

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



BANK AL-MAGHRIB: UNE POLITIQUE **ACCOMMODANTE** AU CHEVET D'UNE ÉCONOMIE EN BERNE

- 03 | Un statu quo anticipé..., à l'instar des grandes banques centrales
- 04 | Une politique monétaire proactive depuis le début de la crise sanitaire
- 05 | Bank al-Maghrif continue d'assurer l'équilibre du marché monétaire
- 06 | Une Transmission visible vers les coûts de financement de l'économie



Attijari
Global Research

TAUX DIRECTEUR		RÉSERVE OBLIGATOIRE		CROISSANCE 2020E		INFLATION 2020E	
	<i>Inchangé</i>		<i>Inchangée</i>		-110 pbs		-60 pbs
T3-20	1,5%	T3-20	0%	Nouvelle	-6,3%	Nouvelle	0,4%
T2-20	1,5%	T2-20	0%	Précédente	-5,2%	Précédente	1,0%

EXECUTIVE SUMMARY

L'économie nationale fait face aujourd'hui à une situation inédite marquée par un double choc de l'Offre et de la Demande. À l'origine, les mesures strictes de confinement de la population ayant été adoptées à la fois au Maroc et dans la majeure partie des pays partenaires. Face à ce contexte difficile, Bank Al-Maghrib a entamé depuis mi-mars 2020 une nouvelle ère de politique monétaire. Celle-ci s'avère plus accommodante, dérogeant ainsi à la ligne de conduite conventionnelle de cette institution.

Au terme de sa 3^{ème} réunion de politique monétaire de l'année 2020, Bank Al-Maghrib préfère marquer le pas en maintenant inchangé son taux directeur à 1,5%. En marge de notre analyse, 5 messages clés sont à retenir :

- Le statu quo du taux directeur était largement anticipé par les institutionnels locaux lors de notre sondage du mois d'août 2020 [*Cf. Sondage AGR Taux Directeur*]. Une décision qui paraît en cohérence avec la tendance des politiques monétaires des Banques Centrales à l'international ;
- L'absence de pressions inflationnistes à horizon 2021 offre à BAM une marge de manœuvre confortable pour assouplir davantage sa politique monétaire durant les mois à venir et ce, dans le cas où la situation économique l'exigerait ;
- La baisse observée des coûts de financement de l'économie est un signal positif quant à la transmission des décisions monétaires vers la sphère réelle. En atteste la bonne dynamique des crédits à l'économie qui progressent de 5,1% en juillet 2020. Néanmoins, nous assistons à une dégradation significative du coût du risque du secteur bancaire dans un contexte économique de plus en plus difficile ;
- Contrairement à plusieurs banques centrales à l'international, la « *planche à billets* » est un scénario peu crédible pour le cas du Maroc. En effet, le recours aux instruments monétaires non conventionnels à plus long terme, à l'instar des pensions livrées et des prêts garantis sont de nature à alléger les pressions croissantes sur la liquidité du système financier marocain ;
- Nous relevons pour la première fois depuis le début de cette crise sanitaire, un consensus des principales institutions locales quant aux prévisions de croissance de l'économie marocaine. Il s'agit d'un consensus autour d'une récession de -6,1% en 2020 suivie d'une reprise supérieure à 4,0% à compter de 2021.

