

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

## | MAROC | TRIMESTRIEL Politique monétaire


### BANK AL-MAGHRIB : LE DÉMARRAGE D'UN NOUVEAU CYCLE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE

- 03 | Vers une synchronisation des politiques monétaires à l'international
- 04 | La dépréciation du dirham..., un facteur qui alimente l'inflation au Maroc
- 04 | Un marché obligataire ayant déjà intégré une hausse des taux au Maroc
- 05 | Principaux ajustements des prévisions de BAM




Attijari  
Global Research


### | TAUX DIRECTEUR |

	<b>+50 PBS</b>
T3-22	2,0%
T2-22	1,5%


### | RÉSERVE OBLIGATOIRE |

	<b>Inchangée</b>
T3-22	0%
T2-22	0%

### | CROISSANCE 2022E |

	<b>-20 PBS</b>
Nouvelle	+0,8%
Précédente	+1,0%

### | INFLATION 2022E |

	<b>+100 PBS</b>
Nouvelle	6,3%
Précédente	5,3%

## BANK AL-MAGHRIB : LE DÉMARRAGE D'UN NOUVEAU CYCLE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE

En marge de sa 3<sup>ème</sup> réunion de politique monétaire en 2022, Bank Al-Maghrrib décide de relever son Taux Directeur de +50 PBS à 2,0% et ce pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2008. L'institution a finalement penché en faveur du soutien de la stabilité des prix au Maroc. Ce revirement monétaire ressort en ligne avec notre scénario initial exprimé en juin 2022 (*Cf. Taux Directeur Juin 2022*). Rappelons que le consensus de marché était mitigé quant à ses anticipations du TD à l'image des résultats de notre dernier sondage réalisé en septembre 2022. (*Cf. Sondage Taux Directeur T3-22*).

Pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 20 ans, la Banque Centrale annonce une amplitude de hausse de TD de 50 PBS. Un scénario similaire à son homologue européen durant le T3-2022. En effet, la BCE avait surpris le marché à deux reprises avec des relèvements de TD de 50 PBS en juillet et de 75 PBS en septembre contre des prévisions initiales de 25 PBS et de 50 PBS. Cette décision atteste d'un changement de perception de BAM quant au caractère « transitoire » de l'inflation au Maroc. Désormais, l'institution a comme priorité l'atténuation de la poussée inflationniste qui semble de plus en plus durable.

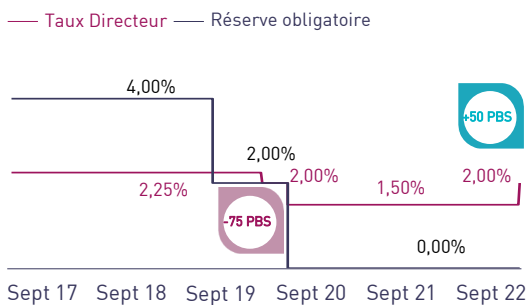
### Lamyae Oudghiri

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

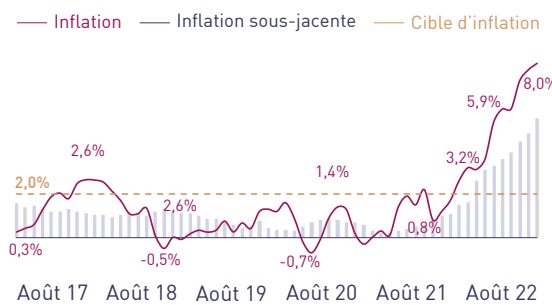
### Meryeme Hadi

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

### MAROC : INSTRUMENTS DE POLITIQUE MONÉTAIRE



### MAROC : INFLATION VS. INFLATION SOUS JACENTE



En dépit des enjeux de la relance économique post-Covid et des risques qui pèsent sur la croissance au Maroc, BAM semble ainsi déterminée pour contrer les récentes pressions inflationnistes. En effet, Bank Al-Maghrrib s'aligne sur la trajectoire des grandes Banques Centrales à l'international pour lutter contre une inflation majoritairement importée au Maroc. À fin août 2022, l'IPC affiche une hausse de 8,0%, un plus haut observé au cours de ces trois dernières décennies.

