

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

## | MAROC | TRIMESTRIEL Politique monétaire

### BANK AL-MAGHRIB : L'INFLATION COMME NOUVELLE PRIORITÉ POUR 2023

- 03 | Vers une poursuite des durcissements monétaires à l'international en 2023E
- 04 | Un environnement inflationniste persistant..., une croissance sous pression en 2023E
- 04 | Une courbe des Taux qui intègre déjà la poursuite du resserrement monétaire en 2023E
- 04 | Les pressions sur le dirham se maintiennent durant le T4-22



Attijari  
Global Research

### | TAUX DIRECTEUR |

	<b>+50 PBS</b>
T4-22	2,5%
T3-22	2,0%

### | RÉSERVE OBLIGATOIRE |

	<i>Inchangée</i>
T4-22	0%
T3-22	0%

### | CROISSANCE 2022E |

	<b>+30 PBS</b>
Nouvelle	+1,1%
Précédente	+0,8%

### | INFLATION 2022E |

	<b>+30 PBS</b>
Nouvelle	6,6%
Précédente	6,3%

## BANK AL-MAGHRIB : L'INFLATION COMME NOUVELLE PRIORITÉ POUR 2023

Pour sa dernière réunion de politique monétaire en 2022, Bank Al-Maghrif décide de relever son Taux Directeur de +50 PBS à 2,5% et ce, pour la 2<sup>ème</sup> fois consécutive. La Banque Centrale confirme ainsi le tournant de sa politique monétaire entamé en septembre dernier. Suite à la poussée inflationniste au Maroc ayant atteint un plus haut de 30 ans, soit au-dessus des 8,0% en Octobre, l'institution poursuit sa politique restrictive en priorisant le soutien de la stabilité des prix. À noter que ce relèvement de 50 PBS ressort en ligne avec notre sondage réalisé en Décembre 2022. [\(Cf. Sondage Taux Directeur T4-22\).](#)

Selon les dernières projections de BAM, l'activité économique a été revue légèrement à la hausse en 2022E à 1,1% au lieu de 0,8% précédemment. En effet, l'année 2022 a été marquée par un contexte international difficile, une faible campagne agricole de 34 MQx et une accélération inédite de l'inflation. Dans ces conditions, BAM revoit à la hausse sa prévision moyenne d'inflation à 6,6% en 2022E contre 6,3% précédemment.

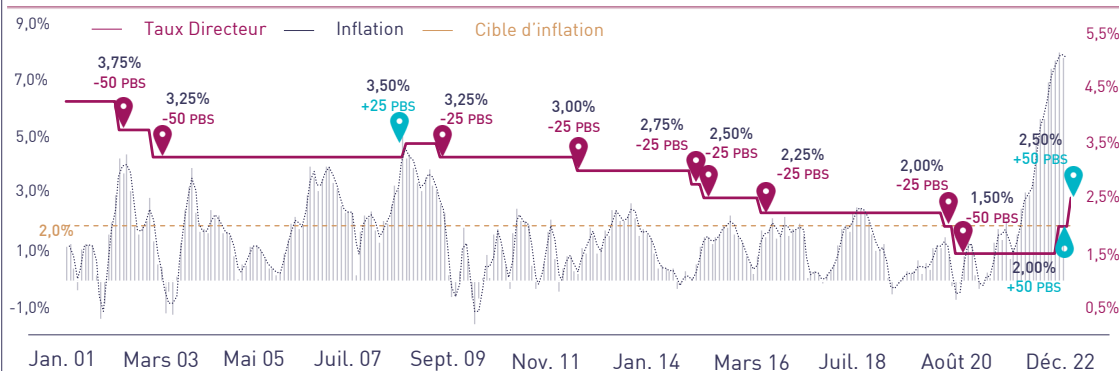
### Lamyae Oudghiri

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

### Meryeme Hadi

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

### MAROC : DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE VS INFLATION 2001-2022



À l'analyse des nouvelles projections de BAM durant la période 2023E-2024E et selon notre propre lecture des conditions monétaires au Maroc, nous ressortons avec deux principaux constats :

- (1) **Le caractère « durable » de l'inflation au Maroc devient désormais le scénario « central ».** La diffusion des pressions inflationnistes externes conjuguée à la décompensation des produits subventionnés prévue à compter de 2024E devraient alimenter les tensions haussières sur les prix ;
- (2) **La poursuite du durcissement monétaire des Banques Centrales à l'international en 2023E.** En dépit d'une nette décélération à l'international, l'inflation se maintient toujours à des niveaux élevés aux États-Unis et en Zone Euro. Par conséquent, la Fed et la BCE devraient poursuivre le relèvement de leur TD en 2023E.