Lamyae Oudghiri

Manager
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

Meryeme Hadi

Associate
+212 529 03 68 17
m.hadi@attijari.ma

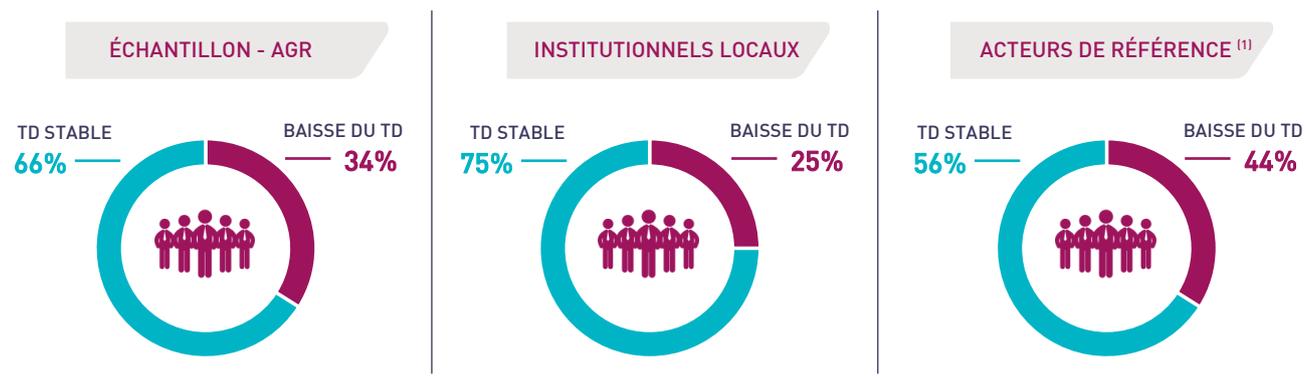
UN STATUQUO ANTICIPÉ..., À L'INSTAR DES GRANDES BANQUES CENTRALES

Une décision largement anticipée lors de notre récent sondage

Au terme de sa 3^{ème} réunion de politique monétaire en 2020, Bank Al-Maghrif maintient son taux directeur inchangé à 1,5%. Cette décision intervient après une baisse historique du taux directeur de 50 PBS en juin dernier. Pour rappel, ce statuquo du taux directeur était largement anticipé par les principaux investisseurs financiers au Maroc.

En marge de notre sondage effectué en août 2020 auprès d'un échantillon représentatif de 34 investisseurs financiers, nous avons relevé un consensus clair en faveur d'une stabilité du taux directeur courant S2-20. Pour certains, BAM marquerait une pause afin d'évaluer de manière plus précise les répercussions économiques de la crise sanitaire durant le T4-20. Pour d'autres, l'institution tient compte des conditions de rémunération de l'épargne qui se trouve sous pression en raison des baisses successives du taux directeur depuis le début de la pandémie.

MAROC : ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS À L'ÉGARD DU TAUX DIRECTEUR AU S2-20

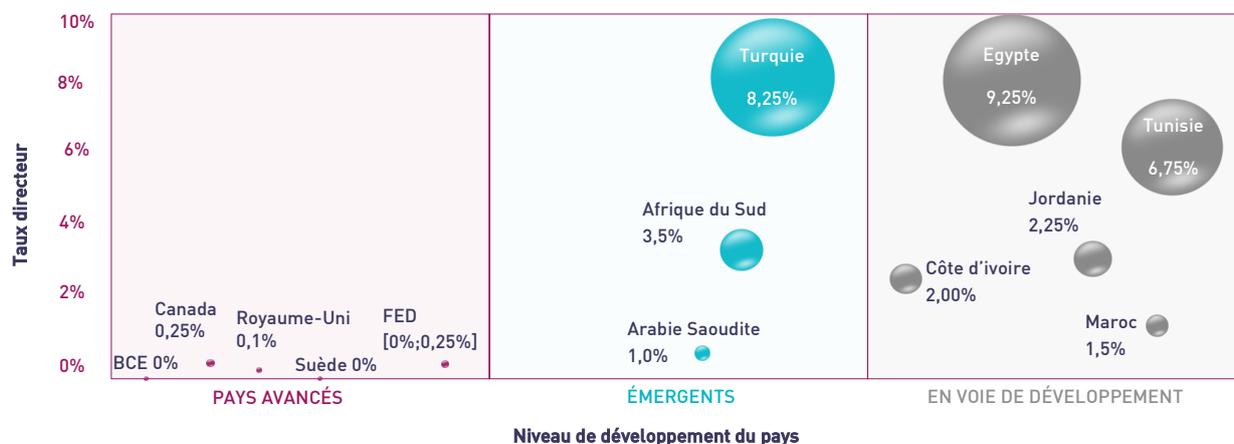


À l'international, pas de nouvelles baisses du taux directeur depuis juin dernier

À l'analyse des décisions de politique monétaire des principales grandes Banques Centrales à l'international durant le T3-20, nous relevons un consensus général autour du statuquo du taux directeur. La décision de Bank Al-Maghrif semble ainsi en cohérence avec ses consœurs à l'international. Néanmoins, il est important de souligner que la baisse du taux directeur a fait partie des premières lignes de défense contre le choc économique-social de la pandémie du Covid-19 et ce, dans les différentes économies mondiales.

