</b> |
| Taux d'emploi national                     | 46,9       | 45,9       | 46,0       | 46,3       |
| Taux d'emploi urbain                       | 37,4       | 36,6       | 37,7       | 37,8       |
| Taux de chômage national                   | 10,8       | 11,1       | 10,9       | 9,7        |
| Taux de chômage urbain                     | 18,4       | 18,4       | 17,2       | 15,5       |
| Taux d'activité national                   | 52,6       | 51,5       | 51,7       | 51,3       |
| Taux d'activité nationale                  | 45,8       | 44,9       | 45,5       | 44,7       |

Source : HCP  
(1) Variation en glissement annuel

### 3. PRIX À L'IMPORTATION

La tendance baissière des prix à l'importation des biens de consommation, entamée à partir du troisième trimestre de 2006, s'est confirmée durant le quatrième trimestre de l'année 2006 et au début de l'année 2007. Cette évolution, conjuguée au recul du prix du baril de pétrole sur le marché international, devrait impacter favorablement l'inflation importée au Maroc pour l'ensemble de l'année 2007. Toutefois, la dépréciation du dirham par rapport à l'Euro, bien qu'elle se soit atténuée récemment, ne manquerait pas de peser sur les prix à l'importation.

#### 3.1 L'inflation dans le monde

Après une accélération au cours de l'exercice précédent, en liaison notamment avec la flambée des prix de pétrole, l'inflation dans les principaux pays industrialisés a connu un ralentissement au début de l'année 2007 (Tableau 3.1). Cette évolution est due notamment à la baisse de 15% du prix du baril du pétrole par rapport au même mois de l'année précédente, ainsi qu'à l'impact des resserrements des politiques monétaires.

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

|            | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
|------------|-------|-------|-------|-------|
|            | janv. | janv. | janv. | janv. |
| Etats-Unis | 1,9   | 3,0   | 4,0   | 2,1   |
| Zone Euro  | 1,9   | 1,9   | 2,4   | 1,8   |
| France     | 2,0   | 1,6   | 2,0   | 1,2   |
| Espagne    | 2,3   | 3,1   | 4,2   | 2,4   |
| Japon      | -0,3  | 0,2   | -0,1  | 0,0   |

Source : FMI

#### 3.2 Prix du pétrole

La tendance baissière du prix du pétrole, observée depuis septembre 2006, s'est ralentie en 2007. Le cours du baril de Brent s'est situé autour de 59 \$ en moyenne au cours des cinq derniers mois pour s'établir à 53,6 \$ le baril en janvier 2007, avant de remonter à 57,7\$. Cette évolution s'explique principalement par la réduction de la production des pays de l'Opep et la fermeture de plusieurs raffineries américaines et ce, bien que l'évolution de la demande ait été relativement modérée.

Au Maroc, les prix à la pompe, indexés sur les cours mondiaux du pétrole, ont poursuivi leur tendance baissière avec une nouvelle réduction en janvier 2007 qui a fait suite à celle d'octobre 2006.

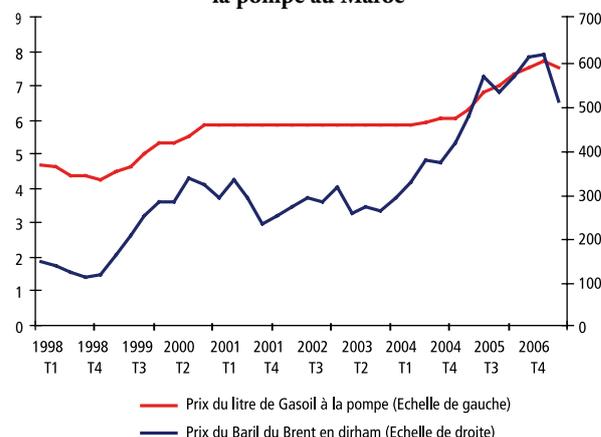
**Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur**

en glissement annuel

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

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

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



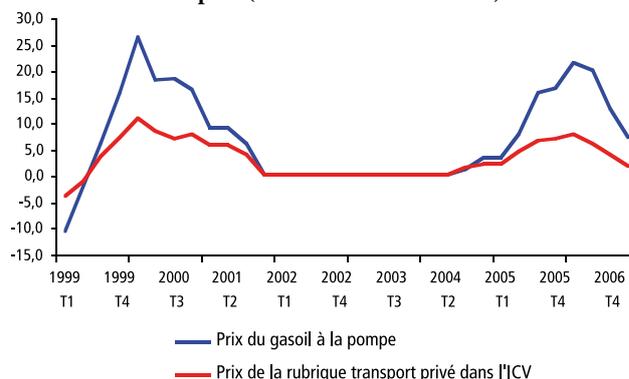
Cependant, les anticipations des opérateurs du marché au niveau mondial, la faiblesse des capacités de raffinage inutilisées, ainsi que les risques liés aux tensions géopolitiques laissent présager un risque d'augmentation des cours mondiaux durant le reste de l'année 2007 avec un prix annuel moyen estimé à 65 dollars le baril.

### 3.3 Prix à l'importation

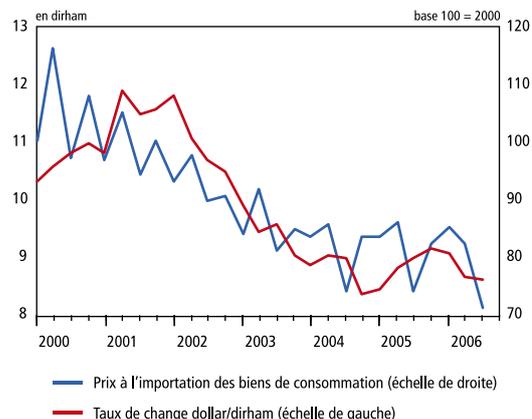
Les prix à l'importation ont connu au cours des dernières années une orientation à la baisse qui tient notamment à la modération des prix sur les marchés internationaux, au démantèlement tarifaire et à l'ouverture de l'économie marocaine sur son environnement extérieur. Cette évolution ressort surtout au niveau des prix à l'importation des biens de consommation comme l'illustre le graphique 3.3.

Les données du quatrième trimestre de l'année 2006 font apparaître la poursuite de cette tendance, notamment pour les prix à l'importation des biens finis de consommation facturés en dollar.

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



Graphique 3.3 Prix à l'importation des biens de consommation et taux de change



## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Depuis le Conseil de la banque de décembre 2006, le taux d'intervention de la banque au titre des reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres a été relevé de 25 points de base, passant de 2,50% à 2,75%.

