

| TAUX DIRECTEUR |

	Inchangé
T2-22	1,5%
T1-22	1,5%

| RÉSERVE OBLIGATOIRE |

	Inchangée
T1-22	0%
T1-22	0%

| CROISSANCE 2022E |

	+30 PBS
Nouvelle	+1,0%
Précédente	+0,7%

| INFLATION 2022E |

	+60 PBS
Nouvelle	5,3%
Précédente	4,7%

BANK AL-MAGHRIB MAINTIENT LE CAP ACCOMODANT MALGRÉ LES PRESSIONS INFLATIONNISTES

Au terme de sa 2^{ème} réunion de politique monétaire en 2022, Bank Al-Maghrif a maintenu son TD inchangé à 1,5%. Une décision en ligne à la fois avec notre scénario initial et le consensus de notre dernier sondage réalisé durant la troisième semaine de juin (cf. *Sondage Taux Directeur Juin-22*).

En dépit de la nette accélération de l'inflation en avril à près de 6,0%, soit un plus haut depuis 1995, Bank Al-Maghrif maintient son soutien à la reprise de l'activité économique en 2022. Celle-ci est pénalisée par des facteurs à la fois endogènes et exogènes. D'une part, l'envolée des prix alimentaires et énergétiques alimentée par les tensions géopolitiques en Europe. D'une autre part, la faible campagne agricole au Maroc après un record de plus de 100 MQx en 2021.

Au Maroc, la hausse de l'indice des prix à la consommation est justifiée essentiellement par les importations via les composantes alimentaire et logistique. Ces dernières représentent près des 2/3 du panier du ménage. Ainsi, nous assistons à une inflation d'*Offre* plutôt qu'à une inflation de *Demande* voire même *Monétaire*, à l'instar de la Zone Euro ou des États-Unis.

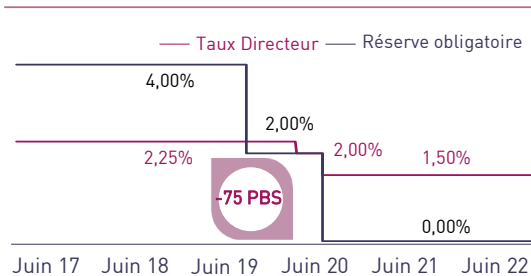
Lamyae Oudghiri

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

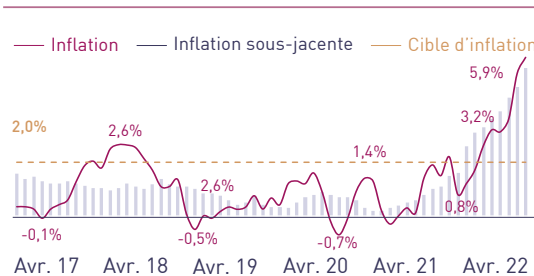
Meryeme Hadi

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

MAROC : INSTRUMENTS DE POLITIQUE MONÉTAIRE



MAROC : INFLATION VS. INFLATION SOUS JACENTE



Aujourd'hui, Bank Al-Maghrif fait face à un réel dilemme entre sa mission de stabilité des prix et les enjeux de la relance économique post-choc Covid-19. À cet effet, nous ressortons avec deux principaux messages :

- (1) Bank Al-Maghrif semble considérer le choc inflationniste actuel comme étant « conjoncturel ». Si l'indice des prix à la consommation devrait culminer à 5,3% en 2022E, les projections en 2023E plaident pour une normalisation autour des 2,0% ;
- (2) La tendance de relèvement des Taux Directeurs à l'échelle internationale se généralise de plus en plus. En effet, même les pays à ancrage monétaire fixe par rapport à l'Euro ont entamé un resserrement monétaire et ce, en anticipation du relèvement des taux de la BCE. Nous citons à titre d'exemple la zone UEMOA.

AVIS D'EXPERT

Dans un contexte marqué par la soutenabilité des tensions inflationnistes et la faible croissance de l'économie en 2022, le maintien d'une politique monétaire accommodante par Bank Al-Maghrif nous semble de moins en moins plausible. Au-delà des considérations sociales, la question de la rémunération de l'épargne nationale devrait revenir au devant de la scène avec des taux réels négatifs à compter du T2-22. Aussi, assistons-nous au durcissement monétaire du principal partenaire commercial du Royaume avec deux relèvements du TD de la BCE prévus en juillet et en septembre prochains.