Face à une inflation record à l'échelle internationale, les politiques de resserrements monétaires des Banques Centrales devraient à priori se poursuivre au T4-22. Rappelons que la hausse des prix a atteint des pics de 40 ans aux États-Unis et en Europe, soit à plus de 8,0% et 9,0% respectivement.

## AVIS D'EXPERT

*En adoptant un tel revirement de sa politique monétaire, Bank Al-Maghrrib opte pour un resserrement à la fois fort et rapide. L'objectif étant de faire face aux risques inflationnistes qui pourraient peser sur les perspectives de croissance à LT.*

*L'impact à court terme de cette hausse sensible du Taux Directeur devrait à priori être restrictif sur la Demande intérieure à travers le canal des crédits bancaires. Néanmoins, cette 1<sup>ère</sup> hausse ne semble pas en mesure de rétablir les Taux réels en territoire positif. Par conséquent, les pressions sur la rémunération de l'épargne devraient se poursuivre à CT.*

*Dans ces conditions, cette 1<sup>ère</sup> hausse du Taux Directeur pourrait être, selon nous, le début d'un nouveau cycle de resserrement monétaire de la part de Bank Al-Maghrrib.*

Sources : Bank Al-Maghrrib, HCP, Calculs & Estimations AGR

## VERS UNE SYNCHRONISATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES À L'INTERNATIONAL

Durant le T3-2022, nous avons assisté à une accélération des durcissements monétaires à l'international et ce, à travers des relèvements successifs des TD. Indépendamment de son origine « externe » ou « interne », le caractère « durable » de l'inflation semble s'installer dans l'esprit des grandes Banques Centrales faisant ressurgir le spectre d'une longue récession au sein des économies développées.

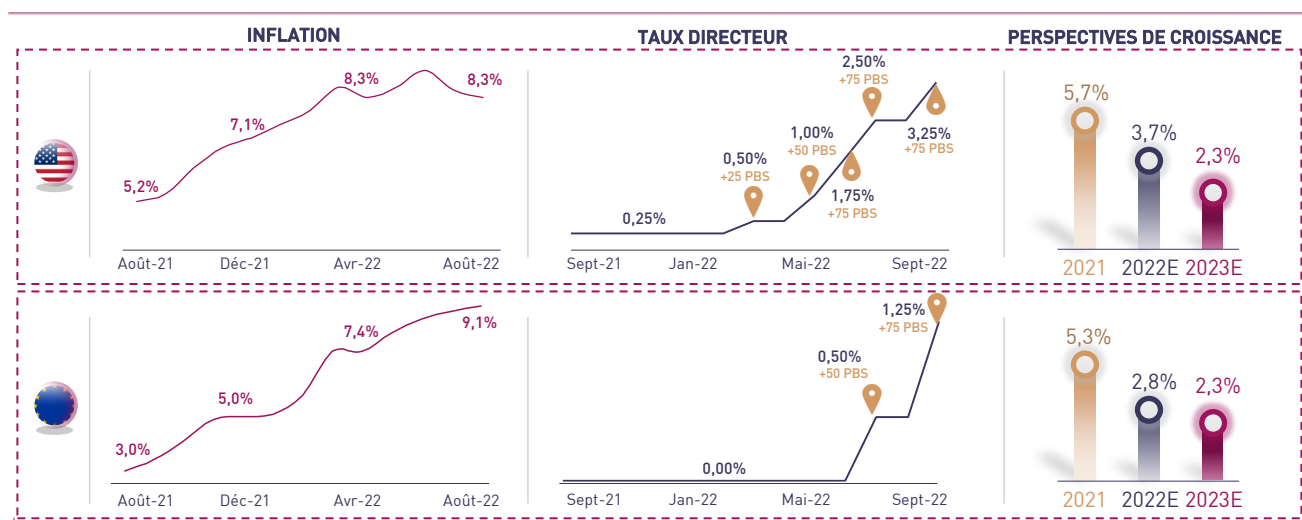
### ÉTATS-UNIS: UNE INFLATION MONÉTAIRE INDUITE PAR LA DEMANDE (ORIGINE INTERNE)