Les conditions monétaires, tout en demeurant globalement favorables, ont connu un léger resserrement au début de l'exercice 2007. Les taux d'intérêt à court terme, à l'exception de ceux assortissant les dépôts à terme auprès des banques, ont marqué une hausse par rapport aux niveaux observés à fin 2006, alors que les taux sur les bons du Trésor à moyen et long terme sont restés quasiment inchangés. La croissance de la masse monétaire et du crédit, qui apparaît supérieure à celle de l'activité économique au quatrième trimestre 2006, s'est légèrement ralentie en janvier. Les prix des actifs financiers, comme en témoigne l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca, poursuivent leur appréciation mais à une cadence légèrement moins marquée. Enfin, la tendance du taux de change s'est inversée, le dirham ayant marqué au terme des deux premiers mois de 2007 une légère appréciation par rapport à l'euro et une dépréciation vis-à-vis du dollar.

### 4.1 Conditions monétaires

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

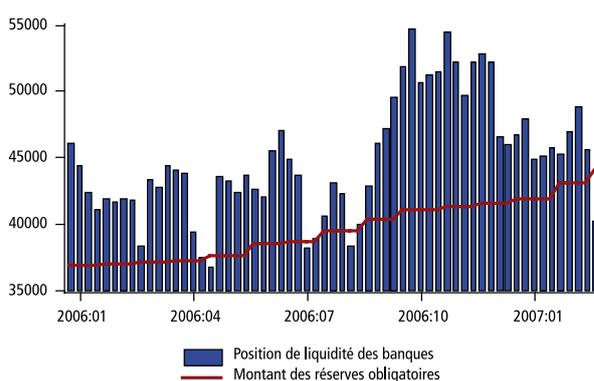
La position structurelle de liquidité des banques (voir Encadré 4.1) s'est sensiblement améliorée au quatrième trimestre 2006 pour atteindre 50,3 milliards, niveau qui a dépassé la moyenne des réserves obligatoires d'environ 9 milliards<sup>(1)</sup> (Graphique 4.1). Dans ces conditions, le taux interbancaire, qui s'était élevé à 2,93% au troisième trimestre, a fléchi de 57 points de base pour s'aligner en moyenne sur le taux assortissant les reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres de Bank Al-Maghrib, soit 2,50%.

Le Conseil de la Banque, en se fondant sur l'analyse des évolutions économiques, monétaires et financières observées en 2006, avait procédé, lors de sa réunion du 19 décembre, au relèvement du taux des reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres de 25 points de base, le portant à 2,75%, tout en maintenant les taux assortissant les autres instruments inchangés. Cette décision s'est traduite par la hausse du taux sur le marché interbancaire.

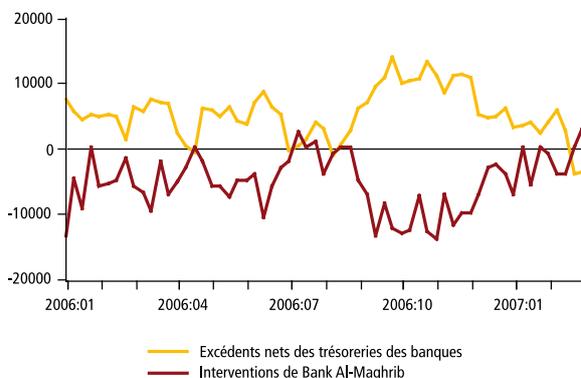
Au début de l'année 2007, les conditions d'offre et de demande sur le marché monétaire font ressortir deux profils différents (Graphique 4.2).

Entre la première semaine de janvier et la deuxième semaine de février, l'effet expansif du reflux de la circulation fiduciaire a compensé l'influence

Graphique 4.1 Position structurelle de liquidité des banques et montant des réserves obligatoires (données hebdomadaires en millions de DH)



Graphique 4.2 : Excédent net de liquidités et interventions de Bank Al-Maghrib (données hebdomadaires en millions de DH)



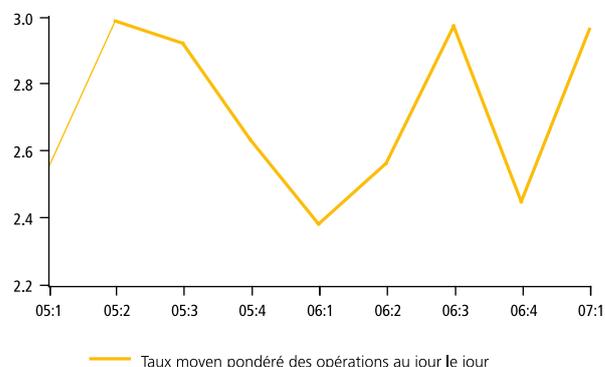
(1) Hors encaisses en monnaie fiduciaire

restrictive de l'amélioration de la position nette du Trésor, laissant quasiment inchangée la situation de liquidité des banques. Malgré la légère hausse de la demande en monnaie banque centrale, en liaison avec l'augmentation du montant des réserves obligatoires, les trésoreries des banques ont dégagé pendant cette période un excédent net estimé à près de 3,6 milliards. L'absorption de cet excédent par Bank Al-Maghrib a été opérée principalement à travers les reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres au taux de 2,75%, ce qui a entraîné une hausse du taux interbancaire de 35 points de base par rapport au niveau moyen constaté au dernier trimestre 2006.

A partir de la dernière semaine de février, les trésoreries bancaires ont subi l'effet restrictif conjugué de la baisse des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib et de la hausse du montant des réserves obligatoires ainsi que du compte du Trésor auprès de la banque centrale, dégageant un déficit de l'ordre de 3,3 milliards, qui a été couvert principalement par le recours aux avances à 7 jours sur appel d'offres, au taux de 3,25%.

Au total, la hausse des taux d'intervention de la Banque, conjuguée à la stagnation puis au recul de la position de liquidité des banques au terme des dix premières semaines de l'année 2007, s'est traduite par une augmentation du taux interbancaire par rapport au niveau constaté au dernier trimestre 2006 (Graphique 4.3).

Graphique 4.3 : Taux interbancaire  
(données trimestrielles \*)



(\*) L'observation du premier trimestre 2007 correspond à la moyenne quotidienne de la période allant du 01/01/2007 au 18/03/2007

#### Encadré 4.1 Position structurelle de liquidité des banques

La liquidité bancaire est généralement considérée comme étant la capacité des établissements de crédit à faire face à leurs obligations de trésorerie suivant leur échéance. Le premier indicateur d'évaluation de l'**excédent de liquidité** ou du besoin de financement des banques à un moment donné est la **position structurelle de liquidité des banques (PSLB)** qui reflète l'effet de l'ensemble des facteurs autonomes.

$$\begin{aligned} \text{PSLB} &= \text{Avoirs extérieurs nets} + \text{Avances au Trésor} - \text{Comptes du Trésor} + \text{Autres éléments de l'actif} - \text{Autres éléments du passif} - \text{Circulation fiduciaire} \\ &= \text{Avoirs extérieurs nets} + \text{Position nette du Trésor} + \text{Autres éléments nets} - \text{Circulation fiduciaire} \end{aligned}$$

Une fois la position structurelle de liquidité des banques mesurée, l'autre élément qui détermine l'état des trésoreries bancaires est le système des **réserves obligatoires** qui crée un besoin supplémentaire en monnaie banque centrale chez les banques. Ainsi, l'excédent net de liquidité des banques équivaut à la PSLB nette des réserves obligatoires.

