

| TAUX DIRECTEUR |

	Inchangé
T3-21	1,5%
T2-21	1,5%

| RÉSERVE OBLIGATOIRE |

	Inchangée
T3-21	0%
T2-21	0%

| CROISSANCE 2021E |

	+90 pbs
Précédente	+5,3%
Nouvelle	+6,2%

| INFLATION 2021E |

	+20 pbs
Précédente	+1,0%
Nouvelle	+1,2%

BANK AL-MAGHRIB PLUS CONFIANTE, MAINTIENT SA POLITIQUE ACCOMMODANTE

À l'issue de sa 3^{ème} réunion de politique monétaire de l'année 2021, Bank Al-Maghrif maintient son Taux Directeur inchangé à son plus bas historique à 1,5% en ligne avec notre scénario initial ([Cf- Semestriel Taux Maroc S1-21- Page 9](#)). Confortée par une nette reprise de l'activité économique, l'accélération de la campagne de vaccination, le succès de l'opération *Marhaba* et le raffermissement de la Demande intérieure, l'institution maintient sa politique monétaire accommodante.

Cette décision de BAM était largement anticipée par les principaux acteurs du marché financier marocain. En atteste notre récent sondage qui a révélé une quasi-unanimité quant au maintien du Taux Directeur à 1,5% durant le dernier trimestre de cette année ([Cf-Sondage Taux directeur](#)). En 2021E, les signes de reprise économique se multiplient grâce à une campagne agricole record de 103 Mqx et au déploiement d'un plan de relance en investissement d'envergure de plus de 120 MMDH. Dans ces conditions, la Banque Centrale a revu à la hausse sa prévision de croissance à 6,2% en 2021E contre 5,3% un trimestre auparavant et ce, après une contraction de -6,3% en 2020.

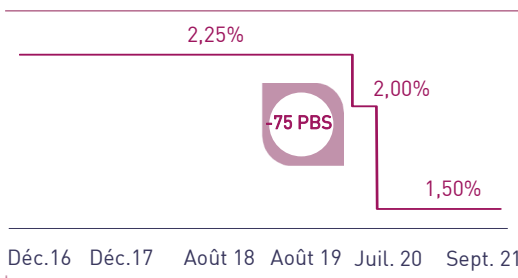
Lamyae Oudghiri

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

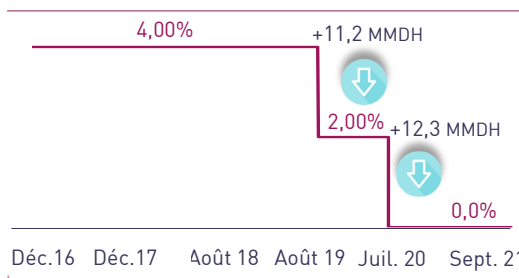
Meryeme Hadi

Associate
+212 529 03 68 19
m.hadi@attijari.ma

BAM : TAUX DIRECTEUR



BAM : RATIO DE LA RÉSERVE OBLIGATOIRE



En marge de notre propre analyse, nous ressortons avec trois messages clés:

- (1) La récente poussée inflationniste à l'international est le principal sujet de préoccupation des grandes Banques Centrales. Certaines ont déjà entamé le processus de resserrement monétaire dès le T3-21. Toutefois, la situation au Maroc demeure différente à travers un niveau d'inflation maîtrisable en dessous des 2,0% en 2021E ;
- (2) L'équilibre du marché monétaire demeure imperturbable. En effet, BAM continue de satisfaire 100% de la Demande Bancaire à travers ses instruments hebdomadaires et à LT. Par ailleurs, l'institution pourrait relever la capacité de refinancement des banques en raison de l'élargissement des collatéraux éligibles auprès de BAM ;
- (3) Tenant compte des perspectives d'évolution positives des crédits durant le T4-21, une nouvelle baisse du Taux Directeur ne semble pas envisageable. Notre scénario est conforté par la composante rémunération de l'épargne qui revient de plus en plus au devant de la scène financière au Maroc.

AVIS D'EXPERT

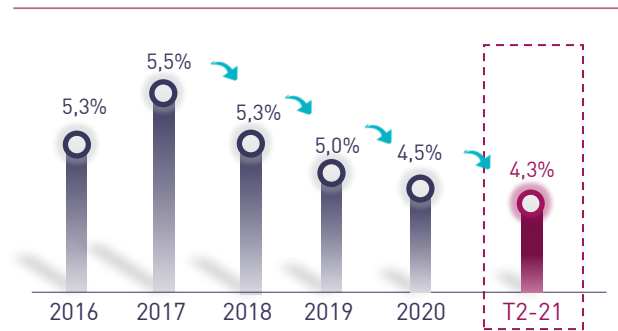
Tenant compte des conditions de liquidité du marché monétaire, de l'évolution des coûts de refinancement de l'économie ainsi que des perspectives d'évolution des crédits bancaires, nous maintenons notre scénario de stabilité du taux directeur à horizon T1-22.

