

#### | TAUX DIRECTEUR |



Inchangé



Inchangée

T1-22	1,5%
T4-21	1,5%

T1-22	0%
T4-21	0%

#### | CROISSANCE 2022E |



-220 pbs

Nouvelle	+0,7%
Précédente	+2,9%

#### | INFLATION 2022E |



+260 pbs

Nouvelle	4,7%
Précédente	2,1%

### LES ENJEUX DE LA CROISSANCE PRENNENT LE DESSUS SUR LES RISQUES INFLATIONNISTES EN 2022

En marge de sa 1<sup>ère</sup> réunion de politique monétaire en 2022, Bank Al-Maghrib a maintenu son Taux Directeur inchangé à 1,5% en ligne avec nos anticipations [Cf- BAM: L'inflation au cœur des décisions monétaires en 2022].

Cette décision intervient dans un contexte international critique marqué par le conflit géopolitique avec la Russie, les perturbations des chaînes de production mondiales et leurs conséquences significatives sur les prix des matières premières. Dans ce contexte, l'accélération de l'inflation a conforté le revirement monétaire des grandes Banques Centrales. La Fed emboîte le pas à la BOE en confirmant le durcissement de sa politique monétaire le 17 mars à travers le relèvement d'un quart de point de ses Taux directeurs.

En dépit des pressions inflationnistes palpables au Maroc, Bank Al-Maghrib semble toujours privilégier le soutien de la reprise de la croissance en 2022. Celle-ci est toujours fragilisée par les répercussions de la crise sanitaire, le contexte international défavorable et les perspectives d'une campagne agricole historiquement faible. Celle-ci est attendue à seulement 25 MQx en 2022 après une année record de 103 MQx en 2021. Ainsi, BAM a revu à la baisse ses perspectives de croissance pour 2022 à 0,7% contre 2,9% initialement et 7,3% en 2021.

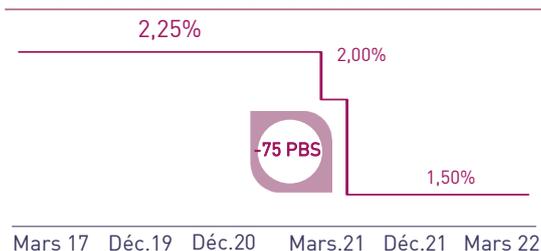
#### Lamyae Oudghiri

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

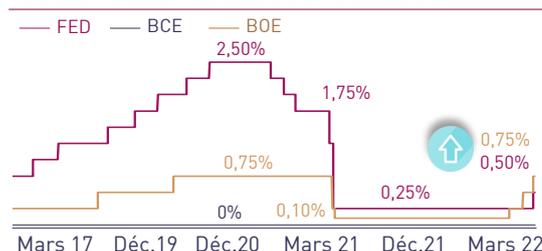
#### Meryeme Hadi

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

#### ÉVOLUTION DU TAUX DIRECTEUR AU MAROC



#### TAUX DIRECTEURS À L'INTERNATIONAL



À la lumière de notre analyse, nous relevons trois messages clés :

- (1) La révision à la baisse des perspectives de croissance de l'économie nationale s'inscrit dans le cadre d'une tendance mondiale moins favorable. Aux États-Unis, la croissance s'établirait à 3,4% en 2022E après 5,7% en 2021. En zone Euro, l'activité serait plus exposée aux conséquences du conflit en Ukraine à travers une croissance du PIB attendue à 3,5% en 2022 après 5,2% en 2021 ;
- (2) L'accélération haussière des prix des denrées alimentaires et des produits énergétiques à l'international impacterait significativement l'évolution de l'inflation au Maroc. Celle-ci est estimée à 4,7% en 2022 contre 1,4% en 2021 ;
- (3) Tenant compte des enjeux cruciaux de la relance économique, BAM semble prédisposée à maintenir une politique monétaire accommodante. D'autant plus que l'institution prévoit une normalisation des niveaux de prix au Maroc à compter de 2023.

#### AVIS D'EXPERT

Cette première réunion de politique monétaire de Bank Al-Maghrib nous conforte, jusqu'à présent, dans notre scénario central de stabilité du Taux Directeur en 2022. [Cf. Perspectives monétaires 2022].

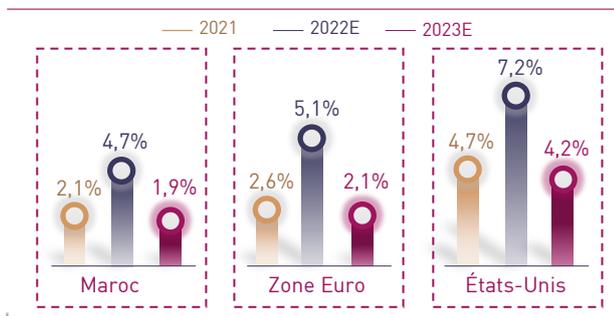
À travers sa 1<sup>ère</sup> réunion de l'année 2022, la Banque Centrale considère la croissance économique comme une priorité majeure en 2022 surtout dans un contexte moins favorable marqué par la sécheresse et le manque de visibilité à l'échelle internationale.