### 4.1.2 Taux d'intérêt

Les taux courts, à l'exception de ceux sur les dépôts auprès des banques, ont reflété l'évolution du taux interbancaire, marquant une baisse significative au dernier trimestre 2006 puis un redressement au début de l'année 2007. Parallèlement, les taux sur les bons du Trésor à moyen et long terme ont vu leur tendance baissière se ralentir en janvier puis s'inverser en février 2007. Enfin, les taux débiteurs ont connu en 2006 une orientation globalement proche de celle des taux sur les émissions du Trésor.

Les taux assortissant les émissions du Trésor à court terme sont les plus liés à l'évolution du taux interbancaire. Au quatrième trimestre 2006, ils avaient enregistré des baisses significatives par rapport aux émissions précédentes avant de s'orienter globalement à la hausse au terme des deux premiers mois de 2007, parallèlement à la hausse du loyer de l'argent au jour le jour.

Concernant **les taux des dépôts**, après avoir augmenté de 12 points de base en moyenne au cours du dernier trimestre 2006 (Graphique 4.4), le taux moyen pondéré des dépôts à six et à douze mois s'est inscrit en baisse en janvier, revenant à 3,46%.

L'évolution des taux sur les émissions du Trésor à **moyen et long terme** est notamment déterminée par les variations des taux courts et les anticipations des agents économiques. Après une orientation à la baisse en 2006, ces taux ont connu un ralentissement puis un redressement au titre respectivement du premier et du deuxième mois de 2007, sous l'effet de la hausse actuelle et prévisible des taux courts.

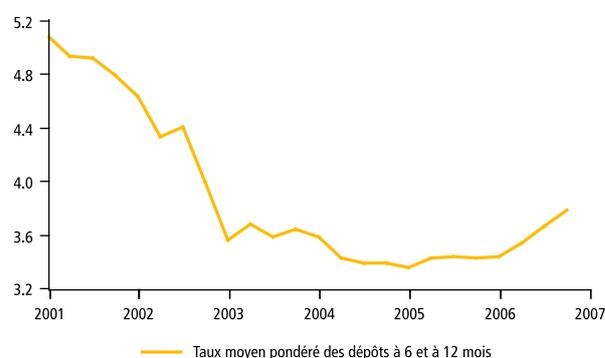
Selon les données de l'enquête trimestrielle auprès des banques, les conditions débitrices ont globalement connu une détente au cours du dernier trimestre 2006 (Tableau 4.3). Les taux sur les crédits à moyen et long terme, notamment ceux sur les prêts immobiliers, ont poursuivi leur baisse régulière constatée depuis le deuxième trimestre.

Les taux sur les crédits à court terme, qui avaient connu des tensions au troisième trimestre, ont

Tableau 4.1 : Taux courts (données trimestrielles)

|                              | 2005 | 2006 |      |      |      | 2007<br>jan./fév. |
|------------------------------|------|------|------|------|------|-------------------|
|                              |      | T1   | T2   | T3   | T4   |                   |
| Bons du Trésor à 13 semaines | 2,45 | 2,65 | 2,62 | -    | 2,52 | 2,73              |
| Bons du Trésor à 26 semaines | 2,54 | -    | 2,78 | -    | 2,62 | 2,85              |
| Bons du Trésor à 52 semaines | 2,89 | 3,06 | 3,00 | -    | -    | 3,48              |
| Dépôts à 6 et à 12 mois      | 3,40 | 3,43 | 3,52 | 3,65 | 3,77 | 3,49              |

Graphique 4.4 : Taux créditeurs de court terme

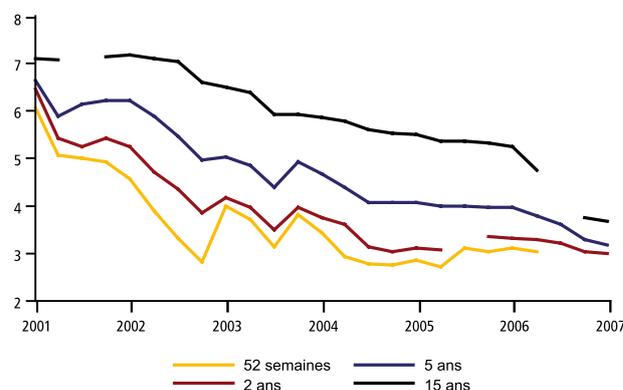


(\*)L'observation du premier trimestre 2007 correspond à la moyenne de s deux mois de janvier et février

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

|        | 2005 | 2006 |      |      |      | 2007<br>jan./fév. |
|--------|------|------|------|------|------|-------------------|
|        |      | T1   | T2   | T3   | T4   |                   |
| 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              |

Graphique 4.5 : Taux sur les bons du Trésor (données trimestrielles)



sensiblement fléchi pendant le dernier trimestre, en liaison avec la baisse du taux interbancaire.

### 4.1.3 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

Au quatrième trimestre 2006, l'agrégat M3 s'est accru de 15,7% par rapport à la même période de 2005. Cette progression tient essentiellement à la forte croissance des avoirs extérieurs nets et des concours à l'économie, ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt qui a favorisé le renforcement des dépôts à terme. Ces facteurs ont, ainsi, plus que compensé la hausse de la demande en titres d'OPCVM qui, toutes choses étant égales par ailleurs, devait exercer un effet modérateur sur la croissance monétaire.

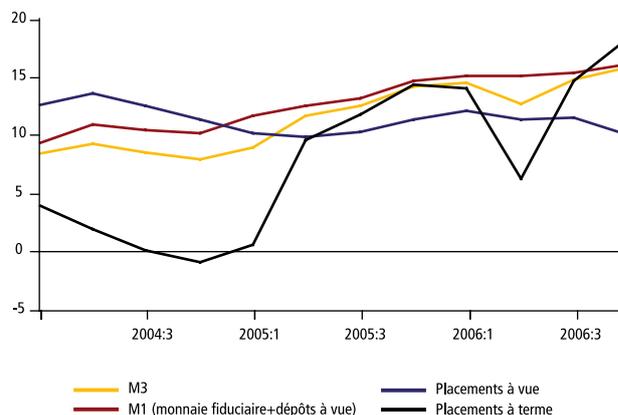
Au début de l'année 2007, le reflux de la circulation fiduciaire et la baisse des taux d'intérêt créditeurs, ont été à l'origine du tassement de M3, son niveau estimé à fin février ayant été supérieur de 0,3% seulement à celui de décembre 2006.