Parallèlement, la composante inflationniste ne constituerait pas à date d'aujourd'hui, un facteur déterminant justifiant un éventuel durcissement monétaire sur le CT.

DES CONDITIONS DE FINANCEMENT DE PLUS EN PLUS FAVORABLES

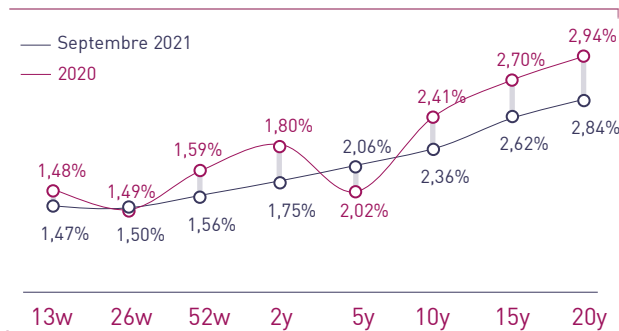
La transmission des décisions monétaires s'opère de manière graduelle vers l'économie réelle. Si le coût de refinancement du Trésor s'est nettement détendu depuis 2019, les taux débiteurs n'ont pas totalement intégré la baisse du taux directeur de 75 PBS en 2020. En effet, le TMP a reculé de 20 PBS, passant de 4,5% en 2020 à 4,3% au T2-21. Pour sa part, le Trésor arrive à se financer à des niveaux plus bas comparativement à 2020 grâce à l'amélioration de la situation des finances publiques qui se reflète sur les excédents placés sur le marché monétaire. Ces derniers dépassent les 10 MMDH.

MAROC : TAUX DÉBITEURS⁽¹⁾ 2016-2021



(1) Moyenne annuelle des taux moyens pondérés débiteurs trimestriels.

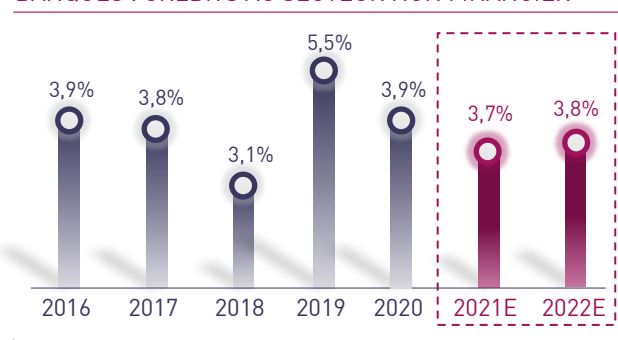
MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



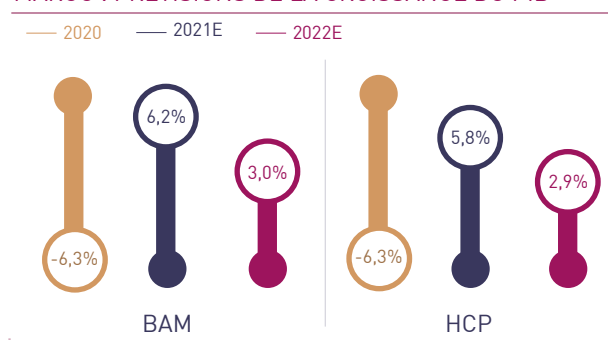
UNE SOUTENABILITÉ DE LA CROISSANCE DES CRÉDITS DANS UN CONTEXTE DE RELANCE ÉCONOMIQUE

Les crédits bancaires devraient soutenir la reprise de l'économie marocaine revue à 6,2% en 2021E avant de se normaliser autour des 3,0% en 2022E. La production de crédits poursuivrait sa progression, toutefois à un rythme moins soutenu qu'en 2020. Il s'agit d'une croissance de 3,7% en 2021E contre 3,9% une année auparavant. À l'origine, la non reconduction des prêts « DAMANE OXYGENE » et « DAMANE RELANCE » mis en place durant la crise sanitaire avec un encours de 53 MMDH à fin 2020. Seul le produit « INTELAKA » se poursuit en 2021 avec un encours de 2,7 MMDH en 2020 par rapport à une enveloppe de financement de 6,0 MMDH.