Dès le T4-2021, la Fed évoque des facteurs « structurels » à l'origine de la flambée inflationniste aux États-Unis. Il s'agit principalement de l'amélioration continue des indicateurs de l'emploi avec un taux de chômage à un plus bas de 50 ans (3,7% en août 2022) et de la hausse du salaire moyen aux États-Unis de 5,2% durant la même période. À cet effet, la Fed a relevé 5 fois successivement ses TD en 2022, soit une hausse cumulée depuis mars 2022 de 300 PBS, portant ainsi les Fedfunds à 3,25% contre 0,25% début 2022. La réserve fédérale compte poursuivre son durcissement monétaire au T4-2022 en dépit des risques de récession économique. Rappelons que l'inflation s'établit à 8,3% à fin août 2022, soit son plus haut depuis plus de 40 ans.

### ZONE EURO: UNE INFLATION MONÉTAIRE INDUITE PAR L'OFFRE (ORIGINE EXTERNE)

Face à la poussée inflationniste mondiale sous l'effet de l'exacerbation de la crise énergétique en Europe, la BCE a finalement reconnu le caractère « structurel » de l'inflation en Zone Euro. Celle-ci n'a cessé d'augmenter depuis 2021 atteignant un record de 9,1% en août 2022, soit un plus haut depuis 1997. Parallèlement, le décalage entre les politiques monétaires de la Fed et de la BCE a créé des tensions visibles sur la monnaie unique qui a franchi à la baisse la parité face au Dollar et ce, pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis la naissance de la Zone Euro. Dans ce contexte, la BCE décide de relever 2 fois successivement ses TD en juillet et en septembre 2022 de 50 et de 75 PBS. En dépit des origines externes de l'inflation, la BCE devrait poursuivre son orientation en agissant sur le circuit de la Demande de crédit.

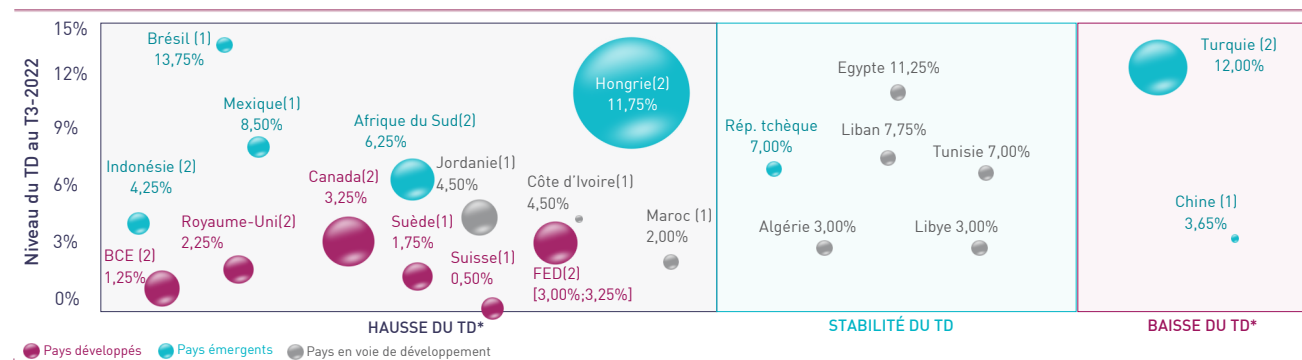
## USA VS ZE: INFLATION VS DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEUR & PERSPECTIVES DE CROISSANCE



La synchronisation des politiques de resserrement monétaires à l'échelle mondiale se reflète à travers pas moins de 650 PBS de hausses simultanées de TD recensées en septembre parmi les 35 grandes Banques Centrales internationales. Au côté de la **BCE** et de la **FED**, nous citons à titre indicatif la **BOE**, la **Banque du Canada**, la **BNS** ou encore la **BCEAO**.

Néanmoins, nous relevons deux exceptions en termes de politique monétaire face à la flambée inflationniste mondiale. Une nouvelle doctrine financière prônant le soutien de la relance économique post-Covid19 en dépit du coût inflationniste. Il s'agit de la Chine qui a abaissé pour la 2<sup>ème</sup> fois successive son TD en 2022 afin de booster une croissance éprouvée par les mesures anti-Covid. Malgré une inflation exceptionnelle de 80,2%, la Turquie décide à son tour d'abaisser son Taux Directeur à 12%.