Au cours des dernières années, l'agrégat M3 a progressé à un rythme largement supérieur à celui de l'activité économique. Néanmoins, les évolutions de la monnaie et de l'activité économique peuvent diverger sans que cela implique des risques pour la stabilité des prix. L'écart entre la croissance de M3 et celle du PIB, qui reste positif en 2006, ne représente pas une mesure directe de l'excédent de liquidité dans l'économie.

Tableau 4.3 : Taux débiteurs en 2006

| Taux moyen pondéré                         | Mars | Juin | Sept | Déc. |
|--|------|------|------|------|
| Comptes débiteurs et crédits de trésorerie | 5,71 | 6,79 | 7,00 | 6,81 |
| Crédits à l'équipement                     | 7,83 | 8,67 | 7,60 | 6,58 |
| Crédits immobiliers                        | 7,21 | 6,73 | 6,31 | 6,34 |
| Prêts financiers et créances diverses      | 7,32 | 6,95 | 8,37 | 7,05 |
| Crédits à la consommation                  | 9,80 | 8,24 | 8,66 | 8,65 |
| Ensemble des crédits                       | 6,25 | 7,16 | 7,15 | 6,88 |

Graphique 4.6 : Croissance monétaire  
(croissance trimestrielle en glissement annuel)



#### Encadré 4.2 : Enquête trimestrielle sur les taux d'intérêt

Jusqu'en 2005, Bank Al-Maghrib disposait, pour l'analyse des conditions de financement dans l'économie, du seul indicateur du coût moyen du crédit. Cet indicateur, calculé à partir des données bilancielle du système bancaire, comme étant le ratio des intérêts perçus par rapport à l'encours moyen du crédit, comporte une insuffisance majeure. En effet, son niveau renseigne sur les taux appliqués, à la fois, aux nouveaux contrats et à l'ensemble des crédits distribués pendant les années précédentes, non encore intégralement remboursés. Ses variations, très persistantes, reflètent celles des conditions débitrices marginales mais également les modifications de structure de l'actif des banques.

Depuis le début de l'année 2006, Bank Al-Maghrib mène une enquête sur les taux débiteurs sur une base trimestrielle. A ce titre, les banques sont sollicitées pour renseigner les rubriques relatives aux taux appliqués par catégorie d'emprunteur, par nature de crédit et par tranche de montants. Même s'ils ne sont pas encore optimaux, la fiabilité et la qualité des données communiquées par les banques, au même titre que le taux de réponse s'améliorent d'une enquête à l'autre. Ainsi, les résultats de cette enquête sont exploités par Bank Al-Maghrib aussi bien dans ses analyses internes que pour les besoins de la présente publication.

En effet, le niveau optimal de liquidité de l'économie est appréhendé à travers le niveau d'équilibre de M3 tel qu'estimé par la fonction de demande de monnaie prenant ainsi en considération, outre l'activité mesurée par le PIB, l'ensemble des facteurs explicatifs de l'évolution de la monnaie, notamment sa vitesse de circulation tendancielle et le taux d'intérêt qui détermine le coût d'opportunité de détention des encaisses monétaires (Encadré 4.3). Si M3 dépasse son niveau d'équilibre ainsi mesuré, donnant lieu à un money gap positif, les liquidités sont jugées abondantes dans l'économie, pouvant engendrer une accélération de l'inflation au cours des trimestres suivants.

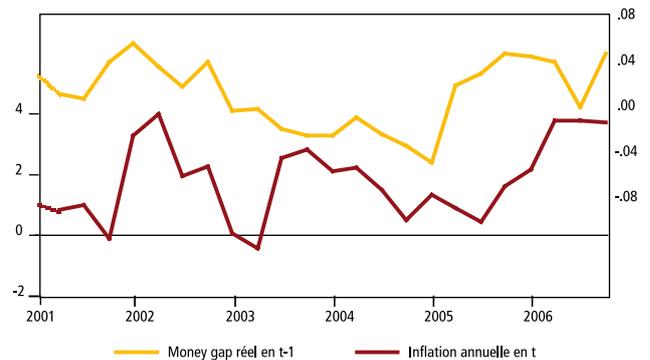
Le graphique 4.7, qui retrace l'évolution du « money gap » et de l'inflation sur la période 2000 T1-2006 T4, fait ressortir que le money gap est un indicateur avancé de l'inflation, conjointement avec d'autres facteurs, tels les coûts de production et les prix à l'importation. Ainsi la baisse de l'écart monétaire moyen estimé en 2006 pourrait indiquer, toutes choses étant égales par ailleurs, une modération des pressions inflationnistes au cours des trimestres suivants.

### Crédits bancaires

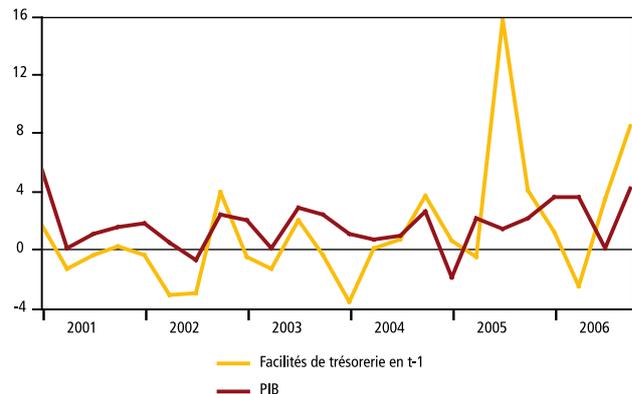
Favorisé par une détente des conditions débitrices et la poursuite de l'expansion de l'activité économique (Graphique 4.8), le crédit bancaire s'est accru à un rythme annuel de l'ordre de 15,5% au dernier trimestre 2006. En effet, les crédits de trésorerie ont marqué une croissance de 16,2% par rapport à leur niveau de la même période de 2006 et les prêts immobiliers, en liaison avec la demande soutenue et la baisse des taux d'intérêt, ont progressé de 27,4%. Les autres catégories de crédit ont été également orientées à la hausse, avec 14,1% pour les crédits à l'équipement et 25,9% pour ceux à la consommation.

Au début de l'exercice 2007, la dynamique de court terme des différentes catégories semble indiquer un ralentissement de la tendance haussière observée jusqu'à présent. Cette orientation concerne particulièrement les crédits à l'équipement qui, au terme du mois de janvier 2007, ont marqué une hausse mensuelle limitée à 0,8% au lieu de 6,3% en décembre 2006 et les facilités de trésorerie qui ont

Graphique 4.7 : Money gap et inflation  
(données trimestrielles)



Graphique 4.8 : Crédit de trésorerie et activité économique  
(croissance trimestrielle)



accusé une baisse de 0,7% après avoir augmenté de 4,9%. Les prêts immobiliers et les crédits à la consommation ont, en revanche, enregistré des hausses proches des moyennes observées en 2006. Au total, le crédit bancaire a progressé de 0,1% contre 3,4% un mois auparavant et 2,3% en janvier 2006.

