

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



## BANK AL-MAGHRIB: L'INFLATION AU CŒUR DES DÉCISIONS MONÉTAIRES EN 2022

- 04 | L'année 2021 a été marquée par la poursuite de la politique volontariste de BAM
- 07 | Un changement de cap des politiques monétaires à l'international en 2022
- 08 | L'inflation au cœur des orientations de Bank Al-Maghrif en 2022
- 09 | Maintien d'une politique accommodante en 2022..., un scénario toujours crédible



Attijari  
Global Research

### | CROISSANCE 22E |



-430 pbs

2022E	+2,9%
2021A	+7,2%

### | INFLATION 22E |



+70 pbs

2022E	2,1%
2021A	1,4%

### | DÉFICIT DE LIQUIDITÉ 22E |



+5,6 MMDH

2022E	70,0 MMDH
2021E	64,4 MMDH

### | AVOIRS OFFICIELS 22E |



+0,1 Mois

2022E	6,8 Mois
2021E	6,7 Mois

## EXECUTIVE SUMMARY

En 2021, la Banque Centrale a opté pour le maintien de sa politique monétaire volontariste avec comme principal objectif le soutien de l'économie et des ménages face aux répercussions négatives de la crise sanitaire. Une politique monétaire expansionniste qui s'est traduite par l'abaissement de son TD à un plus bas historique de 1,5%, la suppression du compte de la réserve et l'élargissement du collatéral éligible aux opérations de refinancement permettant de tripler la capacité d'emprunt des banques.

Cette orientation monétaire a pu soutenir la reprise de la croissance marocaine à plus de 7,0% en 2021 dans un contexte où la composante « inflation » a été largement maîtrisée. La croissance du PIB a été portée par deux leviers. D'une part, l'amélioration de la situation sanitaire grâce au bon déroulement de la campagne de vaccination. D'autre part, une campagne agricole record de plus de 103 MQx en 2021.

En 2022, la mission de Bank Al-Maghrib s'avère plus compliquée entre d'une part, une accélération de l'inflation au niveau international et d'autre part, une croissance moins vigoureuse de l'économie sous l'effet d'une campagne agricole modeste. Aussi, l'année 2022 marque un revirement stratégique des grandes Banques Centrales à l'international, notamment la Fed et la BCE. Ces dernières devraient débiter le resserrement de leurs politiques monétaires en 2022.

Au Maroc, nous relevons deux sources de risque en mesure de relever le niveau d'inflation à plus de 3,0% en moyenne durant le second semestre de l'année en cours. Il s'agit d'un éventuel dérapage de la composante alimentaire dont le poids est prépondérant dans le panier du consommateur marocain et de la soutenabilité d'un prix du baril au-dessus des 100 \$ sur l'ensemble de l'année 2022.

À date d'aujourd'hui, il nous semble prématuré d'anticiper une hausse importante et durable des prix à la consommation au Maroc. En effet, la récente accélération de l'inflation s'explique davantage par des facteurs conjoncturels qui devraient s'estomper à l'avenir. Les perspectives de résolution du conflit avec la Russie conjuguées au rétablissement progressif de la chaîne logistique mondiale pourraient réduire sensiblement les pressions haussières sur les prix des matières premières à l'international.

Au final, nous croyons que Bank Al-Maghrib pourrait maintenir une politique monétaire accommodante à travers un TD stable à 1,5% en 2022. Selon nous, une politique budgétaire et monétaire volontariste demeure cruciale pour soutenir une croissance solide de l'économie marocaine, surtout durant une année agricole difficile, marquée par la sécheresse.

#### Lamyae Oudghiri

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

#### Meryeme Hadi

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

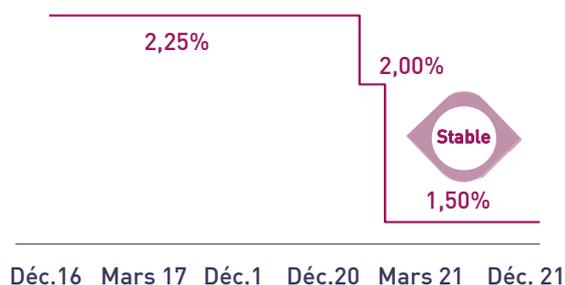
## UN STATU QUO LARGEMENT ANTICIPÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE BAM EN 2021

### Les investisseurs favorables au maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante en 2021

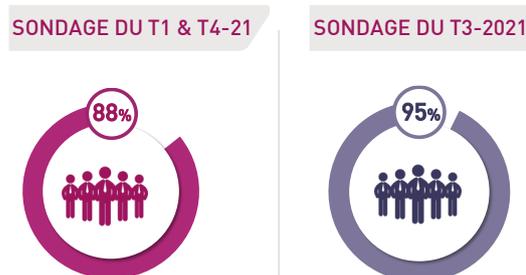
Après avoir baissé son Taux Directeur de 75 PBS en 2020, consécutivement en mars et en juin 2020, Bank Al-Maghrib a gardé inchangé son Taux Directeur en 2021. BAM a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante tout au long de l'année à travers un Taux Directeur historiquement bas à 1,5%. Cette nouvelle orientation monétaire initiée depuis 2020 a permis de maintenir des conditions de liquidité et de financement favorables dans un contexte de relance économique.