Aussi, nous relevons que le niveau actuel du taux directeur varie selon le profil des pays. Ce taux se situe généralement en dessous de 1,0% chez les pays avancés alors que celui-ci peut dépasser les 9,0% au sein des pays émergents et en voie de développement. Avec un taux directeur à 1,5%, le Maroc se situe au niveau de la fourchette basse de sa catégorie.

INTERNATIONAL : BANQUES CENTRALES AYANT MAINTENU INCHANGÉ LEUR TD AU T3-20



(1) Acteurs considérés comme leader d'opinion sur le marché financier

Sources : Minutes des réunions de politique monétaire des Banques Centrales, Calculs & Analyse AGR

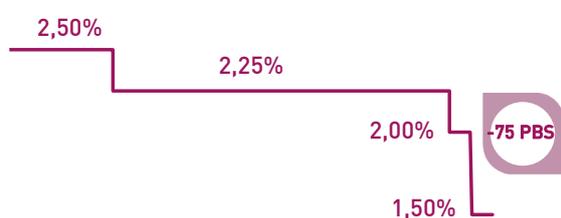
UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PROACTIVE DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE SANITAIRE

Des décisions inédites visant à soutenir le processus de relance de l'économie marocaine ...

L'économie marocaine est durement touchée par les effets dévastateurs de la pandémie sur plusieurs secteurs d'activité à l'image du Tourisme, de l'Aéronautique, de l'Automobile, des Services,.... Face à cette situation, BAM a mis en place des mesures monétaires inédites visant à soutenir la productivité. Néanmoins, la Banque Centrale choisit de marquer le pas durant cette 3^{ème} réunion annuelle, alors que les deux précédents rendez-vous étaient riches en annonces :

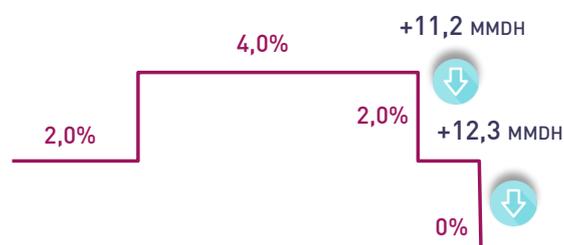
- (1) Une baisse historique du taux directeur à 1,5%. En effet, après un mouvement de -25 PBS en mars, BAM abaisse en juin son taux avec une amplitude de -50 PBS. Une première depuis 2003 ;
- (2) Une suppression du compte de réserves en ramenant son ratio à 0%, soit une injection de liquidités de 12,0 MMDH. Cette mesure permet d'octroyer plus de marge aux banques en termes de distribution de crédits ;
- (3) Un élargissement du collatéral éligible aux opérations de refinancement auprès de BAM permettant de tripler la capacité d'emprunt des banques, de renforcer le programme non conventionnel de refinancement des crédits aux TPME et d'assouplir les règles prudentielles.

BAM : TAUX DIRECTEUR



Déc.15 Mars 16 Déc.18 Déc.19 Mars 20 Jun.20

BAM : RATIO DE LA RÉSERVE OBLIGATOIRE



Déc.15 Mars 16 Déc.18 Déc.19 Mars 20 Jun.20

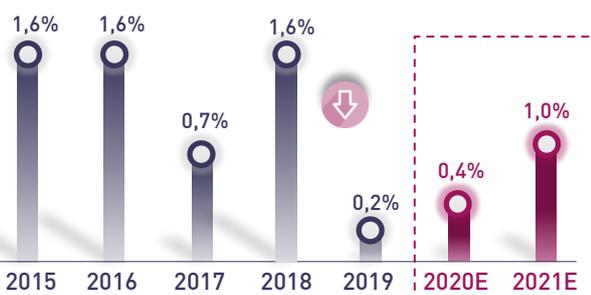
... dans un contexte où la stabilité des prix demeure bien menée

Il est réconfortant de constater que la politique monétaire accommodante de la Banque Centrale s'opère dans un cadre inflationniste maîtrisable. En effet, la mission de stabilité des prix semble bien menée au Maroc à travers un niveau d'inflation évoluant en dessous des 2,0% depuis 2008.