**Autres sources de création monétaire**

Au quatrième trimestre 2006, les avoirs extérieurs nets se sont accrus de près de 20%, en glissement annuel. Malgré cette expansion, les réserves de change n’ont contribué à la création monétaire au quatrième trimestre 2006 qu’à hauteur de 15%, au lieu de 32% à la même période de 2005, en raison de la progression rapide des concours à l’économie.

En janvier 2007, l’accroissement mensuel des avoirs extérieurs nets s’est établi à 0,7%, soit un rythme annualisé de 8,2%, largement inférieur à celui réalisé sur l’ensemble de l’année 2006.

S’agissant des créances nettes sur l’Etat, elles ont continué d’exercer leur effet modérateur sur la création monétaire, ce qui a permis d’atténuer l’incidence du renforcement des avoirs extérieurs nets pendant les années récentes (Graphique 4.9). En dépit de leur reprise en décembre, leur niveau moyen au quatrième trimestre 2006 est demeuré inférieur à celui du même trimestre de 2005.

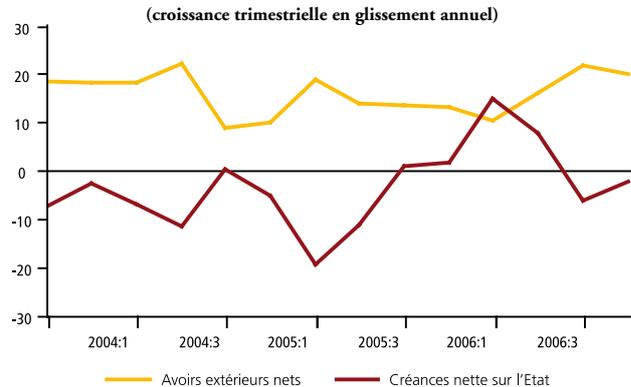
En janvier 2007, l’accroissement mensuel des créances nettes sur l’Etat s’est établi à 1,9%, rythme inférieur à celui constaté en décembre 2006.

**Placements liquides**

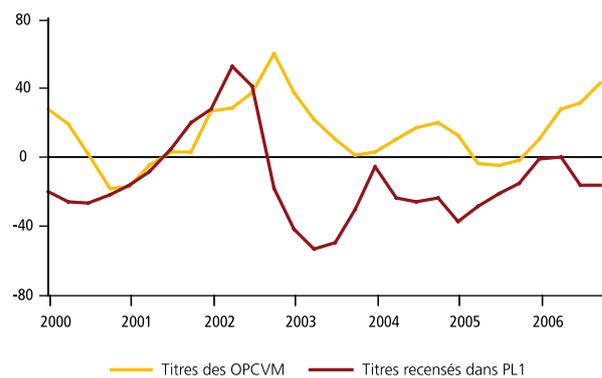
Les agrégats de placement liquides recensent, outre les titres de créances négociables et les bons du Trésor (PL1), l’ensemble des titres des OPCVM détenus par les agents non financiers, représentant ainsi une mesure des placements alternatifs aux actifs monétaires inclus dans M3.

Le renforcement de la demande s’est traduit par une accélération soutenue du rythme d’accroissement des titres des OPCVM tout au long

**Graphique 4.9 : Croissance des autres sources de création monétaire**



**Graphique 4.10 Placements liquides**



de l'année 2006, avec un pic de 42,4% au quatrième trimestre. Cette augmentation est également attribuable à l'appréciation de la valeur des titres des OPCVM obligataires et des OPCVM actions, consécutivement à la baisse des taux d'intérêt assortissant les nouvelles émissions du Trésor en bons à moyen et long terme et la hausse rapide des indices sur la bourse des valeurs de Casablanca.

#### 4.1.4 Taux de change

Au terme du dernier trimestre de l'année 2006, le dirham s'est apprécié, en moyenne, de 1,01% face au dollar et a, en revanche, accusé une baisse de 0,23% vis-à-vis de l'euro et ce, comparativement au trimestre précédent. Un renversement de tendance a été observé en 2007, dans la mesure où, en moyenne des deux premiers mois de l'année, la monnaie nationale s'est inscrite en hausse de 0,25% à l'égard de l'euro et s'est, à l'inverse, dépréciée de 1,09% contre dollar.

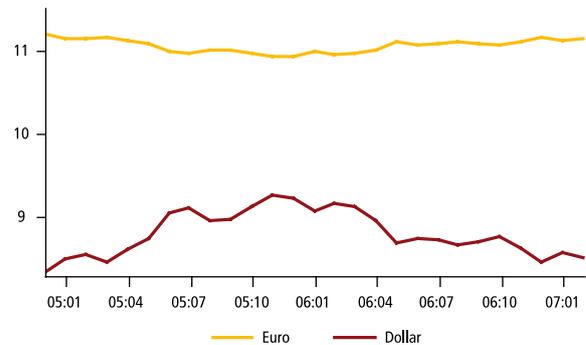
#### 4.2 Prix des actifs

Au terme de l'année 2006, les cours boursiers ont marqué une forte appréciation, le Masi ayant progressé de 17,47% par rapport au mois de septembre et la capitalisation boursière s'étant accrue de 11,80%, pour atteindre 417,1 milliards de dirhams en décembre 2006. L'introduction de dix nouvelles valeurs a contribué à cette évolution à hauteur de 45 milliards de dirhams ou 10,8%. Le chiffre d'affaires a, quant à lui, plus que doublé par rapport au troisième trimestre de l'année pour atteindre, à fin décembre, 166,4 milliards. Cette performance du marché boursier est attribuable notamment à la bonne santé des sociétés cotées et à l'intérêt grandissant des investisseurs pour les valeurs mobilières, surtout avec la mise en place de mesures fiscales avantageuses.

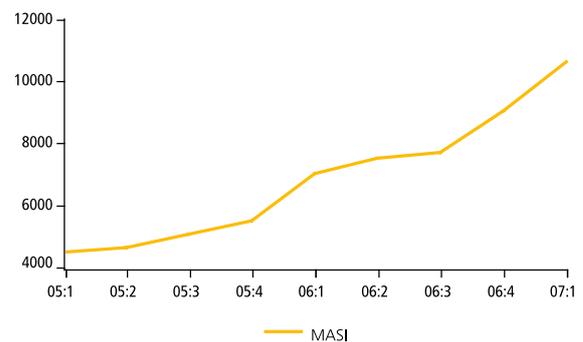
L'année 2007 semble s'inscrire dans la même tendance. En effet, comparativement à décembre 2006, l'indice Masi a affiché un accroissement de 13,1% à fin février 2007 et la capitalisation boursière s'est accrue de 52,1 milliards pour atteindre 469,2 milliards de dirhams.

