

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

A large, clear glass hourglass is the central focus, with white sand falling from the top bulb into the bottom bulb. The hourglass is surrounded by several stacks of gold coins of varying heights, some in the foreground and some in the background. The background is dark, making the hourglass and coins stand out. The overall image conveys a sense of time and finance.

VERS UNE POURSUITE D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE EN 2023E

- 03 | Un changement de cap de la politique monétaire accommodante de BAM
- 05 | Un déficit de liquidité à des plus hauts niveaux sur la dernière décennie
- 09 | L'utilisation d'un nouvel instrument de politique monétaire de BAM en 2023
- 10 | Vers le maintien d'une politique monétaire restrictive en 2023



Attijari
Global Research

| CROISSANCE 23E |



+190 pbs

2023E	+3,0%
2022A	+1,1%

| INFLATION 23E |



-270 pbs

2023E	3,9%
2022	6,6%

| DÉFICIT DE LIQUIDITÉ 23E |



-1,4 MMDH

2023E	87,7 MMDH
2022A	89,1 MMDH

| AVOIRS OFFICIELS 23E |



+0,3 Mois

2023E	5,9 Mois
2022A	5,6 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

L'année 2022 a marqué le grand retour de l'inflation au Maroc, avec un plus haut de 30 ans à 8,3% en décembre. Majoritairement importée à travers ses composantes logistique et alimentaire, l'inflation s'est finalement généralisée en se diffusant aux biens non-échangeables⁽¹⁾ au Maroc faisant surgir le caractère « durable » de la hausse des prix. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a débuté un revirement stratégique de sa politique accommodante mise en place depuis 2008 et ce, en dépit des enjeux de soutien de la croissance économique post-covid.

En resserrant davantage les conditions de financement de l'économie, Bank Al-Maghrib devrait ainsi ralentir la dynamique de la Demande intérieure au Maroc via l'Investissement et la Consommation. BAM s'aligne ainsi sur l'orientation de la BCE et relève à deux reprises son Taux Directeur de +50 PBS en septembre [Cf. [Taux Directeur - Septembre 2022](#)] et en décembre [Cf. [Taux Directeur - Décembre 2022](#)] en ligne avec nos anticipations et celles des sondages AGR [Cf. [Sondage Taux Directeur T3-22](#)] & [Cf. [Sondage Taux Directeur Déc-22](#)].

Sur le plan monétaire, les besoins en liquidité du système bancaire ont atteint un record à 90 MMDH, en raison de la hausse continue de la circulation fiduciaire. Une tendance de fond alimentée par un cycle long marqué par une faible rémunération de l'épargne nationale.

Les réserves de change constituent un facteur d'assurance pour le Maroc. Celles-ci bénéficient d'une solide résilience au-dessus des 360 MMDH durant la période 2022-2024. Une performance justifiée par le bon comportement des exportations de phosphates, du développement de la filière automobile, des transferts MRE, des recettes touristiques et de la préservation de la qualité de signature du Royaume à l'échelle internationale. À cet effet, rappelons que le Maroc est en phase de négociation en vue de l'obtention d'une nouvelle ligne de crédit modulable (LCM) auprès du FMI d'ici mars 2023.

Au final, nous identifions une série de facteurs quantitatifs et qualitatifs qui plaident en faveur de la poursuite du durcissement de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib en 2023.

Lamyae Oudghiri

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

Meryeme Hadi

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

(1) La catégorie des non échangeables englobe les services (Loyer, Hospitalisation, chauffage et électricité, etc.) ainsi que les biens qui ne figurent pas dans la balance commerciale ou dont le volume, importé ou exporté, est très faible.

SOMMAIRE

UN CHANGEMENT DE CAP DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ACCOMMODANTE DE BAM

Démarrage d'un nouveau cycle de resserrement monétaire au T4-2022

À l'international, une synchronisation des politiques monétaires des grandes Banques Centrales

2022, UNE ANNÉE MARQUÉE PAR UNE ACCÉLÉRATION DES TENSIONS INFLATIONNISTES

Au Maroc, la hausse de l'inflation est principalement expliquée par la composante alimentaire

À l'international, les tensions géopolitiques ont porté l'inflation à des plus hauts de 40 ans

UN DÉFICIT DE LIQUIDITÉ À DES PLUS HAUTS NIVEAUX AU COURS DE LA DERNIÈRE DÉCENNIE

La hausse de la circulation fiduciaire constitue un facteur de vigilance pour BAM...

... impactant le déficit de liquidité dans un contexte de stabilité des réserves de change

BANK AL-MAGHRIB POURSUIT SON SOUTIEN À L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Un relèvement des opérations principales face à la hausse des besoins en liquidités bancaires...

... permettant de contenir les conditions de refinancement sur le marché monétaire

UNE TRANSMISSION VISIBLE VERS LES COÛTS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Un retournement haussier des Taux obligataires en 2022

Une croissance résiliente des crédits à l'économie

VERS UNE POURSUITE DU DURCISSEMENT MONÉTAIRE À L'INTERNATIONAL EN 2023

Le scénario d'une inflation durablement « élevée » à l'international...

... favorise la poursuite du resserrement des politiques monétaires de la FED et de la BCE

L'UTILISATION D'UN NOUVEL INSTRUMENT DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE BAM

Recours de BAM, pour la 1^{ère} fois, aux rachats des BDT sur le marché secondaire

Le paradoxe « politique monétaire restrictive » et « rachat de BDT » est à relativiser

BAM: VERS LE MAINTIEN D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE EN 2023

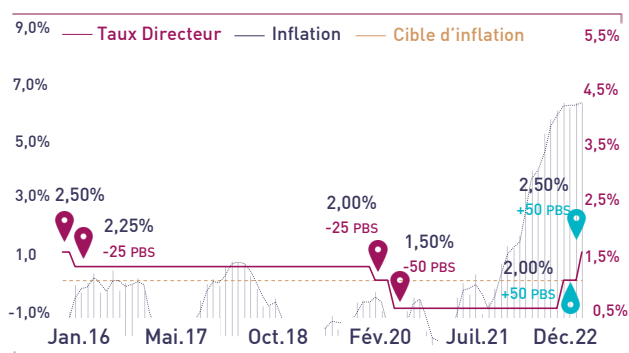
UN CHANGEMENT DE CAP DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ACCOMMODANTE DE BAM

Démarrage d'un nouveau cycle de resserrement monétaire au T4-2022

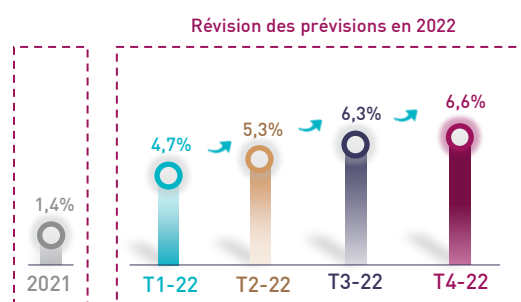
Dans un contexte inflationniste et tenant compte des risques de dérapage des prévisions d'inflation par rapport à sa cible de stabilité des prix de 2%, Bank Al-Maghrib a décidé de durcir sa politique monétaire, et ce en dépit des pressions qui pèsent sur la croissance économique au Maroc. BAM a ainsi relevé son Taux Directeur deux fois successivement en 2022 de +50 PBS en septembre et décembre le portant à 2,50%.