Ce statu quo du Taux Directeur était largement anticipé par les principaux investisseurs financiers au Maroc. En effet, et en marge de nos différents sondages effectués en 2021 auprès d'un échantillon représentatif d'investisseurs financiers<sup>(1)</sup>, nous avons relevé un consensus clair en faveur d'une stabilité du Taux Directeur en 2021, soit plus de 90% des sondés. Ces anticipations s'expliquent principalement par le manque d'arguments qui pourraient justifier soit une nouvelle baisse ou encore un relèvement du Taux Directeur en 2021.

#### BAM : TAUX DIRECTEUR 2016-2021



#### BAM: ANTICIPATIONS STATU QUO DU TAUX DIRECTEUR

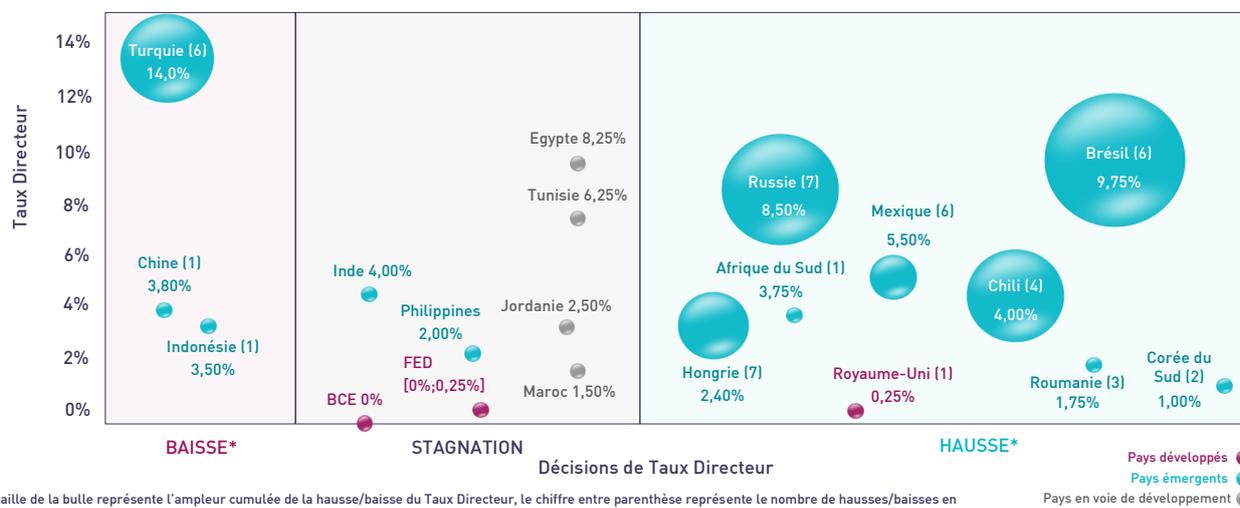


### À l'international, des politiques monétaires divergentes en 2021 en marge de l'accélération de l'inflation

À l'analyse des décisions de politiques monétaires des principales grandes Banques Centrales à l'international en 2021, nous relevons de fortes divergences. D'une part, la FED et la BCE maintiennent inchangées leurs politiques monétaires accommodantes en 2021. La BCE s'accordant sur le caractère temporaire des tensions inflationnistes. La décision de Bank Al-Maghrib semble ainsi en cohérence particulièrement avec la Zone Euro.

D'une autre part, la hausse significative de l'inflation dans d'autres pays, essentiellement émergents (Brésil, Russie et Mexique) a poussé les Banques Centrales à relever leurs Taux Directeurs à plusieurs reprises en 2021. Pour sa part, le Royaume-Uni est le premier pays développé à débiter le durcissement de sa politique monétaire depuis l'éclatement de la crise Covid-19 en 2020. En effet, la BOE a relevé son Taux Directeur d'un quart de point à 0,25% en décembre dernier. Rappelons que le pays a fait face à la plus importante accélération de l'inflation depuis 30 ans en 2021, soit plus de 5% en glissement annuel.