Au niveau des actifs immobiliers, les tensions sur les prix se seraient amplifiées parallèlement à la hausse de la demande aussi bien locale qu'étrangère.

Graphique 4.11 Taux de change bilatéral du dirham  
(en données mensuelles)



Graphique 4.12 Evolution de l'indice MASI  
(en données trimestrielles)



### **Encadré 4.3 Estimation du niveau d'équilibre de la monnaie**

Pour évaluer le niveau optimal d'approvisionnement de l'économie en monnaie, plusieurs méthodes sont envisageables. Premièrement, la comparaison du taux de croissance entre M3 et le PIB nominal peut permettre de juger du caractère plus ou moins excessif de la croissance monétaire au cours d'une période donnée, compte tenu de la variation moyenne de la vitesse de circulation de la monnaie. Cette méthode simple, suppose en effet que la monnaie est principalement demandée pour des besoins de transaction ou de précaution, ses variations indiquant automatiquement l'orientation actuelle et future de la demande nominale.

Ensuite des filtres statistiques permettent de lisser les séries relatives à la monnaie afin de dégager la tendance sous-jacente de la masse monétaire et de corriger ces séries des effets de portefeuilles ou autres chocs, supposés transitoires, qui peuvent donner des signaux monétaires non liés à l'évolution du revenu ou de l'activité économique.

L'approche par la fonction de demande de monnaie lie explicitement les informations concernant le comportement des variables monétaires à d'autres variables macroéconomiques émanant de la sphère réelle et financière pour obtenir le sentier d'équilibre de la masse monétaire. A l'équilibre, le stock monétaire est une fonction croissante de l'activité économique, mesurée par le PIB et décroissante du coût d'opportunité, tel qu'appréhendé par le taux d'intérêt.

## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Après la hausse de 3,6% en rythme annuel, observée au quatrième trimestre 2006, l'indice du coût de la vie de février 2007 a enregistré une hausse, en glissement annuel, de 2,7% au lieu de 1,9% un an auparavant du fait essentiellement du ralentissement des produits frais. L'indice de l'inflation sous-jacente a, quant à lui, dégagé une augmentation de 2% au lieu de 2,9% en février 2006, laissant apparaître une détente des pressions inflationnistes. Toutefois, les pronostics de l'enquête sur le secteur industriel laissent entrevoir une orientation à la hausse des prix des produits finis au cours du prochain trimestre.

### Evolution à fin février 2007

En février 2007, l'indice du coût de la vie a accusé une baisse mensuelle de 0,1%, identique à celle enregistrée en janvier. Cette évolution s'explique essentiellement par la diminution de 0,6% des prix des produits frais, principalement, ceux des légumes frais (-4,7%). Les tarifs du transport privé n'ont pas connu de modification en février et ce, après la réduction en janvier des prix à la pompe des carburants, liée au recul du prix de pétrole sur le marché international.

Pour sa part, l'indice de l'inflation sous-jacente s'est stabilisé au même niveau du mois de janvier. Les plus grandes hausses ont concerné les prix des bijoux (0,6%), de l'hospitalisation (0,3%), et du divertissement (0,4%), tandis que les baisses les plus importantes ont été enregistrées au niveau des appareils ménagers (-0,2%), des articles d'ameublement (-0,2%) et des biens durables de loisir (-0,2%).

Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture, menée par Bank Al-Maghrib auprès des entreprises du secteur industriel, laissent apparaître une baisse des prix à la production en février 2007 par rapport au mois précédent et ce, essentiellement dans les secteurs chimiques et para-chimiques et électriques et électroniques.

Cependant, les pronostics des industriels tablent sur une orientation à la hausse des prix des produits finis au cours des trois prochains mois. En outre, les commandes reçues sont supérieures aux stocks des produits finis détenus par les entreprises, ce qui risque de se traduire par des pressions sur les prix au niveau de l'ensemble des branches industrielles à l'exception des entreprises de l'industrie

Graphique 5.1 Inflation et Inflation sous-jacente  
(en glissement annuel)

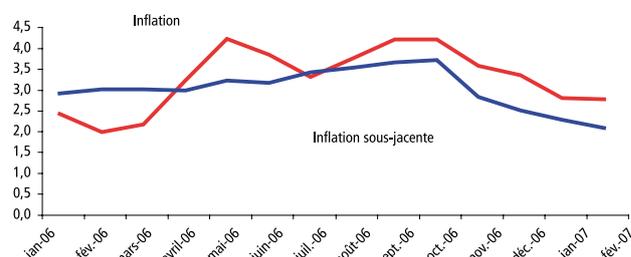


Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente

|   | Année 2006              |                          |                          |                          | fév. 06<br>fév. 05 | fév. 07<br>fév. 06 |
|---|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|
|   | 1 <sup>er</sup><br>trim | 2 <sup>ème</sup><br>trim | 3 <sup>ème</sup><br>trim | 4 <sup>ème</sup><br>trim |                    |                    |
| <b>Inflation</b>                                    | <b>2,1</b>              | <b>3,7</b>               | <b>3,7</b>               | <b>3,6</b>               | <b>1,9</b>         | <b>2,7</b>         |
| Produits frais*                                     | -1,1                    | 5,9                      | 4,4                      | 5,9                      | -2,2               | 5,1                |
| Transport privé                                     | 8,0                     | 6,1                      | 4,0                      | 1,8                      | 8,5                | -0,8               |
| Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente* | 4,1                     | 6,0                      | 6,8                      | 6,2                      | 3,9                | 6,3                |
| <b>Inflation sous-jacente*</b>                      | <b>2,9</b>              | <b>3,0</b>               | <b>3,5</b>               | <b>2,9</b>               | <b>2,9</b>         | <b>2,0</b>         |

Source : HCP

(\*) Calculs de BAM

électrique et électronique qui prévoient plutôt une baisse des prix.

En glissement annuel, l'indice du coût de la vie a enregistré en février 2007 une hausse de 2,7% au lieu de 1,9% pendant la même période de l'année 2006. Cette évolution est imputable, principalement, à l'accroissement de 5,1% de l'indice des produits frais qui a contribué à hauteur d'un point de pourcentage dans l'inflation globale, en particulier les fruits frais.

En effet, l'indice de l'inflation sous-jacente a connu, en glissement annuel, une décélération en augmentant de 2% au lieu de 2,9% l'année précédente. En particulier, les prix des communications, qui s'étaient accrus de 21,3% en 2006, ont enregistré, en février 2007, une hausse de 0,8% seulement. Le ralentissement a concerné également les prix des fruits secs, les tarifs relatifs à la rubrique «réparation et entretien des chaussures» et les prix des chaussures pour enfants, dont les augmentations se sont limitées, respectivement, à 0,6%, 0,2% et 0,9% en février, au lieu de 1,3%, 1,6% et de 1,5% pendant la même période de l'année 2006.