Ce resserrement monétaire reflète le changement de perception de BAM à l'égard d'une inflation majoritairement « importée » et qui semble s'installer dans la durée. L'institution n'a pas cessé de réviser à la hausse ses projections inflationnistes en 2022, passant de 4,7% en mars 2022 à 6,6% en décembre dernier. Ces tensions perceptibles sur les prix refléteraient le renchérissement des prix des matières premières, principalement énergétiques porté par la poursuite des tensions géopolitiques en Europe conjugué à une faible année agricole au Maroc.

BAM : TAUX DIRECTEUR VS. INFLATION 2016-2022



BAM : ANTICIPATIONS D'INFLATION 2022



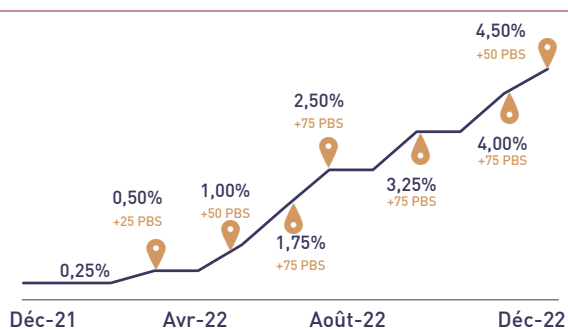
À l'international, une synchronisation des politiques monétaires des grandes Banques Centrales

En 2022, nous avons assisté à une accélération des durcissements monétaires à l'international à travers des relèvements successifs des Taux Directeurs. Afin de juguler les pressions inflationnistes et réduire les pressions sur les perspectives de croissance à LT, plus de 35 grandes Banques Centrales internationales ont entamé le resserrement de leur politique monétaire en 2022. 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.

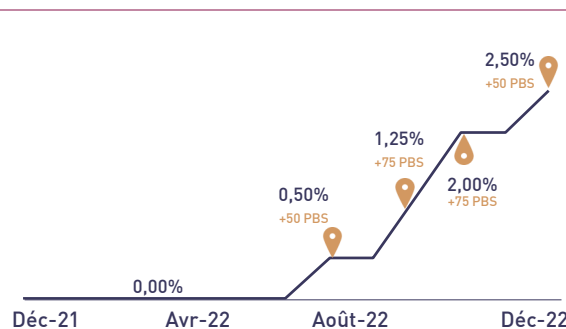
Dès mars 2022, la FED entame son premier relèvement de TD de +25 PBS et ce, depuis 2019 après avoir maintenu une politique accommodante en 2021 pour soutenir la croissance économique. Ensuite, une 2^{ème} hausse en mai de +50 PBS, avant d'intensifier son action restrictive à travers 4 hausses successives de +75 PBS entre juin et novembre 2022. Enfin, la FED ralentit le rythme de son durcissement monétaire en décembre 2022 à travers une hausse du TD de +50 PBS dans un contexte de léger reflux des tensions sur les prix de l'énergie. Il s'agit d'un plus haut niveau des Taux Fed Funds depuis 15 ans à 4,50%, soit une hausse annuelle cumulée de +425 PBS en 2022.

Pour sa part, la BCE a finalement reconnu le caractère « non transitoire » de l'inflation en Zone Euro et décide de relever 4 fois successivement ses Taux Directeurs depuis juillet 2022. En cumulé, l'institution a augmenté ses Taux Directeurs de +250 PBS en 2022, les portant ainsi à 2,50% en décembre 2022, soit un plus haut niveau depuis 2008.

USA : ÉVOLUTION DU TAUX DIRECTEUR EN 2022



ZONE EURO : ÉVOLUTION DU TAUX DIRECTEUR EN 2022



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

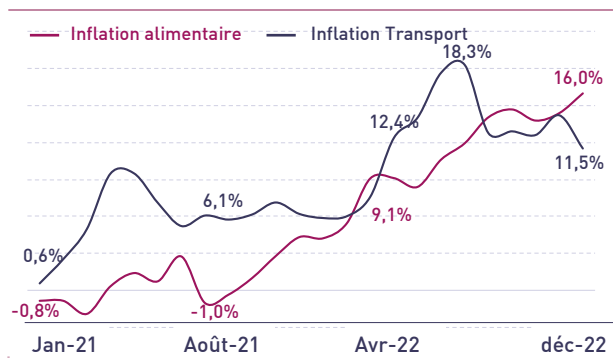
2022, UNE ANNÉE MARQUÉE PAR UNE ACCÉLÉRATION DES TENSIONS INFLATIONNISTES

Au Maroc, la hausse de l'inflation est principalement expliquée par la composante alimentaire

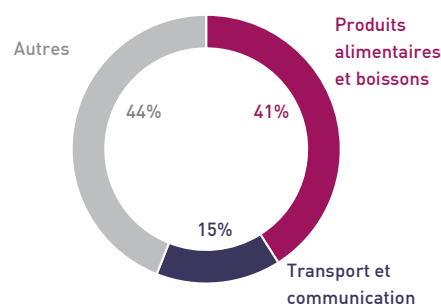
L'année 2022 a marqué la rupture du cycle de faible inflation au Maroc à travers une évolution de l'IPC en dessous des 2% durant la période 2009-2021. En effet, l'accélération de la hausse des prix au Maroc a nettement progressé en 2022, avec un pic annuel de 8,3% en décembre dernier, soit son plus haut depuis 30 ans. Cette poussée inflationniste qui semble de plus en plus « durable » s'est avérée majoritairement importée au S1-2022. Celle-ci était justifiée essentiellement par les importations via les composantes alimentaire et logistique. Ces dernières représentent les 2/3 du panier du consommateur. L'inflation alimentaire a ainsi progressé de +16,0% en décembre 2022. En moyenne, l'inflation nationale s'est établie à 6,6% en 2022 contre 1,4% en 2021.

À compter du S2-22, nous avons assisté à la diffusion de la poussée inflationniste vers les biens non échangeables ⁽¹⁾, confirmant ainsi le caractère non « transitoire » de l'inflation au Maroc. À fin 2022, l'inflation des biens non-échangeables a atteint 3,2% en 2022 contre une moyenne de 1,4% durant la période 2017-2021.