#### INTERNATIONAL : DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEURS EN 2021 PAR PAYS ET PAR NIVEAU DE DÉVELOPPEMENT



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

Sources : BAM, Sites officiels des Banques Centrales, Calculs & Analyse AGR

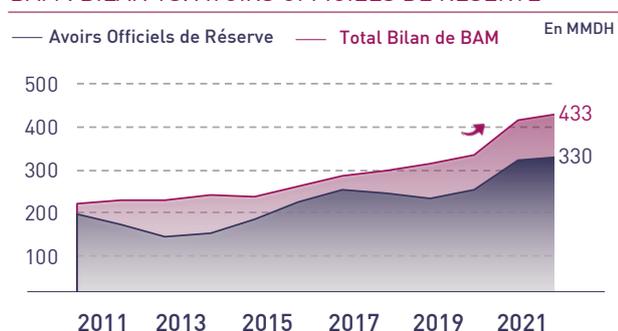
## L'ANNÉE 2021 A ÉTÉ MARQUÉE PAR LA POURSUITE DE LA POLITIQUE VOLONTARISTE DE BAM

### Plusieurs événements majeurs ont marqué la politique monétaire de Bank Al-Maghrib en 2021

Parallèlement au maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante de Bank Al-Maghrib en 2021 à travers un Taux Directeur à son plus bas historique à 1,5% et un ratio de la réserve obligatoire à 0%, plusieurs évolutions majeures ont aussi marqué l'environnement monétaire en 2021. Plus en détails, BAM a procédé :

- (1) Au remboursement par anticipation d'une partie de la LPL<sup>(1)</sup> du FMI de plus de 930 M\$ en janvier 2021, et ce suite à un tirage de BAM en avril 2020 de 3,0 MM\$. À l'origine, les levées records du Trésor à l'international au T4-20 qui ont permis de soutenir les réserves en devises du Royaume ;
- (2) À l'encaissement en août 2021 de la quote-part du Maroc dans la plus importante allocation DTS dans l'histoire du FMI, soit de 1,2 MM\$ sur un montant de 650 MM\$. Ces opérations ont permis de renforcer les réserves de change du Maroc à plus de 330 MMDH à fin 2021, soit environ 7 mois d'importations ;
- (3) À des opérations de rachats de devises sur le marché des changes d'un montant cumulé de plus de 15 MMDH à compter du T3-21 après une absence qui a duré trois ans. Cette situation s'explique par une accumulation de liquidité à travers une hausse historique de la position de change des banques durant la même période.

### BAM : BILAN VS. AVOIRS OFFICIELS DE RÉSERVE



### BAM : INTERVENTION SUR LE CHANGE EN 2021

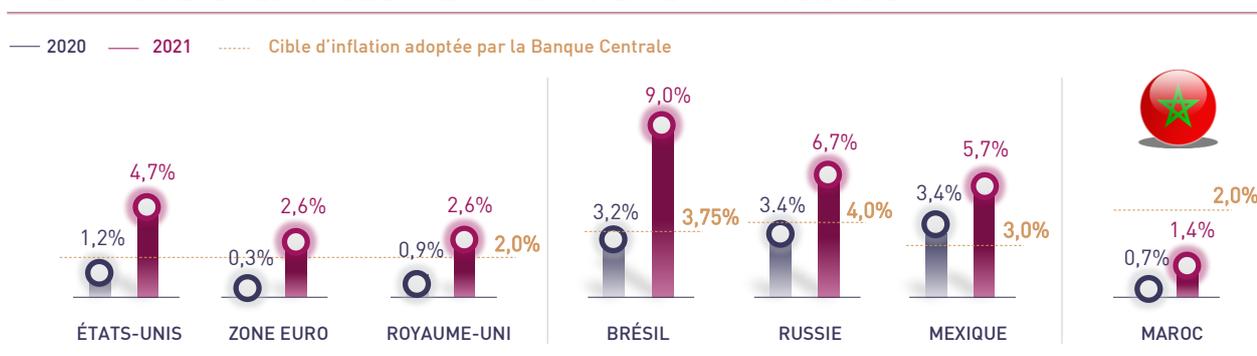


### Une orientation expansionniste de BAM soutenue par un contexte inflationniste maîtrisé en 2021

Alors que les principaux pays ont connu une réelle accélération de l'inflation en 2021 en raison de la flambée des cours des matières premières, il est réconfortant de constater que la politique monétaire volontariste de BAM s'opère dans un cadre inflationniste globalement maîtrisable au Maroc. Rappelons que l'indice des prix à la consommation s'est apprécié significativement aux États-Unis et en Zone Euro dépassant la cible d'inflation fixée à 2,0% par la FED et la BCE.

Il est vrai que le Maroc n'a pas échappé à cette tendance mondiale qui demeure néanmoins de moindre ampleur au niveau national. À cet effet, l'inflation est ressortie à 1,4% en 2021 contre un niveau faible en 2020 de 0,7%. À l'origine, la prédominance de la composante alimentaire dans le panier du consommateur marocain ainsi qu'une reprise maîtrisée de la Demande intérieure en 2021E. Rappelons que la récolte céréalière au titre de la campagne agricole 2020/2021 est ressortie à un niveau record de plus de 103 Mqx en 2021.