Dans ces conditions, nous révisons notre scénario initial de stabilité des Taux en 2022. En effet, nous anticipons au moins une hausse du TD de Bank Al-Maghrif au cours des 2 prochains trimestres.

TROIS GRANDES TENDANCES SE DESSINENT À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

Le statu quo de Bank Al-Maghrib intervient dans un contexte international marqué par le resserrement des politiques monétaires de plusieurs grandes banques centrales. Celles-ci visent principalement à limiter la poussée inflationniste inédite induite par le conflit Russo-Ukrainien. Ainsi, nous relevons trois grandes tendances monétaires :

TENDANCE 1 : RESSEREMENT MONÉTAIRE DÉBUT 2022

En mars 2022, la Fed entame son premier relèvement de TD de 1/4 de point, soit le 1^{er} depuis 2019 après avoir maintenu une politique accommodante en 2021, suivi d'une 2^{ème} hausse en mai de 50 PBS. La Fed intensifie son action à travers une nouvelle hausse le 15 juin dernier de 75 PBS, la plus forte depuis 1994. Néanmoins, l'inflation n'a cessé d'augmenter atteignant même un plus haut de 40 ans en mai 2022 à plus de 8,5%. L'institution anticipe de nouvelles hausses durant le S2-22 afin de contenir le niveau d'inflation record aux États-Unis, reléguant au second plan les risques de récession économique. Parallèlement, nous avons recensé plusieurs banques centrales qui ont relevé leur TD dès le T1-22, à savoir: le **Royaume-Uni**, l'**Égypte**, la **CEMAC** et enfin, le **Canada**.

TENDANCE 2 : INTENSIFICATION DES DURCISSEMENTS MONÉTAIRES EN JUIN 2022

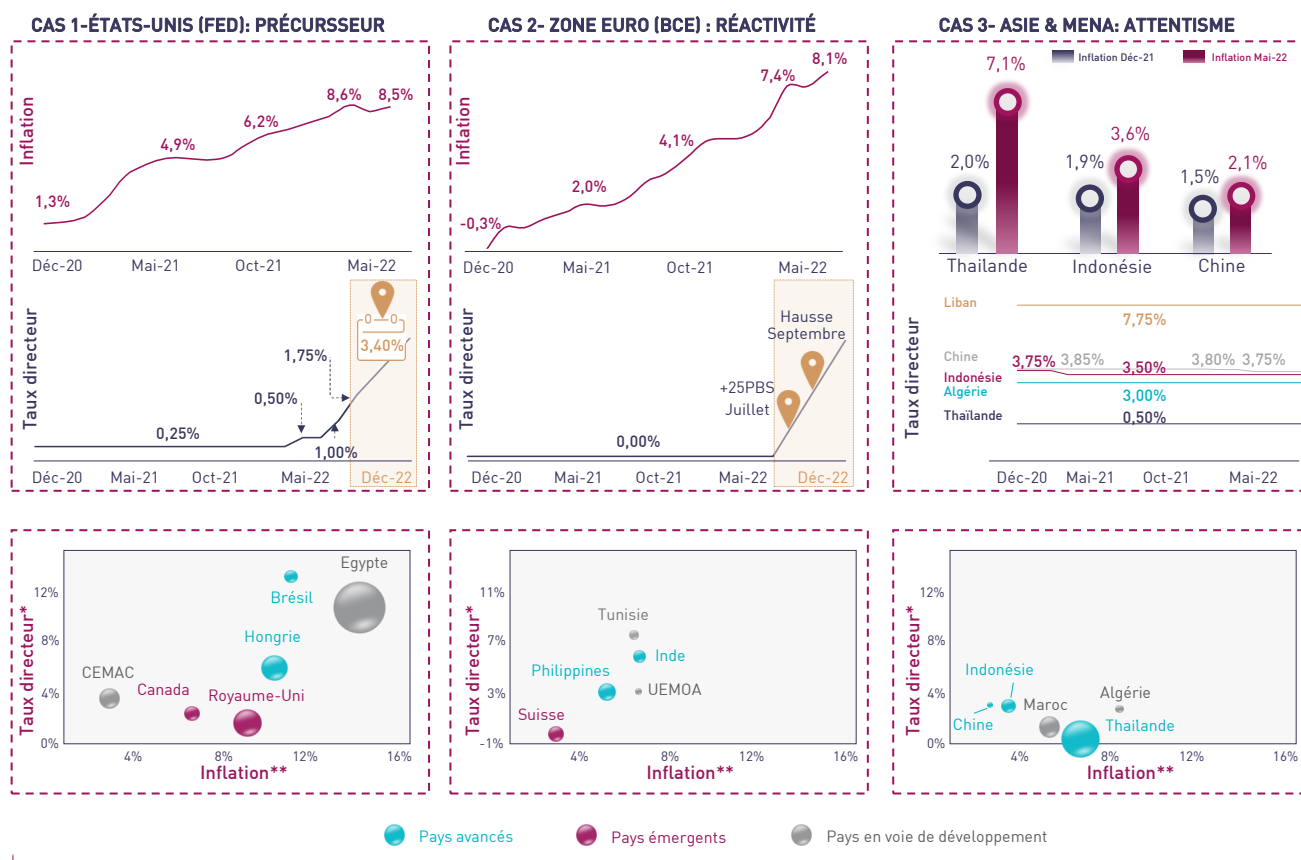
Face à la poussée inflationniste mondiale, d'autres pays ont reconnu le caractère « structurel » de l'inflation. Ces derniers ont entamé un revirement de leur orientation monétaire accommodante. Près de 50% des 35 principales grandes banques centrales à l'international ont récemment annoncé une hausse de leur TD en juin 2022. À titre indicatif, la **Banque Nationale Suisse** vient de décider d'une hausse inattendue de son TD de 1/2 point le 16 juin dernier. En Afrique, la **BCEAO** et la **Banque Centrale de Tunisie** décident en mai d'augmenter leur TD de respectivement 25 PBS et 75 PBS.