BANQUES : CRÉDITS AU SECTEUR NON FINANCIER



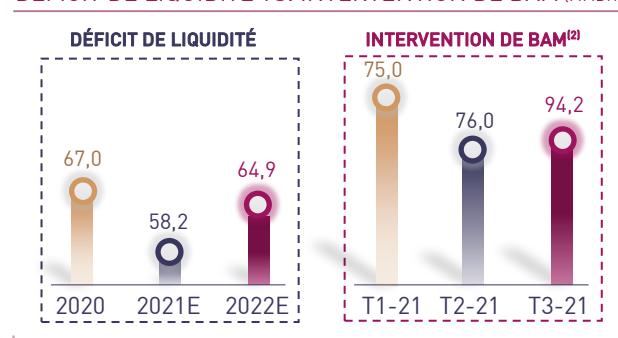
MAROC : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB



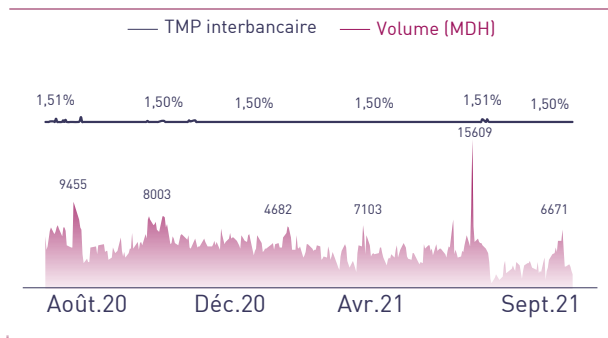
DES CONDITIONS FAVORABLES À LA STABILITÉ DES TAUX MONÉTAIRES EN 2021

Le déficit de liquidité bancaire devrait s'alléger davantage en 2021E pour s'établir à près de 58 MMDH, selon les dernières projections de BAM. Ce niveau tient compte de l'amélioration des réserves de changes à un record de 330 MMDH en 2021E soutenue par les sorties du Trésor à l'international et l'allocation du DTS⁽¹⁾ du FMI de 10,8 MMDH. L'institut d'émission devrait poursuivre son interventionnisme accru à travers ses opérations principales et ses injections de liquidité à LT. Dans ces conditions, BAM continue de satisfaire 100% de la Demande bancaire permettant de maintenir les taux interbancaires en ligne avec le Taux Directeur à 1,5% en 2021.

DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. INTERVENTION DE BAM (MMDH)



MARCHÉ INTERBANCAIRE: TMP & VOLUME JJ



(1) Droits de tirages spéciaux du FMI

(2) Avances à 7 jours, swap de change, pensions livrées et prêts garantis

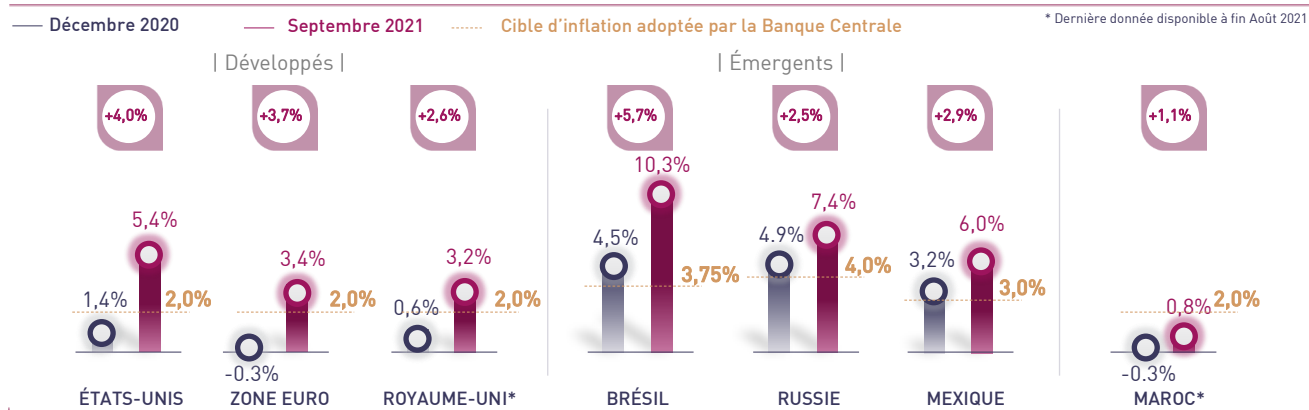
Sources : Bank Al-Maghrib, HCP, Salle des marchés AWB, Calculs & Estimations AGR

L'INFLATION AU CŒUR DES DÉCISIONS DE DURCISSEMENT MONÉTAIRE À L'INTERNATIONAL

La stabilité du taux directeur de Bank Al-Maghrib repose principalement sur un contexte inflationniste maîtrisable au Maroc. En dépit des pressions haussières sur les prix des produits pétroliers, l'inflation devrait évoluer en dessous des 2% sur la période 2021E-2022E. Selon les dernières projections de BAM, l'inflation s'établirait à 1,2% en 2021E et devrait atteindre 1,6% à compter de 2022E. À l'origine, la prédominance de la composante alimentaire dans le panier du consommateur dont les prix demeurent toujours maîtrisables et une reprise relativement contenue de la Demande intérieure en 2021E.