## INTERNATIONAL : DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEURS AU T3-2022 PAR PAYS ET PAR NIVEAU DE DÉVELOPPEMENT



\* La taille de la bulle représente l'ampleur de la hausse (baisse) du Taux Directeur au T3-2022  
 \* Le chiffre entre parenthèses représente le nombre de hausses (baisses) au T3-2022

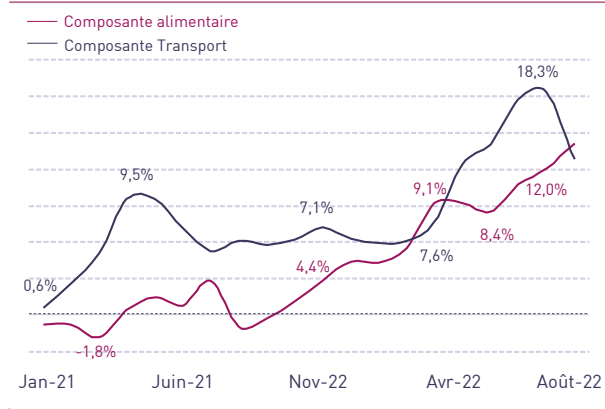
Sources : FMI, Sites officiels des Banques Centrales, Calculs & Estimations AGR

## LA DÉPRÉCIATION DU DIRHAM..., UN FACTEUR QUI ALIMENTE L'INFLATION AU MAROC

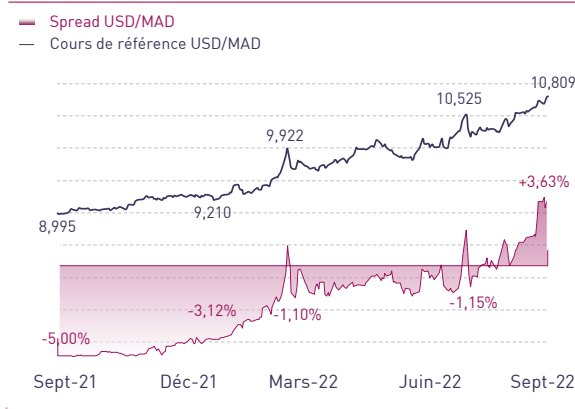
Il est évident qu'une inflation durable au niveau national pourrait constituer une sérieuse contrainte à la reprise économique dans la mesure où le pouvoir d'achat des ménages serait entamé. Aujourd'hui, force est de constater une nouvelle source de risque en mesure de maintenir les pressions inflationnistes en 2023E. Il s'agit de la poursuite de la dépréciation du Dirham face au Dollar et ce, dans un contexte de relèvement agressif des Taux Directeurs de la Fed. À noter que l'indice Dollar<sup>1)</sup> a atteint en septembre un plus haut de 20 ans.

Parallèlement, les conditions de liquidité sur le marché des changes interbancaire seraient moins favorables en raison de la montée en charge des flux imports. À cet effet, rappelons que plus de 50% des importations du Maroc se font en Dollar et concernent principalement les produits énergétiques et céréaliers. Cette situation a propulsé l'écart entre le cours de référence du MAD et son Mid panier à plus de +3,60%, soit un plus haut depuis la mise en place de la réforme de change en 2018. Ce dernier se rapproche ainsi du seuil haut de la bande de fluctuation du dirham fixé à 5%. Dans ces conditions, la parité USD/MAD atteint son plus haut de plus de 10 ans, à 10,81, en hausse de +17% depuis le début de l'année.