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable pour l'année 2007 (prévision centrale) et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). La prévision centrale est donc conditionnée par les hypothèses qui la sous-tendent. En l'absence de la matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres suggère ainsi une détente des pressions sur les prix. Sur cette base, l'inflation se situerait en 2007 autour de 2%, après un taux de 3,3% en 2006.

### 6.1 Hypothèses de la prévision centrale

#### 6.1.1 Environnement international

L'environnement international est principalement capté dans l'exercice de prévisions par un indicateur de l'activité économique dans les quatre principaux pays partenaires du Maroc, par le prix domestique du gasoil à la pompe—indirectement du fait du système de subvention, les prix à l'importation hors pétrole ainsi que par le taux d'intérêt dans la zone Euro. Pour notre scénario de base, nous anticipons une légère baisse de la production réelle dans les principaux pays partenaires, en ligne avec le consensus des différentes institutions réalisant ces prévisions.

Concernant le taux d'intérêt dans la zone Euro, nous prenons en compte la dernière augmentation de 25 points de base effectuée par la BCE (mars 2007). Selon les dernières déclarations de la BCE, on prévoit une augmentation au niveau jugé « neutre » de 4,25% d'ici à fin 2007.

Les dernières projections des cours du pétrole pour l'année 2007 suggèrent une hausse sensible du prix du baril, avec un prix moyen de 65\$. Ce niveau de prix sur le marché international devrait, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué, conduire à une hausse du prix domestique du gasoil<sup>1</sup>. L'hypothèse d'une poursuite du mécanisme de compensation, dont le coût est pris en charge par le budget, est toutefois retenue. Le scénario de base pour l'année 2007 suppose donc une stagnation des prix du gasoil à la pompe au niveau actuel de 7,22 Dh par litre.

Pour les prix à l'importation hors pétrole, une poursuite de la tendance à la baisse, en ligne avec l'évolution de ces dernières années, est anticipée (voir Chapitre 3).

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

#### 6.1.2 Environnement national

En l'absence d'une prévision révisée relative à la valeur ajoutée agricole pour l'année 2007, l'hypothèse du HCP (janvier 2007) est donc retenue pour les projections d'inflation. Selon cette hypothèse, la valeur ajoutée réelle du secteur primaire connaîtrait une régression de 11,7% pour la campagne agricole de 2007, avec une production céréalière d'environ 53 millions de quintaux.

En ce qui concerne les salaires, le dernier changement opéré au niveau du salaire minimum est celui de juillet 2004 fixant le SMIG à 9,66 DH par heure de travail.

Compte tenu du processus de négociation pour la réévaluation du salaire minimum, il est supposé que le niveau actuel de l'indicateur des salaires ne changera pas pour l'année 2007.

### 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 suggère une détente des pressions sur les prix. Ainsi, cette prévision de l'inflation indique une hausse des prix pour le premier trimestre 2007, en glissement annuel, d'environ 2,5% par rapport à la même période de l'année précédente (voir Tableau 6.1). Pour les trois trimestres suivants, l'inflation, en glissement annuel, se situerait autour de 2%.

Tableau 6.1 Prévision de l'inflation pour l'année 2007

|                    | 2007 (trimestres) |                  |                  |                  | 2007 |
|--------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------|
|                    | 1 <sup>er</sup>   | 2 <sup>ème</sup> | 3 <sup>ème</sup> | 4 <sup>ème</sup> |      |
| Min                | 2,2               | 1,3              | 1,4              | 1,0              | 1,5  |
| Prévision centrale | 2,5               | 1,8              | 2,2              | 2,0              | 2,1  |
| Max                | 2,9               | 2,6              | 3,3              | 3,5              | 3,1  |

Source : HCP; (\*) Calculs de BAM ;

### Encadré 6.1. Les modèles de prévision de l'inflation

Le consensus de prévision d'inflation à Bank Al-Maghrib est basé sur plusieurs modèles de prévisions, l'analyse de nombreux indicateurs macroéconomiques et sur le jugement des experts. Trois types de modèles économétriques sont utilisés :

- Modèles ARIMA pour la prévision mensuelle et trimestrielle.
- Modèles P-Star pour la prévision trimestrielle et annuelle,
- Modèle VAR-X pour la prévision et les simulations des effets de la politique monétaire.

Les modèles ARIMA, basés sur la théorie statistique, établissent des prévisions d'inflation sur la base de ses évolutions passées, sans les lier explicitement aux informations contenues dans d'autres variables macroéconomiques. Le processus de prévision commence par la reconstitution des variations historiques de l'inflation sur un échantillon temporel donné, en décomposant sa série en une valeur initiale, des effets de persistance et des effets des chocs accumulés sur le passé.

Le modèle P-Star vise à faire explicitement ressortir le lien entre l'inflation, l'activité économique et la monnaie. Le sous-bassement théorique du P-Star provient du cadre théorique général de la théorie quantitative de la monnaie dont le point de départ est l'identité entre l'activité et la quantité de monnaie en circulation, étant donné la vitesse de circulation des unités monétaires.

Le modèle VAR-X (modèle Vectoriel Auto Régressif avec restrictions) comporte 12 variables réparties en trois blocs de variables qui affectent directement ou indirectement l'inflation : le bloc des variables endogènes totalement interactives sur lesquelles il n'y a pas de restrictions, le bloc des variables endogènes partiellement interactives, qui sont soumises à des restrictions sur les liens de causalité et d'interdépendances instantanés, et le bloc des variables strictement exogènes. L'intérêt de ce type de modèle est qu'il permet d'imposer des restrictions sur les interactions entre les variables sur la base d'un raisonnement a priori sur le fonctionnement de l'économie ; par opposition aux modèles qui utilisent seulement les relations statistiques entre les variables. Ce modèle permet, entre autres, de générer des scénarios d'évolution de l'inflation pour différentes décisions de politique monétaire, et, également, pour des hypothèses alternatives concernant certaines variables clés (par exemple, sur l'évolution du prix du pétrole et/ou de la production agricole).

A l'instar des autres banques centrales, les modèles utilisés sont appelés à évoluer dans le futur en fonction des développements ultérieurs, de la disponibilité de certaines données et de l'allongement de l'historique des séries.