Dans ces conditions, la position de Bank Al-Maghrib semble toujours confortable pour assouplir davantage sa politique monétaire si l'évolution du climat économique l'exigerait durant les mois à venir. Cet avis est soutenu par l'absence des pressions inflationnistes :

- D'une part, nous relevons la chute du prix du Brent à l'international dont le prix moyen s'établit à 42 \$/bbl en 2020 contre 66 \$/bbl en 2019 ;
- D'autre part, la dégradation de la Demande intérieure sous l'effet de l'affaiblissement des transferts MRE et de l'investissement.

MAROC : ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2015-2021E



INTERNATIONAL : COURS DU BRENT 2015-2020 (\$/BBL)



Sources : Bank Al-Maghrib, Bloomberg, Calculs AGR

BANK AL-MAGHRIB CONTINUE D'ASSURER L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

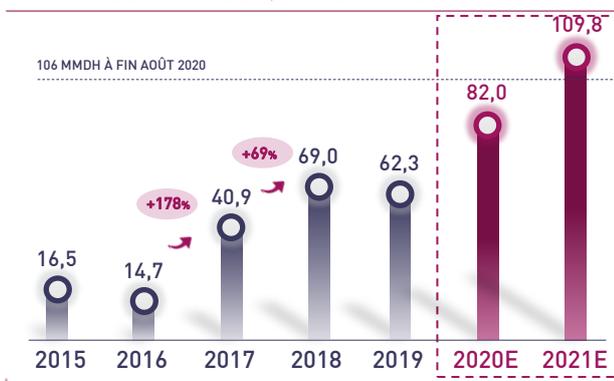
Des pressions visibles sur la liquidité bancaire...

Tenant compte de l'enjeu crucial de la relance de l'économie marocaine en 2021, BAM continuera à jouer parfaitement son rôle de prêteur de dernier ressort. Rappelons que le déficit de liquidité bancaire a atteint un record historique de 106,2 MMDH à fin août 2020 en hausse de +11,2% en glissement annuel, et devrait dépasser les 109 MDH à horizon 2021. Cette détérioration de la liquidité bancaire s'explique par :

- (1) La hausse de la circulation de la monnaie fiduciaire de +26,2% à plus de 312 MMDH à fin juillet 2020 atteste de l'accroissement des volumes d'échange en dehors du circuit bancaire ;
- (2) Le repli attendu des réserves de change sous l'effet de la détérioration des agrégats extérieurs et du décalage de la sortie à l'international du Trésor prévue dans le cadre de la LFR 2020.

Néanmoins, le relèvement de la capacité de refinancement des banques à travers les instruments de politique monétaire permettrait selon nous, de combler les besoins en liquidité du système financier. Le taux de satisfaction des opérations principales ayant atteint les 100%. Aussi, nous relevons d'importants efforts en matière de soutien des réserves de change à travers l'activation de la Ligne de Précaution et de Liquidité (LPL) de 3,0 MM\$ mise à disposition par le FMI en avril dernier et qui permettrait de faire face à une éventuelle détérioration de la balance des paiements.