À l'international, l'inflation s'établit au T3-21 à 5,4%, 3,4% et 3,2% respectivement aux États-Unis, en Zone Euro et au Royaume-Uni, dépassant ainsi la cible de 2,0% fixée par la FED, la BCE et la BOE. Au sein des pays émergents, la hausse de l'inflation est nettement plus importante, atteignant même 19,3% en Turquie, 10,3% au Brésil ou encore 7,4% en Russie à fin septembre 2021.

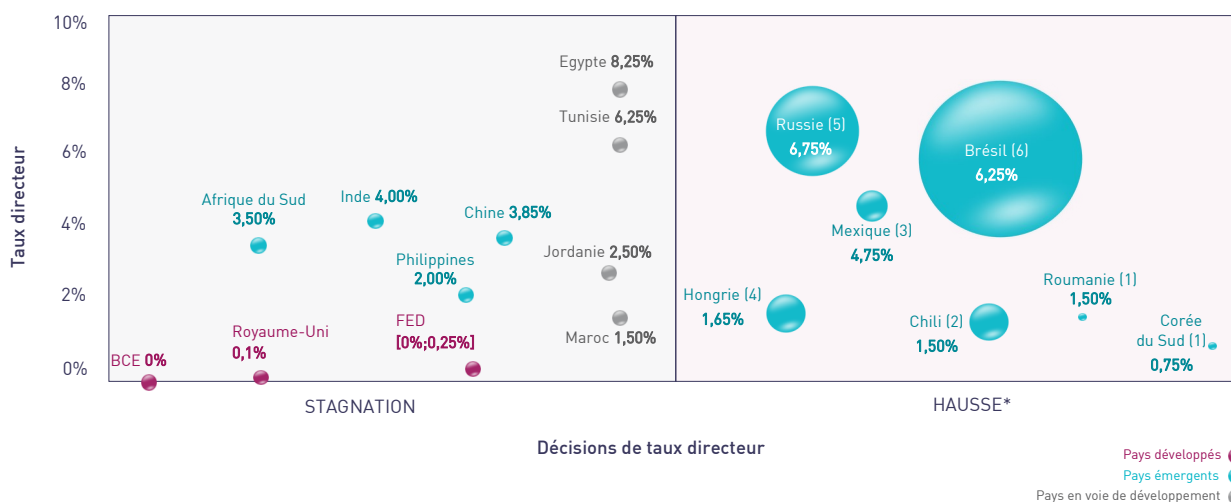
INTERNATIONAL : ÉVOLUTION DES NIVEAUX D'INFLATION PAR RAPPORT À LEUR CIBLE



À l'analyse des principales décisions monétaires des Banques Centrales à l'international courant le T3-21, nous relevons deux grandes orientations :

- Les grandes Banques Centrales (FED, BCE et BOE) s'accordent jusqu'à présent sur le caractère « temporaire » des tensions inflationnistes. Ces institutions maintiennent inchangées leurs politiques monétaires accommodantes à CT. À noter toutefois que la FED a dévoilé son intention de réduire son programme de rachat d'actifs à compter du mois de novembre 2021 et de débiter le relèvement de ses TD vers la fin de 2022. Pour sa part, la BCE devrait réduire son soutien monétaire à 70 MM€ par mois sans pour autant révéler son calendrier de hausse de ses TD ;
- La hausse significative de l'inflation au sein des pays émergents à l'image du Brésil, de la Russie et du Mexique a incité leurs Banques Centrales respectives à relever leur Taux Directeur à plusieurs reprises en 2021. Plus en détails, le TD au Brésil a été relevé à 6 reprises en 2021 soit un cumul de 425 PBS, le portant actuellement à 6,25%. En Russie et au Mexique, les TD ont été rehaussés à 5 et 3 reprises respectivement, soit des hausses de +250 PBS à 6,75% et de +75 PBS à 4,75%.

INTERNATIONAL : DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEUR ANNONCÉES EN 2021 PAR LES BANQUES CENTRALES



*La taille de la bulle représente l'ampleur de la hausse du taux directeur, le chiffre entre parenthèses représente le nombre de hausses en 2021

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 ÉCONOMIE

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
Casablanca

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Felix Dikosso
+237 233 43 14 46
f.dikosso@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

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

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

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 20 21 98 26
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+225 20 21 98 26
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi
+237 678 43 87 19
s.ekambi@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 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

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

ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@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 différents publications de Attijari Global Research sont préparés 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.