### INTERNATIONAL : ÉVOLUTION DE L'INFLATION EN MOYENNE PAR PAYS 2020-2021



(1) Ligne de Précaution et de Liquidité

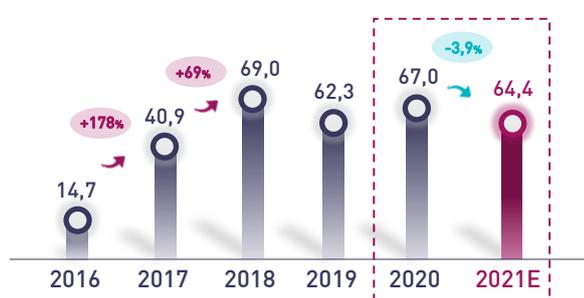
## BANK AL-MAGHRIB, GARANT DE L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### Une nette atténuation du déficit de liquidité suite au renforcement des réserves de change...

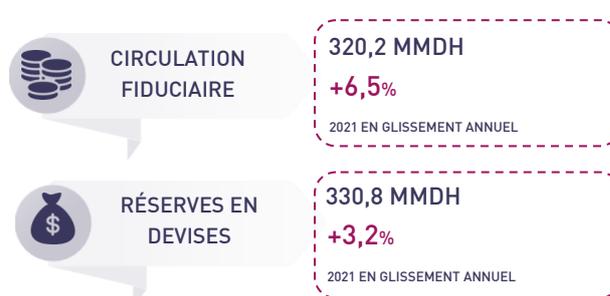
Le déficit de liquidité est un indicateur déterminant pour le pilotage de la politique monétaire de BAM. Celui-ci permet à la Banque Centrale de déterminer le besoin du système bancaire et de réajuster ses interventions sur la liquidité. En 2021, le déficit de la liquidité bancaire s'est amélioré de 4,0% passant de 67,0 MMDH à plus de 64,0 MMDH en 2021. À l'origine de cette évolution:

- ⇒ L'amélioration des avoirs en devises de +3,2% à 330,8 MMDH à fin 2021 en lien avec l'encaissement de l'allocation en DTS du FMI de plus de 10 MMDH ainsi que les niveaux importants des transferts MRE et des recettes IDE en 2021. Ces deniers ont atteint des records historiques de 93,3 MMDH et 32,2 MMDH, soit des hausses respectives de 36,8% et 17,0% durant la période 2020-2021 ;
- ⇒ L'accalmie relative observée au niveau de la circulation fiduciaire. Bien qu'en hausse de +6,5% en 2021 à plus de 320 MMDH en 2021, ce niveau demeure largement en dessous du rythme d'évolution observé en 2020 à plus de +20%. Celui-ci traduisait principalement l'accroissement des volumes d'échange en dehors du circuit bancaire.

### MAROC : DÉFICIT DE LIQUIDITÉ 2016-2021



### MAROC : INDICATEURS DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE



### ... soutenue par le recours aux nouveaux instruments à long terme de BAM

Tenant compte de l'enjeu crucial de la relance de l'économie marocaine en 2021, BAM a continué de jouer parfaitement son rôle de prêteur de dernier ressort. En effet, le relèvement de la capacité de refinancement des banques à travers les instruments de politique monétaire a permis de combler sans difficulté les besoins en liquidité du système financier en 2021. Le taux de satisfaction des injections hebdomadaires de BAM ayant atteint les 100% durant la période d'analyse.

Au-delà des opérations classiques, BAM a rehaussé, à l'instar de 2020, son recours aux instruments monétaires à plus long terme. À cet effet, nous relevons deux principales évolutions :

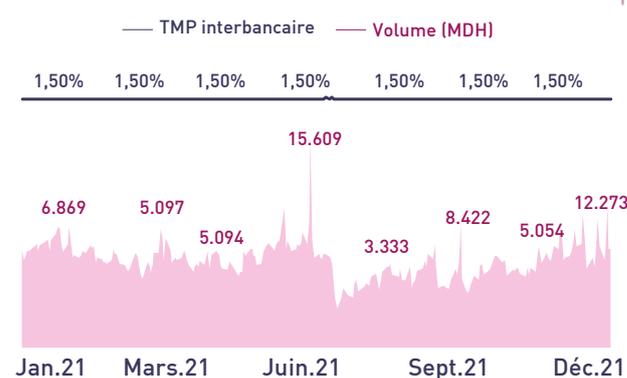
- (1) Les avances à 7 jours poursuivent leur baisse en 2021 en cohérence avec l'atténuation des besoins de liquidité des banques et ce, après avoir diminué de presque la moitié en 2020. Ces derniers s'établissent à 33,5 MMDH en moyenne hebdomadaire, en baisse de 21,7% par rapport à 2020, et de 54,6% par rapport à son niveau pré-crise ;
- (2) Les prêts garantis, considérés comme des opérations non conventionnelles, ont connu une forte appréciation de 36,9% en 2021 après s'être multipliés par 10 en 2020, soutenus par les programmes d'appui aux TPME.

La gestion monétaire proactive de BAM à travers ses injections de liquidité à 7 jours et à plus LT a permis de contenir l'évolution des taux interbancaires autour du Taux Directeur à 1,50% et les taux MONIA à 1,42% en 2021.