### AVIS D'EXPERT

*Dans un contexte inflationniste qui s'avère plus durable que prévu, Bank Al-Maghrif se fixe comme nouvelle priorité la lutte contre la hausse des prix. En resserrant davantage les conditions de financement de l'économie, BAM devrait ainsi ralentir la dynamique de la Demande intérieure au Maroc via ses composantes Investissement & Consommation.*

*Cette nouvelle orientation monétaire fait face aussi à deux enjeux majeurs. D'une part, les pressions visibles sur la rémunération de l'épargne nationale suite à l'orientation des Taux réels domestiques en territoire négatif depuis le T2-22. D'une autre part, la poursuite de la dépréciation du dirham face au dollar. Ce dernier demeure soutenu par le processus agressif de relèvement des Taux par la Fed.*

*Dans cette perspective, Bank Al-Maghrif devrait en toute logique poursuivre son cycle de resserrement monétaire en 2023E, à travers au moins une hausse supplémentaire du TD durant le premier semestre 2023.*

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

## VERS UNE POURSUITE DES DURCISSEMENTS MONÉTAIRES À L'INTERNATIONAL EN 2023

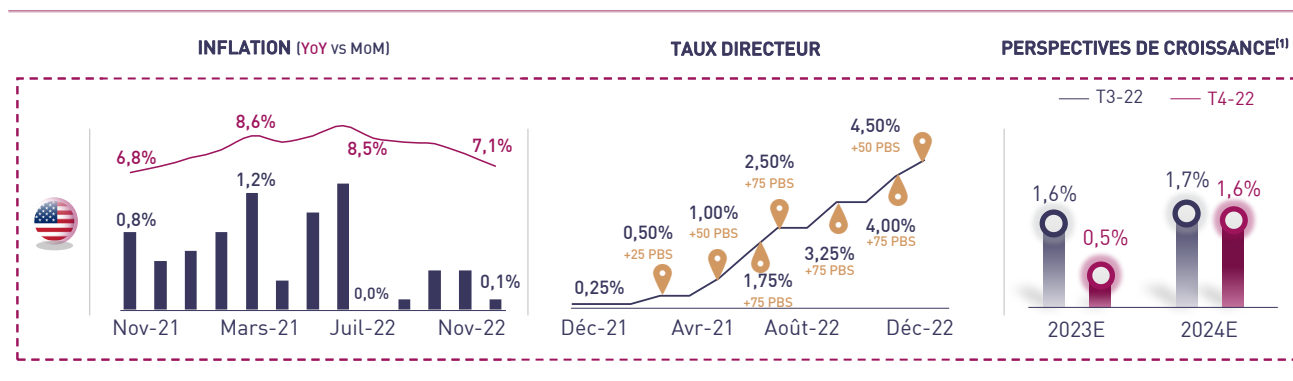
Dans un contexte de resserrement monétaire et de détente des prix de l'énergie à l'international entraînant un léger repli des tensions inflationnistes en novembre, les grandes Banques Centrales (FED, BOE, BCE) ont ralenti le rythme de leur durcissement monétaire. En dépit des risques tangibles de récession, ces institutions sont décidées à poursuivre une politique monétaire restrictive en 2023 afin de ramener l'inflation autour de sa cible de 2% sur le MT.

### ÉTATS-UNIS: LA FED DÉTERMINÉE PLUS QUE JAMAIS À DÉSAMORCER LA SPIRALE INFLATIONNISTE

Comme prévu, la Fed a ralenti le rythme de son durcissement monétaire et relève ses TD en Décembre de 50 PBS après une hausse de 75 PBS successivement lors de ses 4 dernières réunions de politique monétaire. Il s'agit d'un plus haut niveau depuis 15 ans à 4,50%, soit une hausse cumulée depuis mars 2022 de 425 PBS. À l'origine, un ralentissement plus élevé que prévu de l'inflation en novembre. Depuis son pic de 40 ans à 9,1% en juin, l'inflation n'a cessé de baisser aux États-Unis pour atteindre 7,1% en novembre en glissement annuel.