MAROC : INFLATION ALIMENTAIRE VS. TRANSPORT



MAROC : PANIER D'INFLATION⁽¹⁾



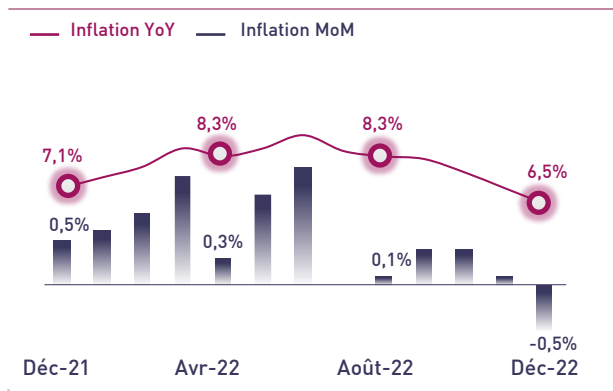
(1) Panier Inflation 2007 (Base 100 : 2006)

À l'international, les tensions géopolitiques ont porté l'inflation à des plus hauts de 40 ans

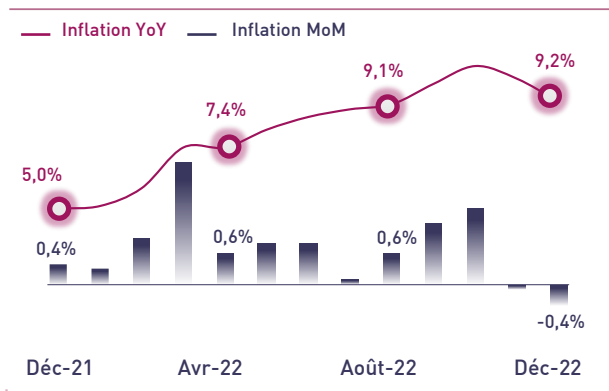
Les pressions inflationnistes à l'échelle internationale observées dès 2021 conjuguées à la persistance des perturbations des chaînes logistiques, se sont nettement exacerbées en 2022. En effet, l'éclatement des tensions géopolitiques lié au conflit Russo-Ukrainien en février 2022 ainsi que les difficultés d'approvisionnement principalement en gaz ont alimenté les pressions sur les prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires. Ainsi, nous avons assisté à une hausse généralisée de l'inflation de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, l'inflation a atteint un pic de 9,1% en juin. En Zone Euro, et compte tenu du décalage de timing des resserrements monétaires FED-BCE, l'inflation a atteint en octobre dernier un plus haut de 40 ans à 10,6%.

Dans un contexte de détente des prix énergétiques à l'échelle internationale, nous avons relevé une décélération des tensions inflationnistes durant le mois de décembre 2022, soit à 9,2% en ZE et 6,5% aux USA. En effet, le cours du baril du Brent a baissé de -7,8% en un mois, passant d'une moyenne de 93,6 \$/bbl en octobre 2022 à 86,2 \$/bbl durant les deux derniers mois de l'année 2022.

USA : INFLATION MENSUELLE VS. ANNUELLE



ZONE EURO : INFLATION MENSUELLE VS. ANNUELLE



(1) La catégorie des non échangeables englobe les services (Loyer, hospitalisation, chauffage et électricité, etc.) ainsi que les biens qui ne figurent pas dans la balance commerciale ou dont le volume, importé ou exporté, est très faible.

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

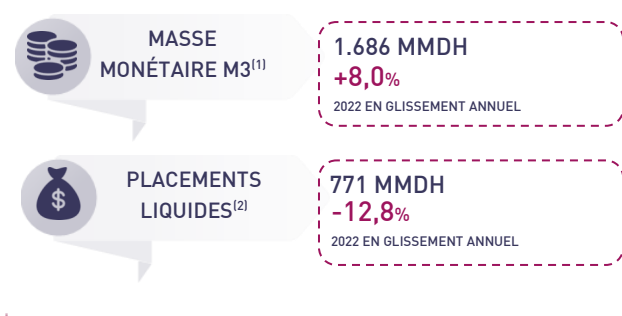
UN DÉFICIT DE LIQUIDITÉ À DES PLUS HAUTS NIVEAUX AU COURS DE LA DERNIÈRE DÉCENNIE

La hausse de la circulation fiduciaire constitue un facteur de vigilance pour BAM...

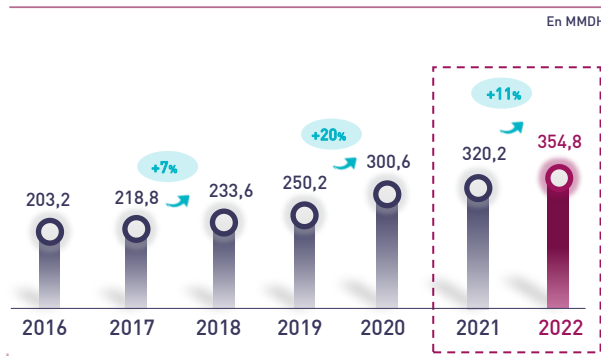
En 2022, nous avons assisté à une poursuite de l'augmentation de la masse monétaire au sein de l'économie. Celle-ci représente près de 120% du PIB en 2022E. L'agrégat M3, indicateur de référence pour évaluer la masse monétaire en circulation, a augmenté de 8,0% en 2022 contre 5,1% en 2021. À l'opposé, les agrégats de placements liquides se sont inscrits en baisse de -12,8% en 2022. Ces derniers refléteraient principalement la baisse importante des titres OPCVM obligataires et la contreperformance des fonds Actions et diversifiés.

Selon les projections de BAM, le rythme d'évolution de la masse monétaire devrait ralentir à 3,3% en 2023E. À l'origine, une décélération de la hausse de la circulation fiduciaire en raison de la bonne tenue des dépôts bancaires et du taux d'épargne nationale. Ces derniers bénéficieraient de la hausse des Taux créditeurs bancaires sous l'effet des relèvements successifs du TD de BAM à compter du T4-22. En effet, les DAT 6 mois et 12 mois s'établissent à fin novembre 2022 à 2,41% et 2,63% en hausse de +26 PBS et +12 PBS respectivement par rapport à l'année précédente.