### BAM : INTERVENTIONS 2019-2021 (EN MMDH)

	2019	2020	2021
Avances à 7J	73,8	42,8	33,5
Pension livrée LT	-	38,1	21,2
Prêts garantis	2,4	19,7	26,8
Swap de change	4,3	4,3	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>80,6</b>	<b>104,9</b>	<b>82,5</b>

### MARCHÉ INTERBANCAIRE : TMP EN 2021



Sources : BAM, Calculs & Analyse AGR

## UNE TRANSMISSION VISIBLE SUR LES COÛTS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

### Poursuite du repli des coûts de financement des agents économiques en 2021

Le système bancaire continue à financer les agents économiques privés et publics à un coût relativement favorable en 2021. En atteste, des taux d'emprunt des entreprises privées et des ménages qui poursuivent leur tendance baissière, ainsi que l'évolution des taux de refinancement du Trésor sur le marché des adjudications. Toutefois, le relèvement de la prime de risque en période de crise, n'a pas permis aux taux débiteurs d'intégrer entièrement la baisse du Taux Directeur de 75 PBS en 2020. Plus en détails :

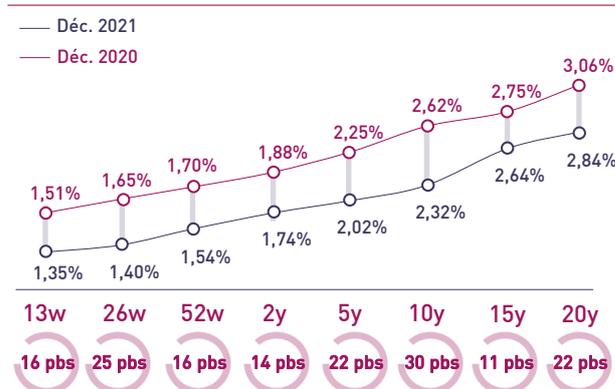
- (1) Les taux débiteurs à travers lesquels se finance le secteur privé poursuivent leur repli initié en 2017. Ces derniers reculent de 16 PBS, passant de 4,55% en 2020 à moins de 4,40% en 2021 ;
- (2) S'agissant des taux de refinancement du Trésor, les taux obligataires primaires ont connu une tendance baissière des exigences de rémunération des investisseurs. À l'origine, l'amélioration des finances publiques de l'Etat en marge de la reprise de l'activité économique en 2021. Cette orientation s'est reflétée à travers les placements du Trésor sur le marché monétaire qui ont avoisiné les 10 MMDH en 2021.

### MAROC : TAUX DÉBITEURS<sup>(1)</sup> 2016-2021



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

### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE

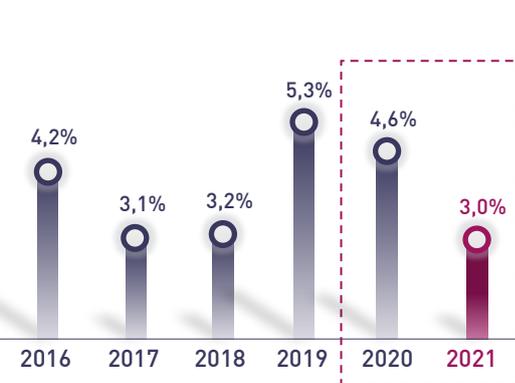


### Une dynamique positive des crédits à l'économie en 2021 post-crise

L'orientation de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib s'est positivement reflétée sur la dynamique des crédits à l'économie qui ont poursuivi leur raffermissement en 2021. Ainsi, l'encours global des crédits bancaires ressort à plus de 988 MMDH en 2021, en hausse de 3,0%. À l'instar de 2020, cette évolution est tirée par la hausse de la production des crédits de trésorerie qui ont atteint 227,2 MMDH, soit une hausse de plus de 10,0% durant la période 2020-2021.

Ce rythme d'évolution est toutefois moins soutenu qu'en 2020, en raison de la hausse des créances en souffrances dont le taux a atteint les 8,4% en 2021 et l'effet de base négatif en lien avec la non reconduction de certains programmes garantis par l'Etat en 2021. Rappelons que les prêts DAMANE OXYGENE et DAMANE RELANCE mis en place durant la pandémie ont atteint un encours de 53 MMDH à fin 2020. Plus en détails, le produit INTELAKA s'est poursuivi tout au long de l'année 2021, DAMANE RELANCE et DAMANE TPE ayant pris fin durant le S1-21.