### INFLATION : COMPOSANTE « ALIMENTAIRE » & « TRANSPORT »



### ÉVOLUTION DE L'USD/MAD : FIXING VS. SPREAD DE LIQUIDITÉ



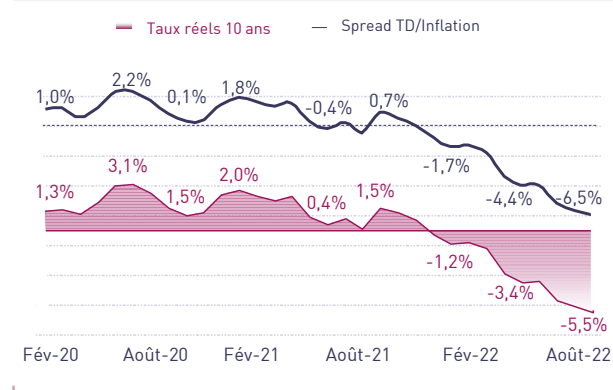
## UN MARCHÉ OBLIGATAIRE AYANT DÉJÀ INTÉGRÉ UNE HAUSSE DES TAUX AU MAROC

Compte tenu du relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs au sein du marché primaire des adjudications justifié par les anticipations inflationnistes, la courbe obligataire a connu des tensions haussières visibles en 2022. Orientés principalement par les flux, les Taux ont accéléré leur inflexion en septembre, intégrant une éventuelle normalisation des Taux au Maroc à CT. Durant la seule séance d'adjudication du 13/09/2022, le Taux 5 ans s'est apprécié d'environ 30 PBS à 2,65% dépassant ainsi pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2015 le Taux 10 ans (2,41%).

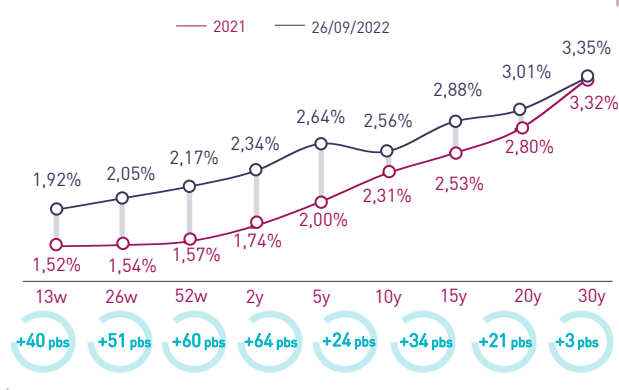
Les questions autour de la rémunération de l'épargne nationale se font de plus en plus entendre au fur et à mesure de la concrétisation de la poussée inflationniste. Les taux de rémunération réels au Maroc se retrouvent en territoire négatif depuis le T1-2022. Une telle situation augmente l'appétit des investisseurs pour les actifs plus rémunérateurs à l'instar des OPCV et du capital-risque. A cet effet, les financements innovants du Trésor se basant sur les mécanismes de gestion immobilière atteignent plus de 10,0 MMDH à fin août 2022.

Cette tendance haussière des Taux obligataires au Maroc qui atteint +64 PBS pour la maturité 2 ans depuis le début de l'année (avant même le relèvement du TD de la Banque Centrale), pourrait à notre sens se poursuivre d'ici la fin d'année. Une évolution qui demeure en ligne avec la tendance des Taux obligataires observée à l'échelle internationale. À titre indicatif, le rendement du Bund allemand à dix ans a franchi le seuil des 2% pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2013. Pour sa part, le rendement obligataire 2 ans du Trésor américain a atteint 4%, soit son plus haut depuis octobre 2007.

### MAROC : ÉVOLUTION DES TAUX RÉELS



### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



<sup>1</sup> Il s'agit d'un indice qui représente la tendance du Dollar des États-Unis face à un panier de devises internationales.

Sources : Bank Al-Maghrib, HCP, MEF, FMI, Salle

## PRINCIPAUX AJUSTEMENTS DES PRÉVISIONS DE BAM

Déterminée à lutter contre la poussée inflationniste qui s'est installée depuis le T4-21, la Banque Centrale a entrepris une action forte à travers une hausse de 50 PBS de son Taux Directeur. Les implications de cette décision monétaire sur les principales projections des indicateurs économiques de croissance et d'inflation au Maroc durant la période 22E-23E ressortent comme suit:

### Révision à la baisse des projections de croissance durant la période 2022E-2023E

Eu égard au resserrement monétaire de BAM et à la poursuite des pressions inflationnistes, BAM revoit encore une fois à la baisse ses projections de croissance en 2022E. Celle-ci devrait s'établir à 0,8% contre 1,0% initialement. L'économie marocaine demeure fragilisée en 2022 par une faible campagne agricole de 32 MQx contre un record de 103 MQx en 2021 et un contexte international défavorable.

