

RESEARCH REPORT

CURRENCIES

MARS
2020

Élargissement des bandes de fluctuation du MAD Le capital confiance se construit

- 02 | Lecture de la décision
- 03 | Un timing approprié
- 04 | Une maturité progressive du marché des changes
- 05 | Perspectives



Attijari
Global Research

Lecture de la décision

Le Ministère des Finances, après avis de Bank Al-Maghrib, a décidé de procéder, à partir du lundi 9 mars 2020, à un élargissement de la bande de fluctuation du dirham de $\pm 2,5\%$ à $\pm 5\%$ par rapport à un cours central fixé par Bank Al-Maghrib selon une parité 60% EUR et 40% USD. Le communiqué poursuit que l'élargissement intervient après l'atteinte des objectifs assignés à la première phase initiée en janvier 2018. Il précise que cette nouvelle étape est entamée dans un contexte macro économique et financier favorable et rappelle que ce processus volontaire qui s'étale sur plusieurs étapes permettra de renforcer la capacité de l'économie à absorber les chocs et à soutenir sa compétitivité. Dans ce contexte, BAM rassure quant à la poursuite de son rôle de régulateur de marché en cas de nécessité.

Nous pensons que le **timing** retenu pour implémenter cette réforme est **approprié** pour deux raisons:

- ⇒ **Effet d'annonce:** Celle-ci a été effectuée le vendredi 6 Mars pour une mise en place le lundi 9 Mars, ce qui assure la transition la plus fluide possible.
- ⇒ **Etat des fondamentaux:** Quoique cela puisse paraître paradoxal, ce genre de mesures est approprié aussi bien quand (1) les fondamentaux sont en bonne posture et cela prouve qu'une économie dispose d'une bonne capacité de résistance ou (2) une économie est en situation de choc et une telle mesure constitue un effet de catalyseur pour rétablir les équilibres. Dans notre cas, nous estimons figurer dans la première situation où l'économie marocaine présente un tableau satisfaisant en matière d'indicateurs d'équilibre budgétaire et de bilan extérieur; bien que le Maroc aspire à une croissance plus soutenue.

De même, nous avons plusieurs raisons de croire que **le marché des changes a gagné en maturité:**

- **Un marché interbancaire qui gagne en profondeur** et qui affiche un niveau d'activité croissant permettant de faire ressortir un prix référentiel pour les cotations clients ;
 - **Bank Al-Maghrib** joue parfaitement son rôle de dernier ressort avec une **absence d'intervention** depuis avril 2018 ;
 - **Un fonctionnement autonome du marché interbancaire** permettant aux opérateurs de combler mutuellement leurs besoins en devises.
- ⇒ En perspective, en autorisant une variation de $\pm 5\%$ par rapport au cours central, Bank Al-Maghrib entre dans une nouvelle phase de flexibilité du MAD avec des enjeux plus importants:
- **Une permission de plus de flexibilité:** Dans l'objectif d'atteindre un prix d'équilibre pour le MAD, avec comme collatéral une volatilité potentielle, là où il est constaté que la volatilité du MAD relève d'un effet confrontation Offre Vs. Demande plutôt que d'un effet panier EUR USD.
 - **L'espérance d'un plus grand bénéfice économique** avec l'objectif de soutien aux secteurs exportateurs, et la constitution d'un mécanisme d'ajustement de la devise qui pourrait aider à résorber tout choc externe. Sans oublier l'effet sur l'inflation qui constitue un agrégat à surveiller de près post réforme.

Bonne lecture.

Abdelaziz LAHLOU

Directeur Économie
+212 529 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma

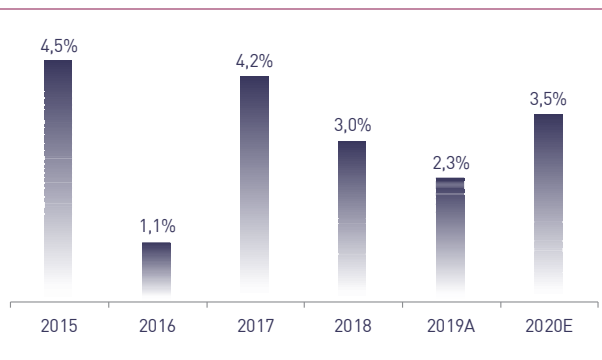
Un timing approprié

Nous pensons que le timing retenu pour implémenter cette réforme est approprié pour deux raisons:

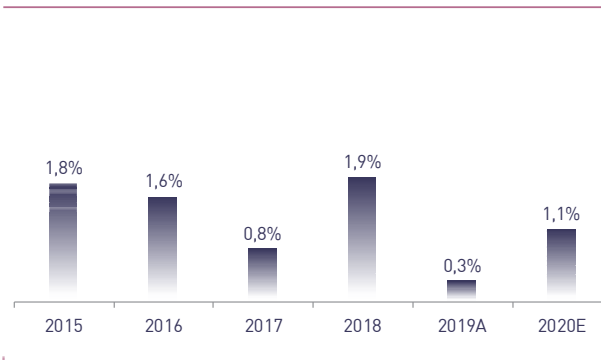
- ⇒ **Effet d'annonce:** Celle-ci a été effectuée le vendredi 6 Mars pour une mise en place le lundi 9 Mars, ce qui assure la transition la plus fluide possible. Ceci corrobore la volonté de Bank Al Maghrib de poursuivre cette réforme de manière volontaire et ordonnée.
- ⇒ **Etat des fondamentaux:** Quoique cela puisse paraître paradoxal, ce genre de mesures est approprié aussi bien quand :
 - Les fondamentaux sont en bonne posture et cela prouve qu'une économie dispose d'une bonne capacité de résistance à un renversement brusque de conjoncture ; ou quand
 - Une économie est en situation de choc et une telle mesure constitue un catalyseur pour rétablir les équilibres ou relancer la croissance.

Dans notre cas, nous estimons figurer dans la première situation où l'économie marocaine présente un tableau satisfaisant en matière d'indicateurs d'inflation, d'équilibre budgétaire, et de bilan extérieur bien que le Maroc aspire à une croissance plus soutenue (Cf. Note Maroc Déc. 2019).

CROISSANCE DU PIB

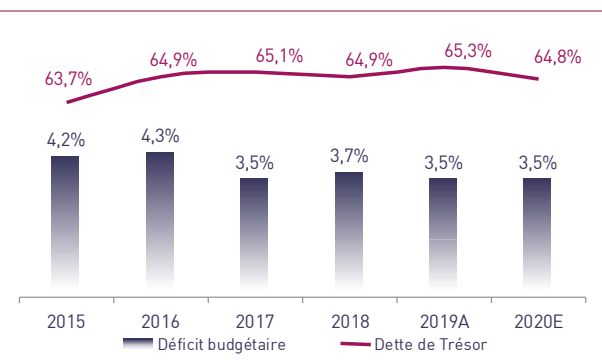


INFLATION

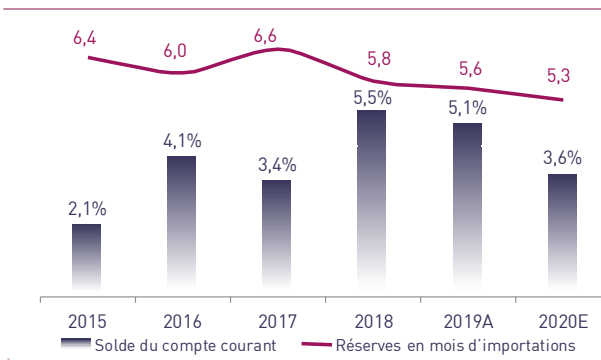


Pour ce qui est de l'inflation, nous enregistrons au Maroc un niveau particulièrement bas qui pourrait être expliqué notamment par l'absence de tensions inflationnistes importées ou encore une Demande intérieure moins vigoureuse. Sans que cela ne soit particulièrement attendu, cette situation laisse une marge de manœuvre pour tout risque inflationniste lié à un glissement du MAD dans le cadre d'un intervalle d'évolution élargi.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE VS ENDETTEMENT DU TRÉSOR



DÉFICIT DU COMPTE COURANT VS RÉSERVES DE CHANGE



En matière d'endettement, le Maroc présente une physionomie rassurante. Contrastant avec le profil type de plusieurs pays africains, le Maroc présente une dette locale dominante avec près de 79% de la dette du Trésor.

Pour ce qui est de l'équilibre extérieur, et bien que les réserves de change suivent une tendance baissière, leur niveau en absolu de 5,3 mois ne présente rien d'inquiétant. Sans oublier, la Ligne de Précaution et de Liquidité à laquelle le Maroc est éligible d'un montant de 2,97 MMUSD correspondant à près de 0,6 mois d'importations en biens et services supplémentaires et qui prend fin en décembre 2020.