### BANQUES : CRÉDITS BANCAIRES À L'ÉCONOMIE



### PROGRAMMES DE RELANCE DURANT LA PÉRIODE 20-23



Sources : BAM, Salle des Marchés AWB, Calculs AGR

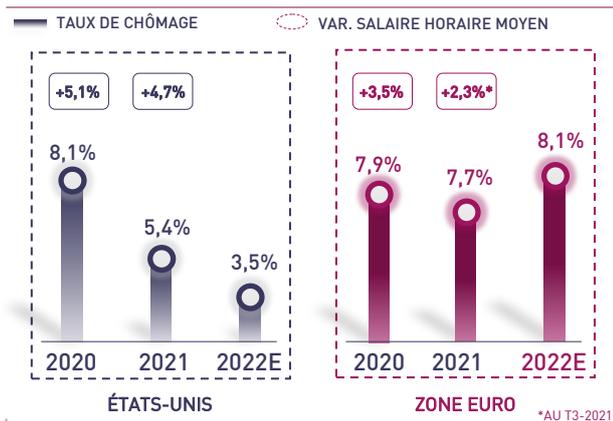
## UN CHANGEMENT DE CAP DES POLITIQUES MONÉTAIRES À L'INTERNATIONAL EN 2022

### Le scénario d'une accélération durable de l'inflation à l'international ...

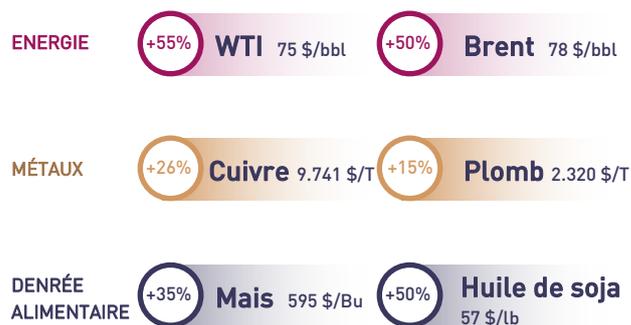
L'implémentation des politiques monétaires ultra-accommodantes depuis l'éclatement de la crise sanitaire, conjuguée à la mise en place des programmes de rachats d'actifs d'envergure et des plans de relance inédits ont alimenté un nouveau cycle inflationniste en lien avec la hausse des cours des matières premières. De plus, la reprise économique en 2021 compte tenu du bon déroulement des campagnes de vaccination à l'échelle mondiale a davantage renforcé le décalage entre la reprise de la Demande et le repli de l'Offre sous l'effet des perturbations logistiques à l'international.

Alors que les grandes Banques Centrales s'accordaient sur le caractère « transitoire » de l'inflation, la Fed a évoqué dès novembre 2021 des facteurs « structurels ». Il s'agit principalement de l'amélioration continue du marché de l'emploi, avec un taux de chômage à son plus bas depuis 2014 à 5,4% en 2021. Par ailleurs, le cercle vicieux Prix/Salaire semble se concrétiser aux Etats-Unis avec une hausse importante du salaire horaire moyen aux USA de 4,7% en 2021.

### TAUX DE CHÔMAGE VS. SALAIRE HORAIRE MOYEN



### ÉVOLUTION DES MP À L'INTERNATIONAL EN 2021



### ... favorise le resserrement des politiques monétaires de la Fed et de la BCE en 2022

Tenant compte de cette nouvelle évolution inflationniste désormais qualifiée de « soutenable » et très importante en Zone Euro et aux Etats-Unis, la FED et la BCE entament une nouvelle ère de politique monétaire en 2022 :

- (1) Aux Etats-Unis, la Fed a annoncé le durcissement de sa politique monétaire dès mars 2022 et pourrait procéder à plusieurs hausses de Taux Directeur à des amplitudes importantes pouvant atteindre un demi-point. De même, la Fed envisage de réduire progressivement ses rachats d'actifs jusqu'à arrêt total en mars 2022 ;
- (2) Pour sa part, la BCE vient de changer de ton en ne qualifiant plus l'inflation de « transitoire ». En effet, Christine Lagarde, présidente de la BCE, reconnaît la probabilité qu'une hausse des taux d'intérêt euro intervienne d'ici la fin de 2022 ou début 2023, dans l'attente de la fin des rachats d'actifs nets au titre du PEPP<sup>(1)</sup>. La situation en Ukraine ne semble pas changer la donne jusqu'à présent. Rappelons, que la BCE maintient des Taux Directeurs planchers depuis la crise financière de 2008.

### POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FED ET DE LA BCE: PRINCIPALES ORIENTATIONS EN 2022

	ORIENTATION MONÉTAIRE 2020-2021(CRISE)	ORIENTATION MONÉTAIRE 2022E (POST-CRISE)
<b>TAUX DIRECTEUR</b>	<p><b>FED:</b> Maintien du Taux Directeur inchangé en 2021 après deux baisses totalisant 150 PBS en 2020 suite à la crise sanitaire.</p> <p><b>BCE:</b> Maintien des Taux Directeurs à des niveaux planchers depuis la crise financière en 2008.</p>	<p><b>FED:</b> Trois potentielles hausses du TD en 2022.</p> <p><b>BCE:</b> Une hausse des taux n'est pas exclue. Elle est plus probable durant le S2-2022.</p>
<b>PROGRAMME MONÉTAIRE</b>	<p><b>FED:</b> Mise en place en 2020 d'un programme de rachat de 120 MM\$/ mois scindé en six lignes monétaires.</p> <p><b>BCE:</b> Mise en place en 2020 de deux programmes de rachats d'actifs (APP de 20 MM€/mois et PEPP de 120 MME€/mois) d'un montant global de 140 MM€/mois.</p>	<p><b>FED:</b> Réduction de ses rachats d'actifs de 30 MM\$/mois jusqu'à arrêt total en mars 2022.</p> <p><b>BCE:</b> Les achats du PEPP continueront de diminuer pour s'arrêter totalement fin mars 2022, comme attendu. APP augmenterait à 40 MM€/mois au T2-22, 30 MM€/mois au T3-22 puis reviendrait à son rythme normatif de 20 MM€/mois aussi longtemps que nécessaire.</p>