La **BCE** vient d'annoncer récemment sa volonté d'augmenter son principal TD de 25 PBS en juillet prochain. L'institution poursuivrait son resserrement monétaire en septembre 2022. Aussi, la **BCE** devrait mettre fin à ses programmes de rachat d'actifs exceptionnels à compter de juillet 2022 alors que l'inflation a dépassé les 8,0% en mai dernier, soit un plus haut historique.

TENDANCE 3 : À L'INSTAR DU MAROC, D'AUTRES PAYS MAINTIENNENT LEURS POLITIQUES ACCOMODANTES

La **région MENA** (Algérie, Yémen, Iran, Libye, Liban, Oman) et l'**Asie** (Thaïlande, Chine, Indonésie) ont choisi de maintenir des politiques monétaires accommodantes. À titre d'exemple, la **Chine** a même abaissé son TD. À date d'aujourd'hui, ces pays semblent privilégier toujours le soutien de leur relance économique et ce, après le choc Covid-19.

INTERNATIONAL : DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEUR DES BANQUES CENTRALES VS. INFLATION



* Le niveau du TD à fin mai 2022 (juin si disponible)

** Le niveau de l'inflation à fin mai 2022 (juin si disponible) en glissement annuel

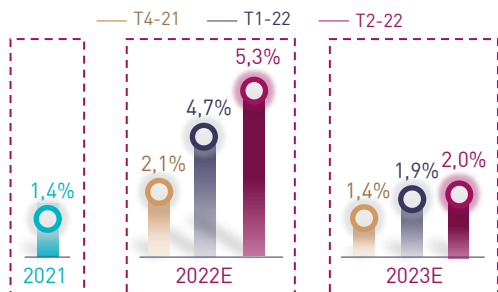
*** La taille de la bulle représente l'ampleur de la hausse de l'inflation au cours du S1-2022

Sources : FMI, Sites officiels des Banques Centrales, Calculs & Estimations AGR

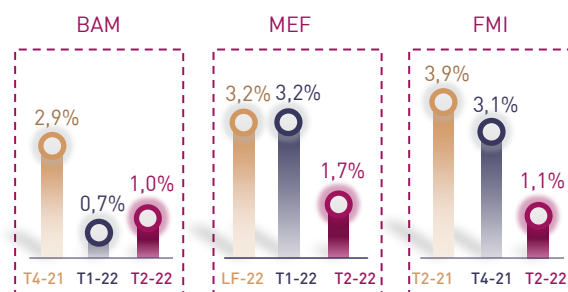
BANK AL-MAGHRIB : RÉVISION DES PROJECTIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION

Compte tenu d'une campagne agricole meilleure que prévu à 32 MQx contre 25 MQx initialement, BAM a revu légèrement à la hausse sa prévision de croissance en 2022E à 1,0% contre 0,7% initialement. Parallèlement, BAM a révisé ses projections d'inflation face à l'envolée des prix des produits énergétiques. En 2022E, l'inflation devrait atteindre 5,3% (un plus haut depuis plus de 25 ans) avant de retrouver sa cible normative autour des 2,0% à compter de 2023E.

MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION 2022-2023



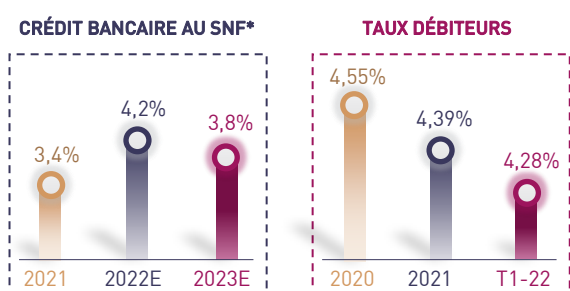
MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE 2022E



DES PRESSIONS HAUSSIÈRES VISIBLES SUR LES TAUX AU SEIN DU MARCHÉ OBLIGATAIRE

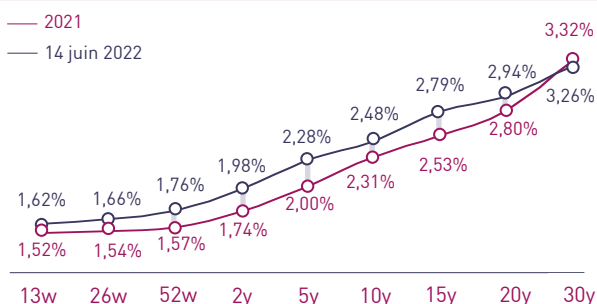
Les conditions de financement de l'économie semblent moins favorables au T2-22. En effet, les taux de refinancement du Trésor se sont orientés à la hausse durant le T2-22. À l'origine, le recours intensif du Trésor au marché intérieur et ce, en l'absence d'une nouvelle sortie à l'international. Parallèlement, nous relevons le rehaussement des exigences de rentabilité des investisseurs compte tenu des anticipations inflationnistes. Dans ces conditions, BAM s'attend à une évolution modérée des crédits bancaires de 4,2% en 2022E.

MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



*Secteur non financier

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



UNE CAPACITÉ AVÉRÉE DE BAM À SATISFAIRE LE BESOIN DES BANQUES SUR LE MARCHÉ

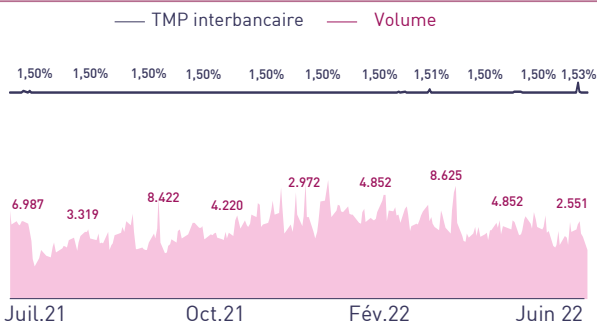
Malgré la hausse prévisionnelle du déficit de liquidité bancaire à plus de 90 MMDH en 2023E sous l'effet de la progression attendue de la monnaie fiduciaire, les conditions de financement sur le marché interbancaire devraient rester favorables.

À l'origine, la capacité de Bank Al-Maghrif à satisfaire la totalité de ce besoin bancaire à travers ses opérations principales (avances à 7 jours) et à LT (pensions livrées, prêts garantis et swap de change). Nous relevons une appréciation des réserves de change atteignant de nouveaux records en 2022E à 343 MMDH et ce, en marge de la sortie à l'international du Trésor prévue par la LF-22.

DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



MARCHÉ INTERBANCAIRE*: TMP & VOLUME



*Données arrêtées au 20/06/2022

Sources : Bank Al-Maghrif, MEF, FMI, 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

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@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

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benromdhane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi
+237 678 43 87 19
s.ekambi@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Filali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajji
+212 5 22 42 87 09
m.elhajji@attijariwafa.com

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@attijariwafa.com

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

TUNISIE

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@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
+33 6 19 92 44 09
y.hansali@attijariwafa.net

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.