BAM : AGRÉGATS DE LA LIQUIDITÉ DE L'ÉCONOMIE 2022



MAROC : CIRCULATION FIDUCIAIRE 2016-2022

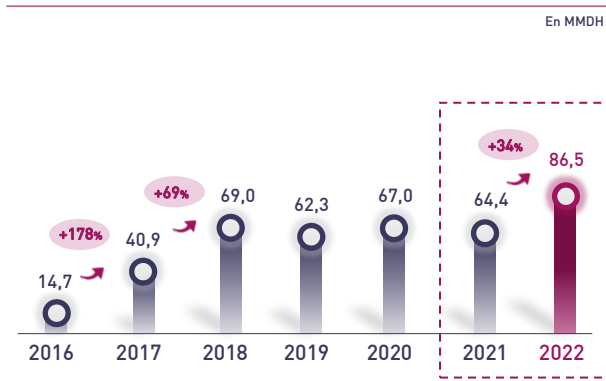


... impactant le déficit de liquidité dans un contexte de stabilité des réserves de change

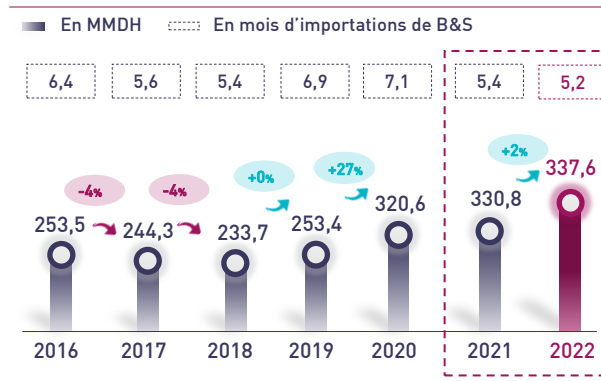
En 2022, le déficit de la liquidité bancaire, principal agrégat de pilotage de la politique d'émission de la monnaie centrale, devrait s'est creusé de 34,3% à 86,5 MMDH à fin décembre 2022. À l'origine, le niveau élevé de la circulation fiduciaire qui a atteint un plus haut de 30 ans, dans un contexte de faible progression des AOR. Ces derniers s'établissent à 337,6 MMDH à fin 2022, en hausse de +2,1% par rapport à 2021. Force est de constater une nette résilience des AOR et ce, en dépit d'une forte appréciation du Dollar de +12,6% face au MAD en 2022. Rappelons que BAM n'a plus effectué d'injection de devises sur le marché des changes depuis 2018. Par ailleurs, nous relevons les constats suivants:

- ⇒ La poursuite de la nette progression des transferts MRE à plus de 109 MMDH, des recettes IDE et des exportations de l'OCP. Ces dernières ont atteint un record historique de 115 MMDH en 2022, en hausse de +43,9% en une année. Pour leur part, les recettes voyages ont presque triplé en une année, passant de 34,3 MMDH en 2021 à 91,3 MMDH en 2022 sous l'effet de la réouverture de l'espace aérien en février 2022 ;
- ⇒ L'absence d'une nouvelle levée à l'international du Trésor et ce, depuis décembre 2020. Afin de rembourser une importante échéance liée à l'emprunt inaugural en Dollar à l'international de 1 MM\$ en 2012, le Trésor a finalement opté pour le tirage du reste de la LPL pour 21,1 MMDH. Les conditions de financement à l'extérieur demeurent peu favorables avec une hausse importante des primes de risque exigés par les bailleurs de fonds étrangers.

MAROC : DÉFICIT DE LIQUIDITÉ 2016-2022E



MAROC : RÉSERVES DE CHANGE 2016-2022



(1) La masse monétaire M3 comprend la monnaie scripturale et la circulation fiduciaire (M1), les comptes d'épargne (M2), les dépôts à terme & les certificats de dépôts inférieurs à 2 ans et enfin des titres d'OPCVM monétaires.

(2) Les agrégats de placements liquides englobent principalement les titres d'OPCVM MLT, Actions et diversifiés et enfin les BDT émis par adjudication.

Sources : BAM, Calculs & Analyse AGR

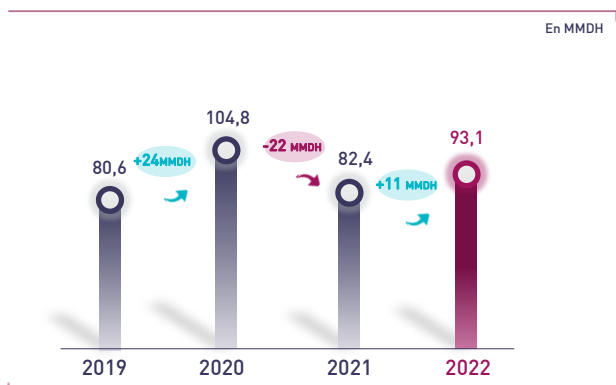
BANK AL-MAGHRIB POURSUIT SON SOUTIEN À L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Un relèvement des opérations principales face à la hausse des besoins en liquidités bancaires...

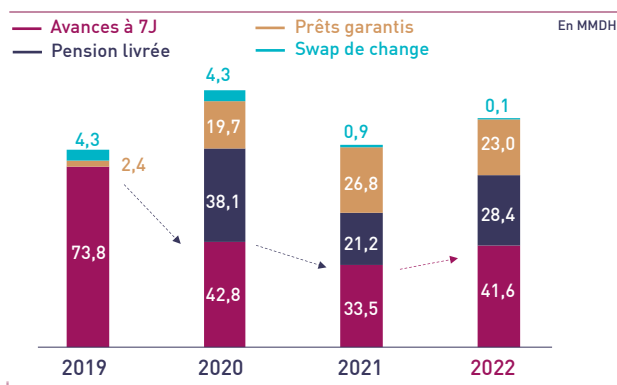
La Banque Centrale a continué tout au long de l'année 2022 à jouer parfaitement son rôle de régulateur de la liquidité bancaire dans un contexte économique et financier difficile. Face au creusement du déficit de liquidité, BAM a maintenu un taux de satisfaction de 100% de ses injections hebdomadaires principales durant toutes ses séances d'appels d'offre. Pour sa part, l'intervention globale hebdomadaire de BAM s'établit à une moyenne de 93,1 MMDH en 2022, en hausse de 13,0% par rapport à 2021. Bank Al-Maghrib avait relevé sa capacité de refinancement des banques via ses instruments de politique monétaire dès 2020. Ceci a permis de combler sans difficulté les besoins en liquidité du système financier en 2022. À cet effet, nous relevons deux principales orientations :

- ⇒ Une réorientation vers les opérations principales après deux baisses annuelles successives depuis 2019. En effet, les avances à 7 jours ont augmenté de +24,1% à 41,6 MMDH, représentant près de 45% des interventions globales de BAM après avoir baissé de plus de -40% en 2020 et de -22% en 2021 ;
- ⇒ Un recours légèrement plus prononcé aux instruments monétaires à plus long terme. Ces derniers s'établissent à 51,5 MMDH en moyenne, en hausse de 5,5% en une année. Les prêts garantis, considérés comme des opérations non-conventionnelles, ont connu une baisse de 14,4% en 2022 après une nette appréciation en 2021 soutenue par la poursuite des programmes d'appui aux TPME durant la même période.