(1) Pandemic Emergency Purchase Programme

(2) Asset Purchase Programme 20 MME/mois

Sources : US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, FMI, Bloomberg, Minutes des réunions de politique monétaire, Calculs & Analyse AGR

## L'INFLATION AU CŒUR DES ORIENTATIONS DE BANK AL-MAGHRIB EN 2022

Il est évident que le sujet de l'inflation sera au cœur de l'orientation de la politique monétaire de BAM en 2022. Tenant compte des évolutions à l'international, il est légitime de s'interroger sur les facteurs impactant le comportement des niveaux de prix au Maroc en 2022.

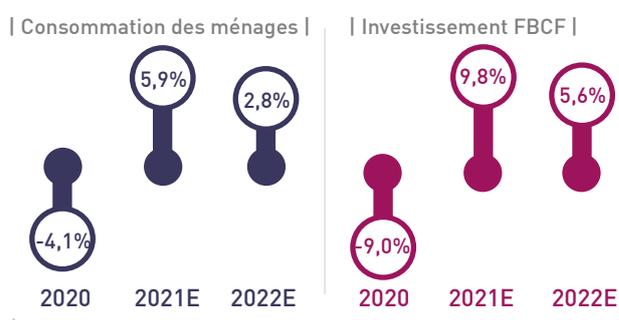
Notre scénario initial anticipait une maîtrise de l'inflation au Maroc légèrement au-dessus des 2,0% en 2022. Dans ces conditions, un éventuel durcissement monétaire de BAM durant ce premier semestre 2022 serait peu plausible. En effet, deux principaux arguments soutiennent cette évolution inflationniste maîtrisée et de facto le maintien de cap de la politique monétaire volontariste de BAM :

- Le taux de chômage demeure élevé à 12,3% en 2021 contre 11,9% en 2020. Pour sa part, le salaire moyen, selon les dernières données de la CNSS, révèle une hausse maîtrisée de 2,8% au T3-2021 ;
- Les dernières projections du HCP concernant l'évolution de la Demande intérieure ne dévoilent pas une reprise sensible de cet indicateur.

### MAROC: INDICATEURS D'EMPLOI ET DE CHÔMAGE



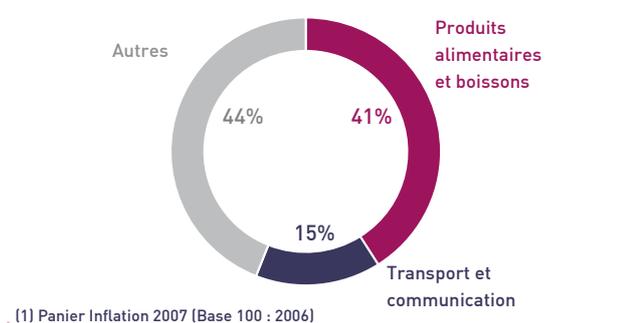
### MAROC: INDICATEURS DE LA DEMANDE INTÉRIEURE



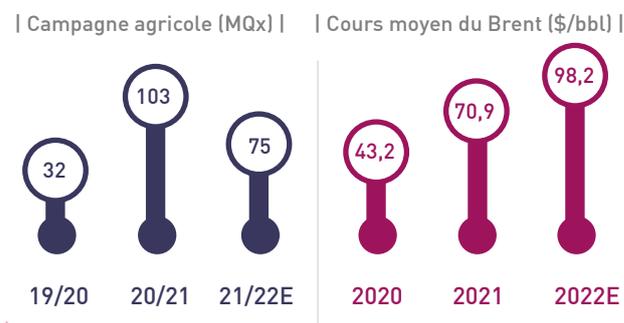
Aujourd'hui, nous relevons deux sources importantes de risque en mesure de relever sensiblement le niveau d'inflation à plus de 3% durant la seconde moitié de l'année 2022. Il s'agit principalement :

- D'un dérapage important des prix de la composante alimentaire dont le poids est prépondérant dans le panier du consommateur marocain. À l'origine, la faible campagne agricole en 2022 après une année exceptionnelle en 2021. Déjà en janvier 2022, cette composante a connu une forte accélération de 4,3% en glissement annuel ;
- De la poursuite de l'envolée des prix des produits énergétiques. En 2021, le cours moyen du baril du Brent s'est apprécié de 64%, passant de 43 \$ en 2020 à 71 \$ en 2021. Les nouvelles projections des principaux brokers à l'international anticipent un prix du baril aux alentours des 100 \$ en 2022. Cette nouvelle donne est justifiée par les répercussions des tensions géopolitiques sur l'approvisionnement énergétique au niveau mondial.