MAROC : DÉFICIT DE LIQUIDITÉ 2015-2021E



MAROC : INDICATEURS DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE



... contenues à travers le recours aux nouveaux instruments long terme de BAM

Au-delà des opérations principales classiques, BAM a rehaussé le recours des banques aux instruments monétaires à plus long terme. À cet effet, nous relevons deux principales évolutions :

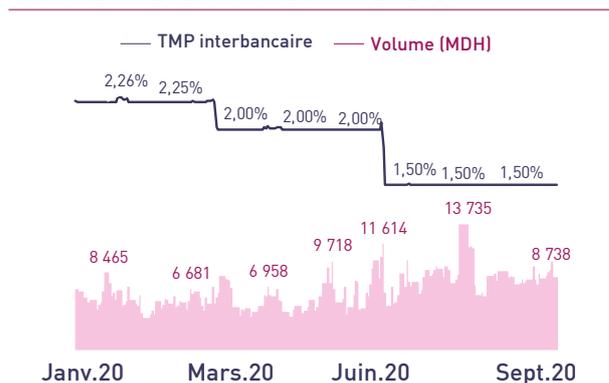
- (1) Près de la moitié des avances à 7 jours a été réallouée vers les opérations de pension livrée à plus long terme. Ainsi, les injections hebdomadaires baissent de plus de 75% passant de 61,9 MMDH pré-crise à un peu moins de 36,0 MMDH post-crise ;
- (2) Les prêts garantis, considérés comme des opérations non conventionnelles, ont été multipliés par 10 fois durant la même période. Ces emprunts entrent dans le cadre du programme de soutien au financement des TPME mis en place en avril dernier, en plus de la ligne d'appui « Intilaka ».

Dans ces conditions, la stratégie expansive de Bank Al-Maghrif à travers le rehaussement de ses injections de liquidité sur 7 jours et à plus long terme a permis de contenir l'évolution des taux interbancaires autour du taux directeur.

BAM : INTERVENTIONS EN 2020 (EN MMDH)

	2019	PRÉ-CRISE	POST-CRISE	
		DU 01/01/20 AU 19/03/20	DU 20/03/20 AU 24/09/20	
Avances à 7J	73,8	61,9	35,3	↘
Pension livrée LT	0,0	0,0	44,9	↗
Prêts garantis	2,4	2,3	21,9	↗
Swap de change	4,3	3,7	3,7	↔

MARCHÉ INTERBANCAIRE : TMP EN 2020



(1) Données arrêtées au 11 septembre 2020

Sources : Bank Al-Maghrif, Calculs AGR

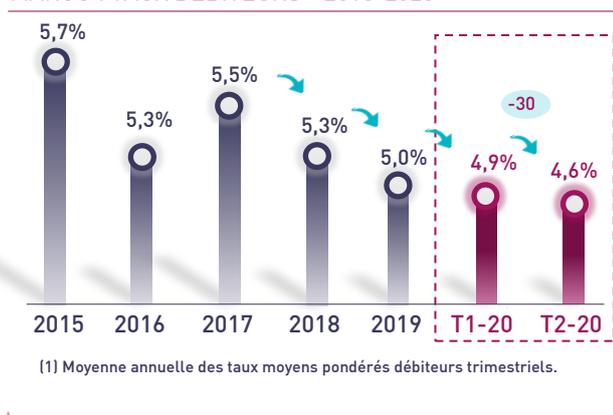
UNE TRANSMISSION VISIBLE VERS LES COÛTS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Un repli des coûts de financement des agents économiques ...

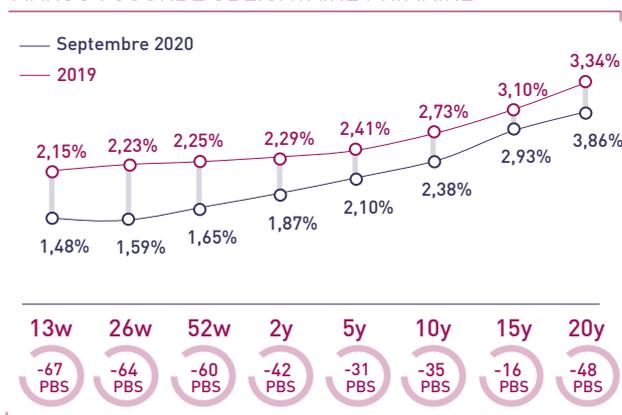
La transmission des décisions monétaires vers l'économie réelle demeure parmi les plus hautes préoccupations de BAM. En effet, l'atténuation des effets néfastes de la crise sanitaire du Covid-19 réside en la capacité du système bancaire à financer l'économie à un coût relativement faible :