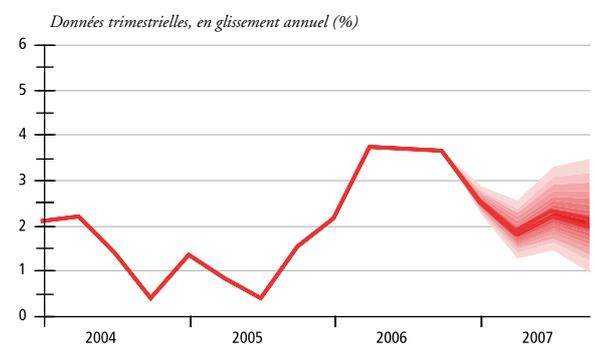
Pour l'ensemble de l'année, et sur la base des hypothèses discutées à la section précédente, l'inflation se situerait très probablement aux alentours de 2%, au lieu de 3,3% en 2006. On notera qu'en 2006, l'inflation avait été notamment affectée par le relèvement ponctuel, en début d'année, de certains taux de la TVA. Ce niveau contenu de l'inflation en 2007 s'expliquerait en partie par le ralentissement du rythme d'augmentation de la demande intérieure, la détente des prix des biens importés hors pétrole et le maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel.

Ces prévisions sont établies en se basant sur des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant il existe plusieurs sources d'incertitudes, découlant 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.

La prise en compte de ces risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique représentée sous la forme d'un fan chart (voir Encadré 6.2). 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, resserrement possible de la politique monétaire dans les pays industrialisés et baisse plus importante de l'activité dans les principaux pays partenaires) et, d'autre part, des risques liés à l'environnement national (importance des encaisses liquides des agents économiques, période électorale pouvant conduire à une réévaluation à la hausse des salaires<sup>1</sup>) et une possible aggravation 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 qui resterait 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 2007



Note : Ce graphique représente l'intervalle de confiance relatif à la projection d'inflation dérivée à partir du scénario central (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 du scénario central, 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 de l'inflation se situe dans cette fourchette.

<sup>1</sup> Nos estimations à partir des modèles et sur la base des données disponibles indiquent qu'une hausse du salaire minimum a tendance à affecter les prix de manière graduelle. Toutes choses égales par ailleurs, on estime que l'effet d'impact—la première année—d'une hausse du SMIG de 10% se traduit par une augmentation du taux d'inflation d'environ 0,5%. Après trois ans, l'effet cumulé est d'environ 2% tandis qu'au bout de 5 années, l'accroissement cumulé est d'environ 4%.

Ces effets sont donc significatifs et durables. Du point de vue de la politique monétaire, il est donc essentiel d'être vigilant sur l'impact inflationniste potentiel d'un ajustement du SMIG

### Encadré 6.2. La prévision en éventail ou « fan chart »

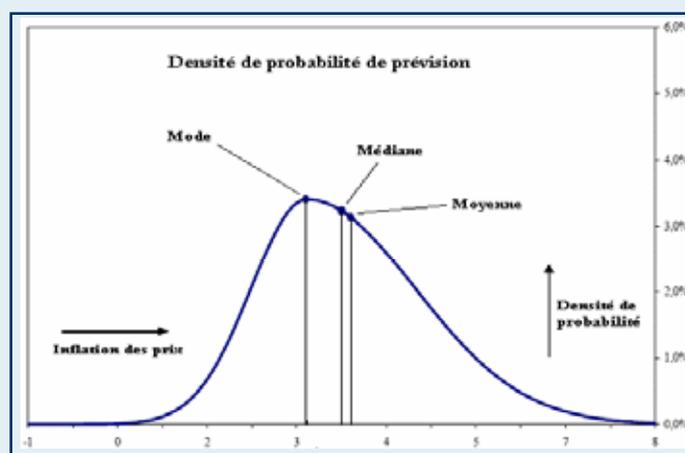
A l'instar des autres banques centrales, Bank Al-Maghrib a choisi de présenter ses prévisions d'inflation, entourées d'intervalles d'incertitude, en utilisant un fan chart. Cette nouvelle présentation de la prévision d'inflation permet de refléter la balance des risques qui y est associée.

La publication des prévisions de la croissance ou d'inflation est un événement économique souvent attendu par différents agents économiques, consommateurs producteurs et autres opérateurs financiers. Elles sont considérées comme des informations clés pour l'aide à la prise de décision. La crédibilité de ces prévisions est souvent évaluée en comparant, à titre d'exemple, les prévisions passées avec les valeurs réalisées par la variable. Toutes les prévisions sont incertaines et les décideurs ont besoin de quantifier le degré de cette incertitude. C'est pour cette raison que les banques centrales publient, depuis plusieurs années, leurs prévisions en utilisant des densités de probabilité c'est à dire une évaluation probabiliste des régions d'incertitude qui entourent la meilleure prévision calculée. Cette incertitude est souvent expliquée d'une part par l'incertitude liée aux variables exogènes influençant celle étudiée et d'un autre par la qualité du modèle de prévision.

En se référant aux résultats des simulations de scénarios que les équipes de Bank Al-Maghrib mènent sur les risques à la baisse et à la hausse des variables influençant l'inflation, nous pouvons dire que l'incertitude liée aux prévisions de l'inflation est asymétrique. Une façon d'évaluer cette incertitude asymétrique par Bank Al-Maghrib repose sur l'hypothèse que les éventuelles erreurs de prévision suivent une distribution normale par morceaux (composée de deux morceaux de deux distributions normales avec des moyennes identiques, mais des écarts types différents). Cette distribution a pour caractéristique particulière de permettre de dériver une asymétrie des risques autour de la prévision centrale. Autrement dit, on peut penser que l'erreur de prévision d'inflation sera, plus probablement, orientée dans une direction que dans l'autre (par souci de simplicité, nous utilisons une distribution normale dans le graphique A afin de synthétiser les différents paramètres associés, mais la forme de la courbe diffère de celle d'une distribution normale à morceaux).

Graphique (A)

Densité de probabilité de prévision



Pour calculer la distribution, on utilise la prévision moyenne et celle estimée la plus probable ainsi qu'une estimation de l'incertitude des prévisions, déterminée à partir des erreurs passées. En pratique, la prévision modale est celle dont le résultat est le plus probable. S'il en est ainsi, la différence entre la prévision moyenne et la prévision modale donne une estimation de l'équilibre relatif des risques par rapport au mode (coefficient d'asymétrie de la distribution supposée). Si la moyenne est supérieure au mode, il y a sans doute plus de risques à la hausse que de risques à la baisse et vice versa.

Pour déterminer les paramètres de la distribution, Bank Al-Maghrib fait appel au jugement de ses experts, mais s'appuie aussi sur les informations fournies par différents modèles. Une fois l'ensemble des paramètres trouvés, on peut calculer des intervalles de confiance associés à la prévision centrale (mode). De part et d'autre de cette prévision, deux points d'égale probabilité sont calculés de telle sorte que 10% de la distribution soient couverts. On procède ainsi jusqu'à ce que 90% de la distribution soient couverts. Une présentation graphique des prévisions centrales entourées des neuf intervalles calculés est appelée diagramme en éventail ou « fan chart ».

Dépôt légal : 2007/0033

ISBN : *en cours*

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 37 70 26 26

Fax : (212) 37 20 67 76

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

بنك المغرب