BAM : INJECTION HEBDOMADAIRE GLOBALE



BAM : RÉPARTITION DES OPÉRATIONS D'INJECTION

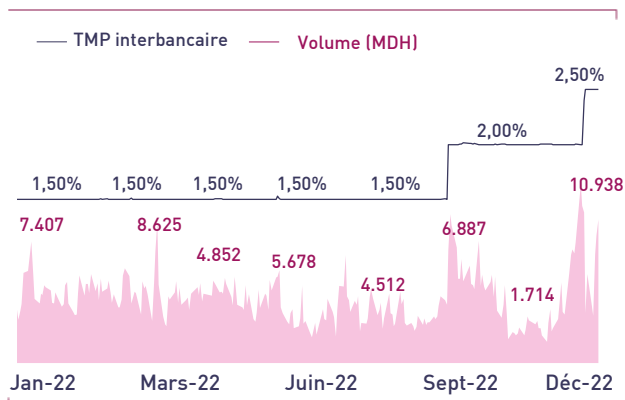


... permettant de contenir les conditions de refinancement sur le marché monétaire

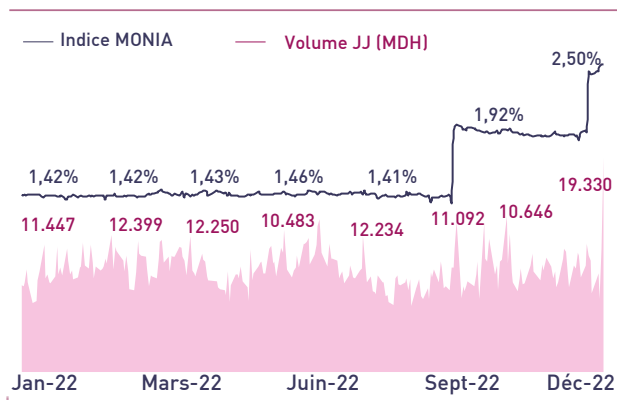
L'interventionnisme accru de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire a permis d'aligner les taux de refinancement au sein des deux compartiments interbancaire et repos sur la valeur cible de la politique monétaire, à savoir le TD. En 2022, force est de constater que Bank Al-Maghrib a efficacement œuvré pour maintenir l'harmonie du système bancaire. À cet effet, nous relevons les évolutions suivantes :

- ⇒ Les Taux interbancaires, principale référence au sein du segment interbancaire, est resté parfaitement en ligne avec le TD durant les trois phases succédant les deux hausses successives du TD, soit un cumul de +100 PBS ;
- ⇒ Les Taux MONIA, le TMP des opérations de pensions livrées au jour le jour, ont suivi globalement la même tendance.

MARCHÉ INTERBANCAIRE : TMP EN 2022



MARCHÉ REPO : TAUX MONIA EN 2022



Sources : BAM, Calculs & Analyse AGR

UNE TRANSMISSION VISIBLE VERS LES COÛTS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

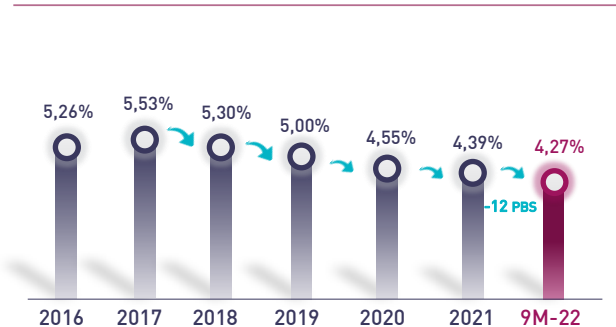
Un retournement haussier des Taux obligataires en 2022

Les Taux Débiteurs durant l'année 2022 ont ralenti leur baisse sous l'effet de la nouvelle politique de resserrement monétaire de Bank Al-Maghrib. Néanmoins, à fin septembre 2022, le TMP moyen s'établit à 4,27%, en légère baisse de -12 PBS, ne reflétant pas encore entièrement le durcissement monétaire de Bank Al-Maghrib initié en 2022.

Du côté du coût de refinancement du Trésor, les Taux obligataires ont connu un net retournement haussier en 2022 compte tenu du relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs au vu de leur anticipation inflationniste. Selon nous, deux principaux paramètres ont fortement accentué les pressions sur les Taux au T4-22. D'une part, le recours prononcé du Trésor au marché intérieur en l'absence de nouvelles sorties à l'international. D'autre part, le net ralentissement de la Demande en BDT en lien en partie avec le creusement du déficit de liquidité bancaire et l'orientation du Trésor vers les nouveaux mécanismes de financements innovants plus rémunérateurs que les BDT.

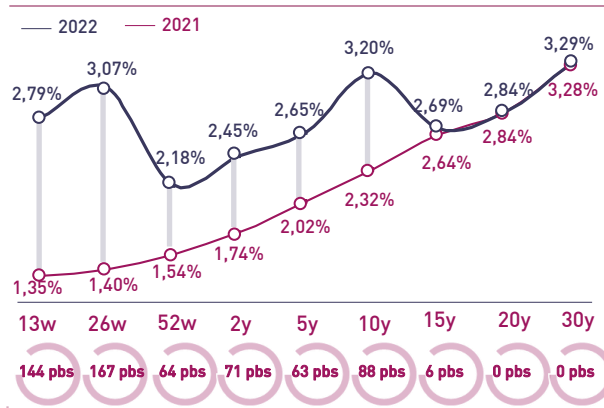
Au final, nous avons assisté à un inversement de la courbe primaire avec des Taux CT supérieurs à ceux du MLT. À titre indicatif, le Taux 26 semaines a dépassé pour la 1^{ère} fois depuis 2015 le seuil de 3,0%, soit un spread de plus de +40 PBS avec le Taux 5 ans.