En 2023E, la croissance marocaine devrait s'établir à 3,6% contre 4,0% initialement subissant les effets restrictifs de la hausse du TD sur les canaux de la consommation et de l'investissement. La composante non agricole du PIB afficherait une décélération de son rythme d'évolution à 2,5% en 2023E contre 3,4% une année auparavant. S'agissant de la campagne agricole, un retour vers un rythme normatif de production céréalière de 75 MQx est projeté en 2023E.

### Révision à la hausse des perspectives d'inflation en 2022E

L'inflation au Maroc demeure alimentée par les importations à travers les composantes alimentaire et transport. Celles-ci représentent près des 2/3 du panier du consommateur marocain.

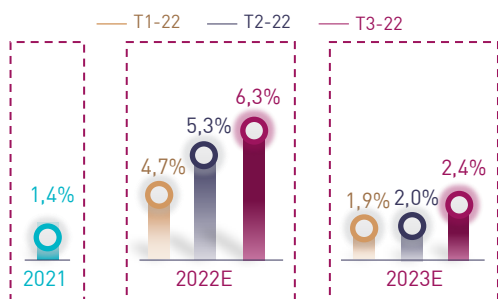
Contrairement aux pays occidentaux, l'inflation au Maroc est considérée comme une inflation d'« Offre » plutôt qu'une inflation de Demande. Dans ces conditions, l'inflation est revue à la hausse en 2022E à 6,3% contre 5,3% initialement. Celle-ci devrait revenir à un rythme modéré selon les projections de BAM à 2,4% en 2023E.

### Révision du rythme d'évolution des crédits à l'économie

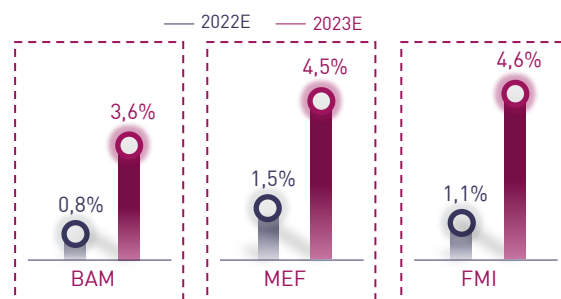
Tenant compte du resserrement attendu des conditions de financement de l'économie, BAM s'attend à une évolution modérée des crédits bancaires soit de 4,0% en 2022E et de 3,6% en 2023E.

Le déficit de liquidité devrait se creuser à près de 90 MMDH en 2023E reflétant principalement la progression de la monnaie fiduciaire à MT alors que les réserves de change devraient continuer à se raffermir sur le MT. Les réserves en devise devraient atteindre de nouveaux records en 2022E et 2023E à plus de 340 MMDH soutenues par l'appréciation des recettes voyages, des IDE, des transferts MRE ainsi que la concrétisation des financements extérieurs du Trésor prévus dans le cadre de la LF 2022 à 40 MMDH d'ici la fin de l'année.

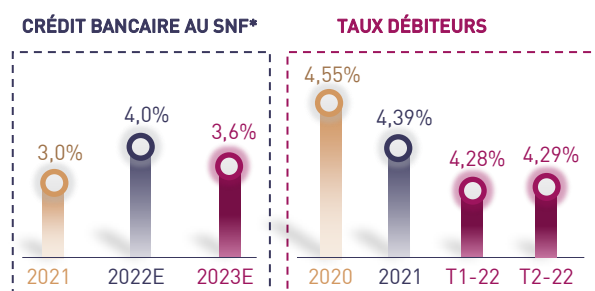
### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION 2022-2023



### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



### MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



\*Secteur non financier

### MAROC : DÉFICIT DE LIQUIDITÉ & RÉSERVES DE CHANGE



Sources : Bank Al-Maghrib, 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 29 03 68 17  
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

Ulderich Djado  
+237 681 77 89 40  
u.djado@attijarisecurities.com  
Douala

### FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman  
+225 07 49 24 60 35  
yves.angaman@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 07 80 68 68  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

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

### CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso  
+237 651 23 51 15  
f.dikosso@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

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

Amine Elhajli  
+212 5 22 42 87 09  
a.elhajli@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.