### MAROC : PANIER D'INFLATION<sup>(1)</sup>



### MAROC : CAMPAGNE AGRICOLE VS. COURS DU BRENT



À date d'aujourd'hui, il nous semble prématuré d'anticiper une hausse importante et durable des prix à la consommation au Maroc, soit au-dessus des 3,0%. En effet, la récente accélération de l'inflation s'explique davantage par des facteurs conjoncturels qui devraient s'estomper à l'avenir. Les perspectives de résolution du conflit avec la Russie conjuguées au rétablissement progressif de la chaîne logistique mondiale devraient réduire les récentes pressions haussières sur les prix des matières premières en général.

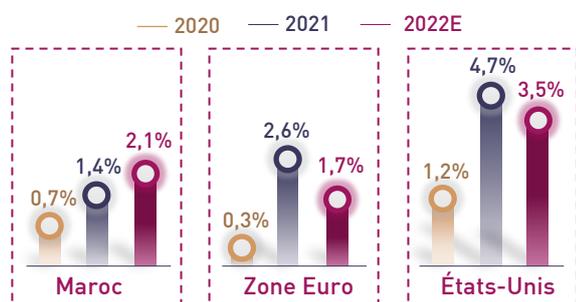
## MAINTIEN D'UNE POLITIQUE ACCOMMODANTE EN 2022..., UN SCÉNARIO TOUJOURS CRÉDIBLE

Selon nous, Bank Al-Maghrib pourrait garder inchangée sa politique monétaire accommodante à travers un TD stable à 1,5% en 2022. En effet, des politiques budgétaire et monétaire volontaristes demeurent toujours cruciales pour soutenir une croissance solide de l'économie marocaine, surtout durant une année agricole marquée par la sécheresse.

Le facteur qui pourrait justifier une éventuelle hausse du TD de BAM concernerait une hausse non maîtrisable du niveau d'inflation. À date d'aujourd'hui, l'environnement inflationniste demeure globalement maîtrisé à travers un niveau des prix à la consommation au Maroc évoluant autour des 2,0% en 2022E contre 1,4% en 2021 (*estimations BAM Déc. 21*). Une prévision qui serait amenée à être probablement revue à la hausse compte tenu des récentes tensions géopolitiques et leur impact sur le marché énergétique mondial. Néanmoins, l'évolution de l'inflation au Maroc devrait rester inférieure par rapport aux niveaux observés à l'international.

Les perspectives d'orientation de l'inflation et les risques importants qui entourent la croissance du PIB en 2022 ne justifieraient pas à ce stade, à notre sens, un durcissement monétaire de Bank Al-Maghrib en 2022.

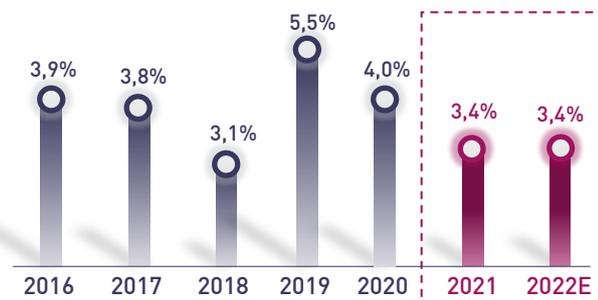
### MAROC : ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2022E



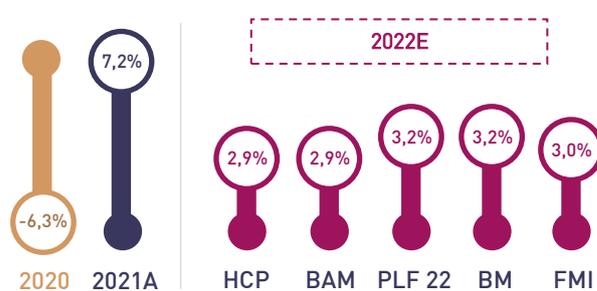
### MAROC : ÉVOLUTION DES AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ 2022E



### BANQUES : CRÉDITS AU SECTEUR NON FINANCIER



### MAROC : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB



Au final et sur le volet sanitaire, l'ensemble des experts soutiennent l'idée que le Maroc a surpassé le pic de la pandémie et demeurent confiants quant à un retour progressif à la normale. Les annonces rassurantes de l'OMS sur ce volet ont encouragé plusieurs pays à ré-ouvrir leurs économies. Dans ce sens, le Maroc vient d'entreprendre un premier pas à travers la réouverture de ses frontières début février.

# 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

## 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 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.