MAROC : TAUX DÉBITEURS⁽¹⁾ 2016-2022



(1) Moyenne annuelle des Taux moyens pondérés débiteurs trimestriels

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE

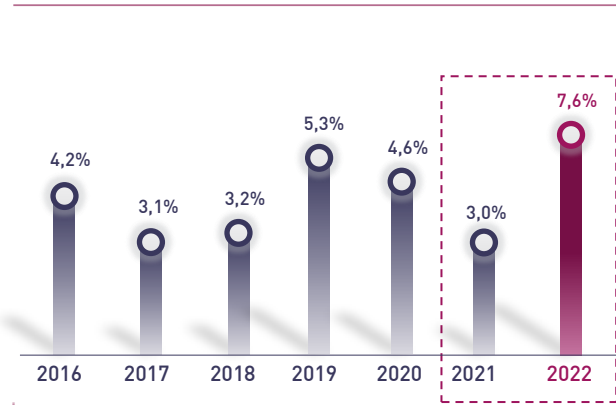


Une croissance résiliente des crédits à l'économie

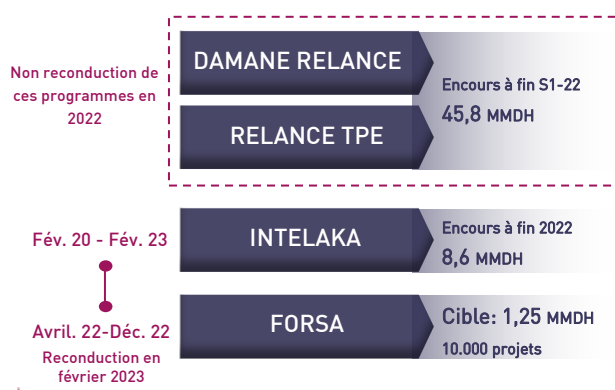
En dépit d'une politique restrictive de Bank Al-Maghrib dont l'objectif est de contrer la poussée inflationniste à travers le canal des crédits sur la consommation des ménages, l'encours des crédits bancaires ressort à plus de 1.059,9 MMDH à fin 2022, en hausse de +7,6% en une année. Le principal contributeur à cette évolution demeure les crédits de fonctionnement qui ont atteint 261,9 MMDH à fin 2022, en hausse de +16% dans un contexte marqué par de fortes tensions sur les besoins de trésorerie des entreprises.

En dépit de la non-reconstruction de certains programmes garantis par l'État en 2022, à savoir DAMANE RELANCE et DAMANE TPE ayant pris fin durant le S1-21, le produit INTELAKA demeure toujours actif. Depuis son lancement en février 2020, ce programme de financement qui bénéficie de la garantie publique de TAMWILCOM totalise 8,2 MMDH à fin août 2022. Aussi, le programme FORSA a atteint 1,3 MMDH en 2022.

BANQUES : CRÉDITS BANCAIRES À L'ÉCONOMIE



PROGRAMMES DE RELANCE COURANT 2022



Sources : BAM, MEF, Salle des Marchés AWB, Calculs AGR

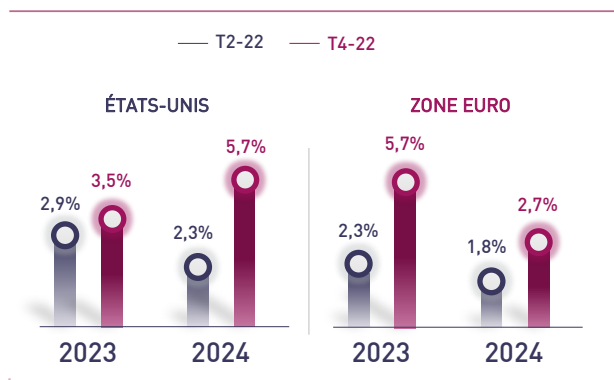
VERS UNE POURSUITE DU DURCISSEMENT MONÉTAIRE À L'INTERNATIONAL EN 2023

Le scénario d'une inflation durablement « élevée » à l'international...

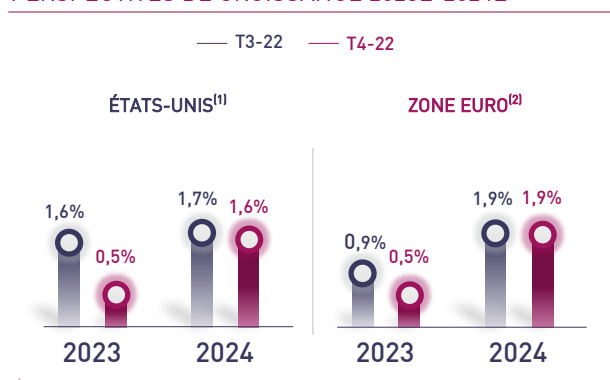
L'implémentation des politiques monétaires restrictives à l'international a commencé à limiter la poussée inflationniste. Plus en détails, le resserrement des conditions de financement devrait ralentir la dynamique de la consommation des ménages et par conséquent, réduire les pressions haussières sur la Demande. Dans ces conditions, nous avons assisté à des révisions à la baisse des perspectives de croissance, soit des économies à la limite de la récession à 0,5% en 2023 respectivement en ZE et aux USA.

Aux Etats-Unis, l'inflation devrait revenir vers 3,5% en 2023E contre 8,0% en 2022, avant d'accélérer à 5,7% en 2024E. Paradoxalement, en ZE, l'inflation devrait s'établir à 5,7% en 2023E, avant de se détendre davantage vers 2,7% en 2024E. Toutefois, ces niveaux demeurent supérieurs à la cible d'inflation fixée à 2%.

PERSPECTIVES D'INFLATION 2023E-2024E



PERSPECTIVES DE CROISSANCE 2023E-2024E



(1) Prévisions de la FED de croissance aux USA, publiées en septembre et en décembre 2022

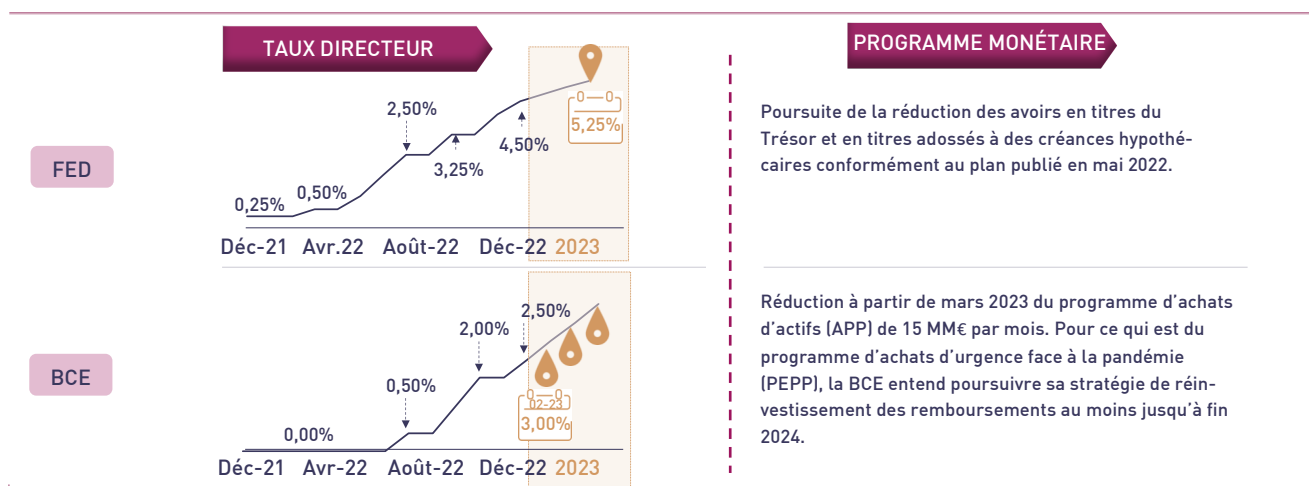
(2) Prévisions de la BCE de la croissance en zone euro, publiées en septembre et en décembre 2022