La vigilance reste de mise face à une inflation galopante au Maroc qui atteindrait selon BAM, 4,7% en 2022E. Il s'agirait selon nous, d'un plus haut de 27 ans, soit depuis 1995.

## BANK AL-MAGHRIB RESTE VIGILANTE FACE À L'ACCÉLÉRATION INFLATIONNISTE AU MAROC

Comme attendu, BAM a relevé significativement ses prévisions d'inflation en 2022 à 4,7% en ligne avec la tendance internationale. Depuis 2008, l'inflation au Maroc avait rarement dépassé le seuil cible de la Banque Centrale de 2,0%. En 2023, l'institution prévoit un retour de l'inflation en dessous de sa cible (soit 2,0%) sous l'effet de la dissipation des facteurs géopolitiques de hausse des prix.

### INFLATION 2021-2023E: MAROC VS. BENCHMARK



### HAUSSE DES MATIÈRES PREMIÈRES T1-22\* VS 2021



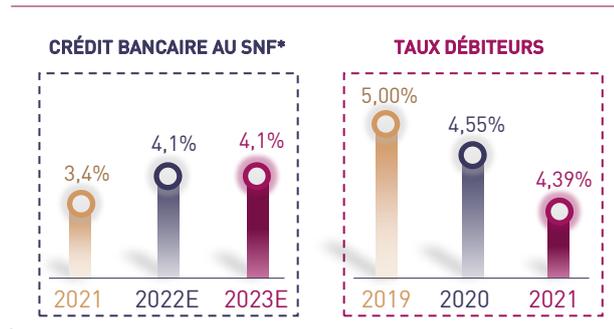
\*Données arrêtées au 22/03/2022

## DES COÛTS DE FINANCEMENT TOUJOURS FAVORABLES À LA RELANCE ÉCONOMIQUE

Le système bancaire continue à financer l'économie à un coût relativement favorable. En atteste l'évolution des taux de refinancement du Trésor, des entreprises privées et des ménages qui demeurent à des niveaux bas depuis 2019. En raison de la hausse naturelle de la prime de risque, les taux débiteurs n'intègrent que partiellement la baisse du Taux Directeur de 75 PBS en 2020.

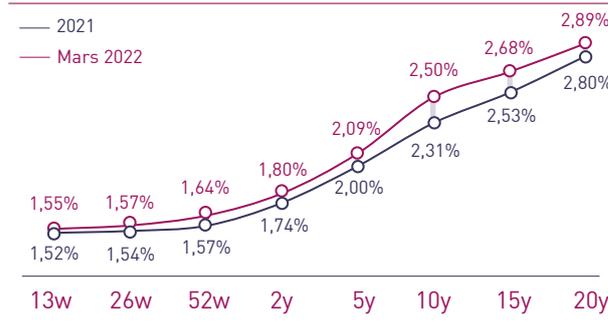
La Banque Centrale s'attend à une évolution modérée des crédits bancaires de 4,1% sur la période 2022-2023 et ce, face à la hausse des créances en souffrance du secteur bancaire conjuguée à un effet de base moins favorable. Celui-ci tient compte de l'arrêt de certains programmes de relance mis en place pour soutenir les ménages et les entreprises face aux conséquences de la crise sanitaire.

### MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



\*Secteur non financier

### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



## UN SOUTIEN MONÉTAIRE VISIBLE AU MARCHÉ FINANCIER

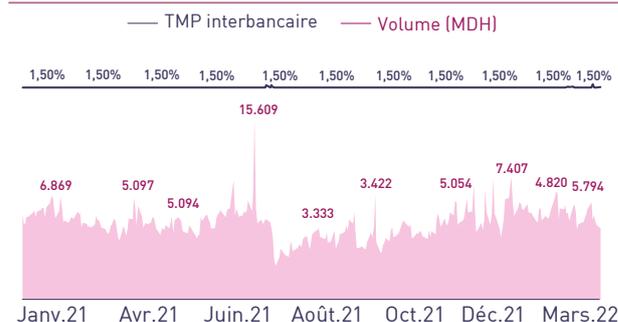
La progression attendue de la monnaie fiduciaire devrait creuser davantage le déficit de liquidité bancaire à près de 75 MMDH en 2022 et plus de 88 MMDH en 2023. Notons que ces niveaux demeurent inférieurs à ceux observés durant le T3-20 à plus de 100 MMDH. À l'origine, la hausse des réserves de change qui devraient atteindre de nouveaux records en 2022 et 2023 à plus de 340 MMDH.

Il nous semble évident, que l'institut d'émission serait capable de satisfaire la totalité de ce besoin bancaire à travers ses opérations principales et à LT. L'interventionnisme accru de BAM maintiendrait les taux interbancaires en ligne avec le Taux Directeur.

### DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



### MARCHÉ INTERBANCAIRE: TMP 2021-2022



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