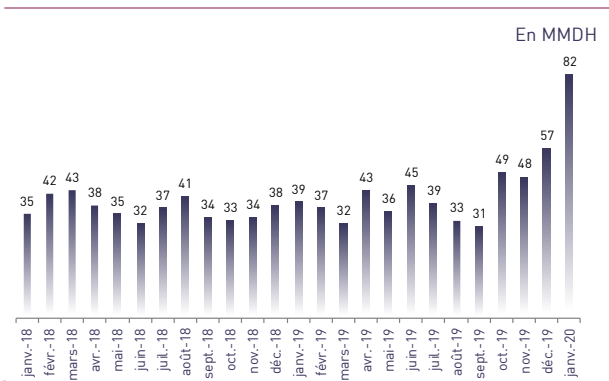
Sources : HCP, Bank Al-Maghrib, MEF, Calculs AGR

Une maturité progressive du marché des changes

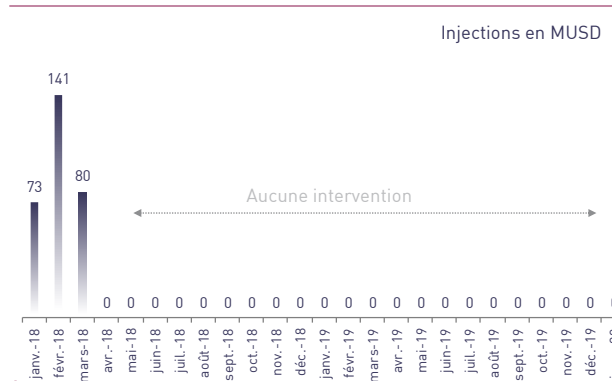
Cette première phase de flexibilisation du MAD et qui a duré près de 26 mois [du 12 janvier 2018 au 5 mars 2020] a enregistré un développement remarquable du marché des changes. En effet, la mise en place d'une nouvelle réglementation concomitante au lancement de la première phase de flexibilité a permis au marché de gagner en maturité [Cf. [Note Flexibilisation Juil-19](#)]. Ainsi, nous relevons:

- Un marché interbancaire qui gagne en profondeur grâce à un nouveau dispositif de cotation avec l'implication des « market markers ». A ce titre, le volume moyen mensuel des 3 derniers mois [nov.19 – janv. 20] s'établit à 62 MMDH contre 37 MMDH une année auparavant. Cette volumétrie permet ainsi de constituer un prix référentiel crédible pour les cotations clients.

MARCHÉ INTERBANCAIRE EN DEVICES

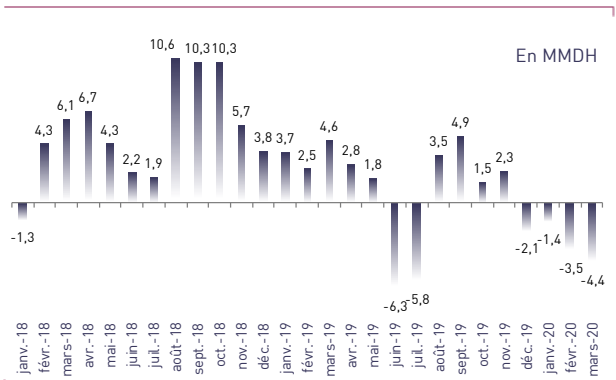


INTERVENTIONS DE BAM (BASE MENSUELLE)



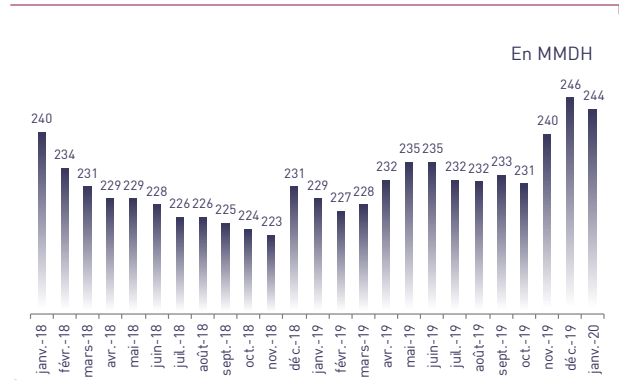
- Bank Al Maghrib joue parfaitement son rôle de dernier ressort, avec une absence d'intervention depuis avril 2018. En effet, après l'accompagnement de la réforme à travers une injection globale de 294 MUSD au T1-2018, le régulateur a estimé que les mécanismes de marché fonctionnaient convenablement.