- (1) S'agissant du coût de refinancement des entreprises privées et des ménages, les taux débiteurs poursuivent leur tendance baissière initiée en 2017. Ces derniers cèdent plus de 30 PBS en l'espace d'un trimestre passant de 4,9% au T1-20 à moins de 4,6% au T2-20 ;
- (2) Du côté du refinancement du Trésor, les taux obligataires primaires ont connu à leur tour, une tendance baissière des exigences de rémunération des investisseurs. La partie courte de la courbe est plus sensible aux anticipations baissières du taux directeur. Par contre, la transmission vers la partie longue s'opère sur une durée plus longue.

MAROC : TAUX DÉBITEURS⁽¹⁾ 2015-2020



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



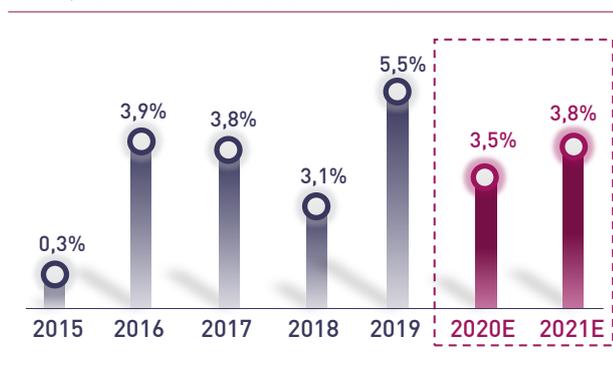
... accompagné par une bonne dynamique des crédits à l'économie

La stratégie accommodante de Bank Al-Maghrib s'est reflétée positivement sur l'encours des crédits bancaires. En effet, la baisse du coût de refinancement, l'injection des liquidités et la mise en place des prêts garantis dans le cadre des programmes DAMANE OXYGENE (17 MMDH) et DAMANE RELANCE (22 MMDH) redynamisent la distribution des crédits.

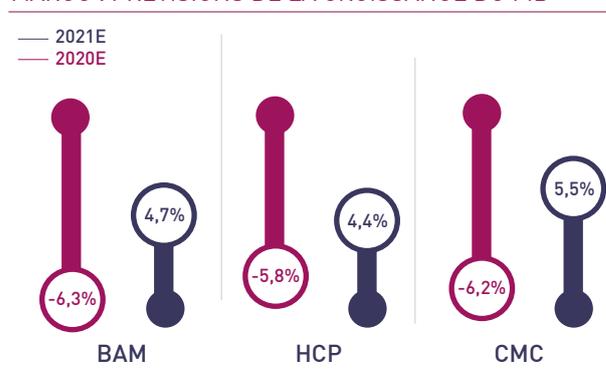
Ainsi, l'encours des crédits à l'économie s'élève à 946,1 MMDH à fin juillet 2020, en progression de 5,1% par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, la hausse soutenue des crédits bancaires dans un contexte économique difficile pèse sur le coût du risque du secteur qui devrait selon nous, plus que doubler en 2020.

Au final, l'économie marocaine s'achemine vers sa plus forte contre-performance observée au cours de cette dernière décennie. Pénalisée par un double effet négatif, « crise sanitaire » et « baisse de la valeur ajoutée agricole », l'année 2020 devrait amorcer l'entrée en récession à travers une contraction du PIB de -6,3%, selon Bank Al-Maghrib. Cette nouvelle prévision demeure en ligne avec celles des principales institutions nationales.

BANQUES : CRÉDITS À L'ÉCONOMIE



MAROC : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB



Sources : Bank Al-Maghrib, HCP, CMC, Salle des Marchés AWB, Calculs AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

MANAGER

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

SENIOR 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

DIRECTEUR ECONOMIE

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

MANAGER

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

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@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 46
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 pourra 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.