... favorise la poursuite du resserrement des politiques monétaires de la FED et de la BCE

En dépit des risques tangibles de récession économique, les Banques Centrales mondiales demeurent déterminées à contrer les effets négatifs d'une inflation « élevée » sur les perspectives de croissance à LT. Ces dernières sont décidées à poursuivre une politique monétaire restrictive en 2023 afin de ramener l'inflation autour de sa cible de 2% sur le MT. Nous croyons qu'un pivot vers des politiques monétaires accommodantes ne pourrait être envisageable qu'à partir de 2024. Néanmoins, nous assistons à deux évolutions contrastées entre la FED et la BCE en 2023:

- ⇒ La FED devrait nettement ralentir le rythme de ses hausses de TD, soit un objectif des « FedFunds » compris dans une fourchette entre [5%-5,25%] d'ici fin 2023, soit un relèvement de +75 PBS en une année ;
- ⇒ Tenant compte d'un effet de rattrapage de la politique monétaire de la BCE et des niveaux d'inflation élevés en Europe en 2023, la BCE devrait consentir plusieurs hausses de +50 PBS dès février 2023. De plus, l'institution prévoit de réduire significativement son programme d'achats d'actifs APP à compter de mars prochain.

POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FED ET DE LA BCE: PRINCIPALES ORIENTATIONS EN 2023



Sources : FMI, Minutes des réunions de politique monétaire, Calculs & Analyse AGR

L'UTILISATION D'UN NOUVEL INSTRUMENT DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE BAM

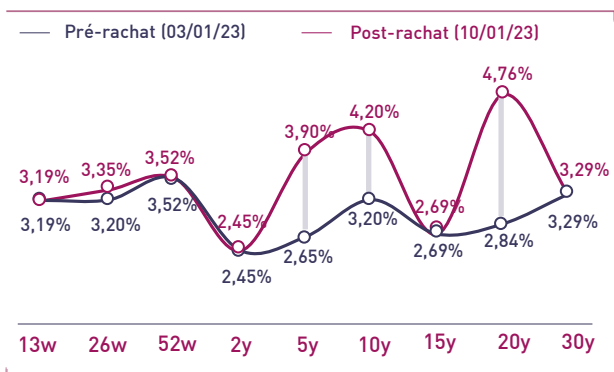
Recours de BAM, pour la 1^{ère} fois, aux rachats des BDT sur le marché secondaire

Dans le cadre du dispositif opérationnel de la politique monétaire, BAM active des opérations inédites de rachat d'actifs sous forme de BDT sur le marché secondaire. Ces injections de liquidité au sein du système bancaire devraient concerner uniquement les maturités CT pour un montant maximum de 25 MMDH et au prix marché.

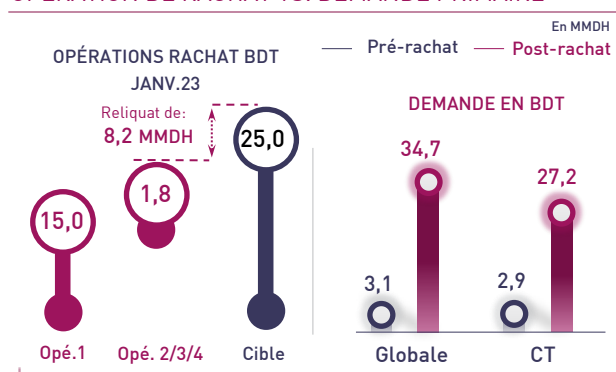
Par ailleurs, ces opérations ont permis de « décongestionner » le marché obligataire dans un contexte de net repli de la Demande en BDT suite au relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs. Concrètement, nous avons assisté à un creusement significatif du déficit de liquidité bancaire induisant des tensions haussières sur le compartiment CT de la courbe des Taux. À cet effet, deux constats majeurs sont à souligner suite aux quatre opérations de rachat de BDT durant le mois de janvier 2023 pour un montant de 16,8 MMDH :

- ⇒ Un réajustement haussier des Taux obligataires et ce, sur la majorité des maturités de la courbe primaire après son inversement depuis décembre dernier ;
- ⇒ Une hausse historique de la Demande en BDT à plus de 34 MMDH durant la séance d'adjudication du 10 janvier qui a suivi une opération de rachat de BDT de 15 MMDH. Le Trésor a effectué une levée de 17 MMDH, lui permettant de dépasser son besoin de financement fixé à 23 MMDH en janvier 2023.

COURBE OBLIGATAIRE PRÉ. VS. POST. INTERVENTION



OPÉRATION DE RACHAT VS. DEMANDE PRIMAIRE

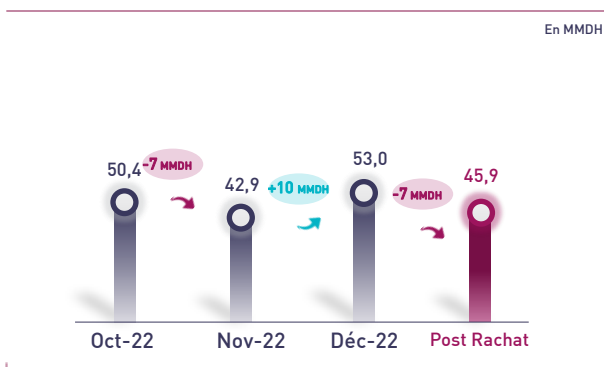


Le paradoxe « politique monétaire restrictive » et « rachat de BDT » est à relativiser

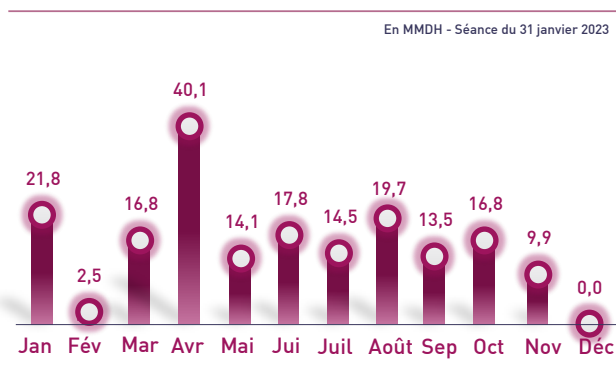
L'arbitrage entre d'une part, une politique monétaire restrictive anti-inflationniste et d'autre part, des opérations de rachat d'actifs qui in fine injectent des liquidités dans le circuit bancaire pourrait paraître a priori délicat. Toutefois, cette situation est à relativiser. Il est évident qu'une injection de liquidité « illimitée » et « durable » pourrait entretenir la hausse des prix et serait contradictoire avec la politique restrictive actuelle. Néanmoins, le plafonnement du montant du programme et son caractère « ponctuel », ainsi que le segment CT concerné écarteraient ces inquiétudes. Parallèlement, nous assistons à des retraits de liquidité simultanés au niveau des avances à 7 jours au sein du marché monétaire.