POSITION NETTE DES BANQUES (FIN DE MOIS)



* Au 3 Mars

RÉSERVES INTERNATIONALES NETTES



- Un fonctionnement autonome du marché interbancaire: depuis la mise en place du nouveau dispositif, l'appréciation de la valeur du MAD impose une analyse parallèle de la position nette des banques avec celles des réserves internationales de Bank Al-Maghrib. Ainsi, le suivi de la première composante démontre que celles-ci sont dans la capacité de combler mutuellement leurs besoins en devises avec des positions globalement excédentaires lors de cette période d'étude.

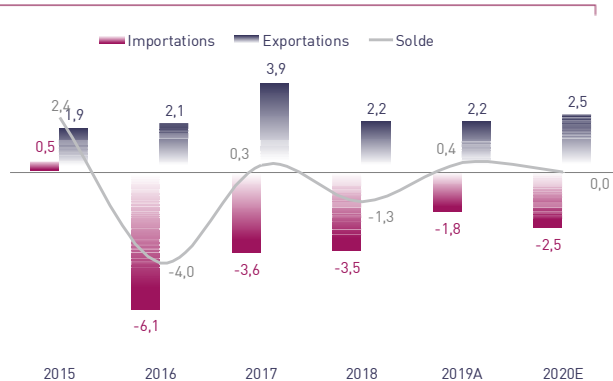
Sources : BAM, Calculs AGR

Perspectives

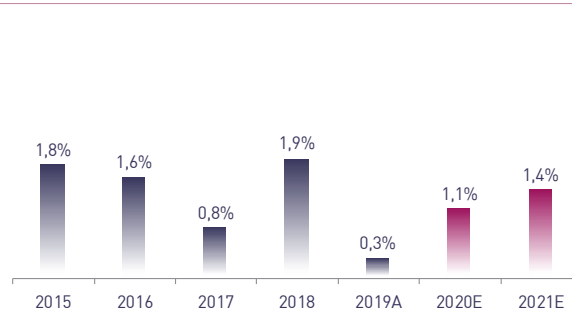
En autorisant une variation de $\pm 5\%$ par rapport au cours central, Bank Al Maghrib entre dans une nouvelle phase de flexibilité du MAD avec des enjeux plus importants :

- **Une permission de plus de flexibilité:** Dans l'objectif d'atteindre un prix d'équilibre pour le MAD, avec comme collatéral une volatilité potentielle, là où il est constaté que la volatilité du MAD relève d'un effet confrontation Offre vs. Demande plutôt que d'un effet panier EUR USD.

CONTRIB. DES ÉCHANGES À LA CROISSANCE (PTS)



PROJECTIONS D'INFLATION (SOURCE BAM)



⇒ L'espérance d'un plus grand bénéfice économique

- **Retombées sur les échanges extérieurs:** il faudrait rappeler dans ce sens que les deux principaux objectifs du processus de flexibilisation du MAD sont le soutien aux secteurs exportateurs, et la constitution d'un mécanisme d'ajustement de la devise qui pourrait aider à résorber tout choc externe. En effet, la balance commerciale constitue toujours un handicap pour la croissance au Maroc et cette réforme œuvre pour que le commerce extérieur vienne en soutien de cette dernière.
- **Effet sur l'inflation:** les dernières projections communiquées lors du communiqué trimestriel de la banque centrale laissent présager une reprise de l'inflation sans pour autant s'éloigner de son niveau structurel au Maroc. Cette réforme du régime de change inciterait à une surveillance accrue de cet agrégat.

Sources : HCP, BAM, Calculs AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR ECONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Omar Cherkaoui
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST

Asmae Lamich
+212 5 29 03 68 19
a.lamich@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Inès Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam
+237 233 43 14 44
j.ouakam@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba
+225 20 21 98 26
jean-jacques.birba@sib.ci
Abidjan

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa
+212 5 29 03 68 21
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari
+212 5 22 49 59 57
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 10 89 00
trad.f@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mehdi Mabkhout
+212 5 22 42 87 22
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni
+212 5 22 42 87 74
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Ahmed Darwich
+202 27 97 04 80
ahmed.darwich@barclays.com

TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 80 29 22
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+241 01 77 72 42
youssef.hansali@ugb-banque.com

AVERTISSEMENT

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