Par ailleurs, nous relevons que le rétablissement de la Demande en BDT demeure orienté principalement vers le CT (13 et 26 semaines) compte tenu des anticipations inflationnistes et des projections de la poursuite de la normalisation du TD en 2023. Ainsi et en l'absence d'une réelle Demande sur le LT, cette situation augmente mécaniquement les tombées du Trésor en 2023 et impacte à la hausse ses besoins de financement à CT. À titre indicatif, les tombées du mois d'avril 2023 devraient dépasser la barre symbolique des 40 MMDH.

ÉVOLUTION DES AVANCES À 7 JOURS POST-RACHAT



ÉVOLUTION DES TOMBÉES DU TRÉSOR EN 2023E



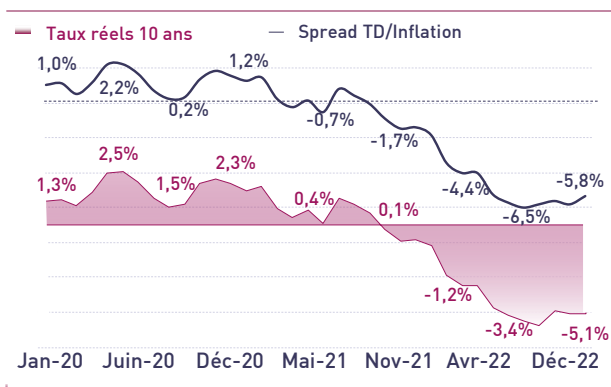
Sources : FMI, Salle des Marchés AWB, BAM, Calculs & Analyse AGR

BAM: VERS LE MAINTIEN D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE EN 2023

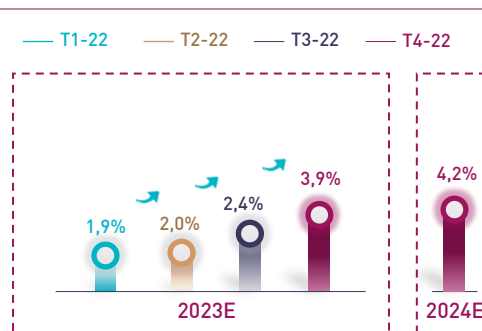
À la lumière de notre propre lecture des agrégats monétaires et des nouvelles prévisions de BAM sur la période 2023E-2024E, nous demeurons convaincus quant à la poursuite du durcissement monétaire durant le S1-23. En effet, Bank Al-Maghreb affiche une forte détermination à soutenir la stabilité des prix au Maroc. À l'origine de cette orientation, quatre raisons majeures :

- (1) **Une inflation « durable » au-dessus des 4% à horizon 2024E.** Alors que la priorité majeure de Bank Al-Maghrib est le rétablissement de l'inflation à des niveaux modérés, force est de constater que les pressions inflationnistes externes vers les biens non échangeables devraient se maintenir en 2023E. Par ailleurs, la décompensation des produits subventionnés prévue à compter de 2024E devrait soutenir les tensions haussières sur les prix ;
- (2) **La rémunération de l'épargne nationale revient au devant de la scène.** La hausse cumulée du TD de +100 PBS n'est pas encore en mesure de rétablir les Taux réels au Maroc en territoire positif, et ce, compte tenu d'une inflation cible largement supérieure à ses niveaux historiques ;
- (3) **La poursuite du durcissement monétaire des Banques Centrales à l'international en 2023E.** Bien qu'à un rythme moins soutenu, la FED et la BCE devraient poursuivre le relèvement de leurs Taux Directeurs en 2023E, générant ainsi de fortes pressions sur le Dirham. Pour rappel, les spreads de liquidité du MAD demeurent en territoire positif depuis juillet 2022, atteignant un plus haut historique à 4,99% en novembre dernier ;
- (4) **Des projections de croissance globalement « rassurantes » durant la période 2023E-2024E.** En effet, les dernières précipitations pluviométriques nationales confortent les projections de BAM quant à une campagne normative autour de 75 MQx en 2023E. À cet effet, la croissance du PIB devrait ressortir à 3,0% en 2023E et rebondir à 3,2% en 2024E. Des niveaux qui demeurent en ligne avec la moyenne historique de la croissance du PIB au Maroc.

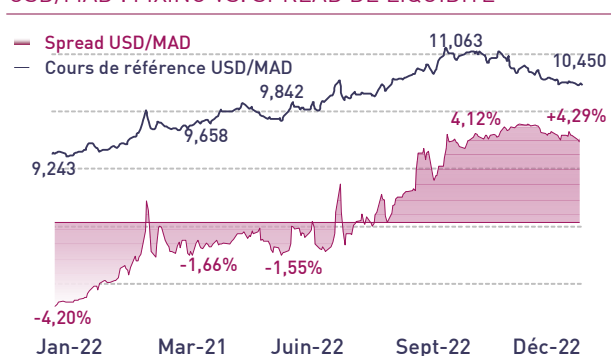
MAROC : TAUX RÉELS 2020-2022



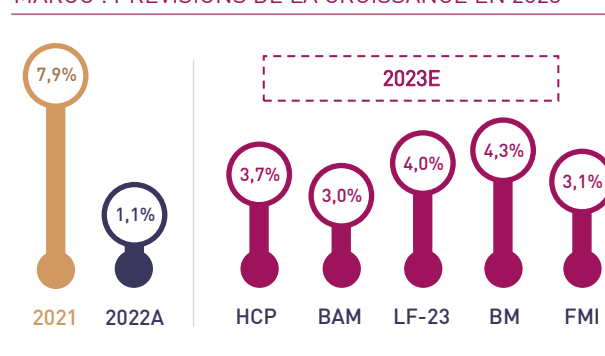
MAROC : PRÉVISIONS D'INFLATION 2023E-2024E



USD/MAD : FIXING VS. SPREAD DE LIQUIDITÉ



MAROC : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE EN 2023



Sources : BAM, HCP, Salle des Marchés AWB, Calculs & Analyse 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

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderich Djadjo
+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 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.