Pour autant, la Fed n'est pas prête d'arrêter ses hausses de TD en 2023 tant que la décélération de l'inflation ne soit structurelle afin de converger vers sa cible de 2%. Ainsi, l'institution envisage d'augmenter ses Taux davantage de 75 PBS, soit un objectif des « FedFunds » compris dans une fourchette entre [5%-5,25%] d'ici fin 2023. Dans ces conditions, la Fed revoit ses prévisions de croissance à la baisse à 0,5% en 2023 contre 1,6% initialement. Parallèlement, l'institution projette une hausse du taux de chômage à 4,6% en 2023 contre 3,7% actuellement ainsi qu'une inflation toujours supérieure à 3% sur la période étudiée.

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

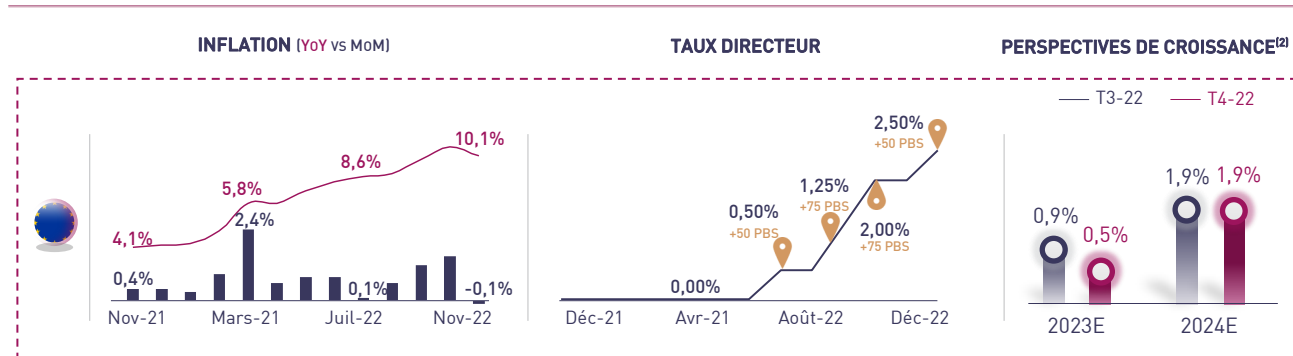


### ZONE EURO: LA BCE DEVRAIT RATTRAPER SON RETARD VIS-À-VIS DE LA FED ET PROMET PLUS DE HAUSSE DE TD

Alors que le vieux continent est au bord de la récession sous l'effet de la persistance de la crise énergétique en Europe et des tensions géopolitiques, la BCE poursuit son durcissement monétaire mais à un rythme moins soutenu. Après avoir relevé ses TD de 75 PBS à deux reprises durant ces deux dernières réunions de politique monétaire, la BCE ralentit la cadence de hausse à 50 PBS lors de son dernier rendez-vous de Décembre. En cumulé, la BCE a relevé ses Taux Directeurs de 250 PBS depuis juillet 2022, les portant à 2,5% en Décembre, soit un plus haut depuis 2008. À l'instar des États-Unis, l'inflation a décéléré à 10,1% en novembre contre 10,6% un mois auparavant. Premier contributeur à cette baisse, la détente du prix du baril du pétrole de -14% passant de 94 \$ en octobre à 84 \$.

Néanmoins, la présidente de la BCE exclut un point pivot de l'inflation en ZE et envisage une inflation encore forte en 2023E dépassant le seuil des 6% avant de revenir à 3,4% en 2024E. Face à la persistance de la hausse des prix, la BCE anticipe de poursuivre sa politique restrictive à travers une nouvelle hausse de 50 PBS en février 2023. Parallèlement, l'institution prévoit de réduire significativement la taille de son bilan gonflé, soit une baisse de 15 MM€ par mois de son programme APP à compter de mars 2023.

### ZONE EURO : INFLATION VS DÉCISIONS DE TAUX DIRECTEUR & PERSPECTIVES DE CROISSANCE



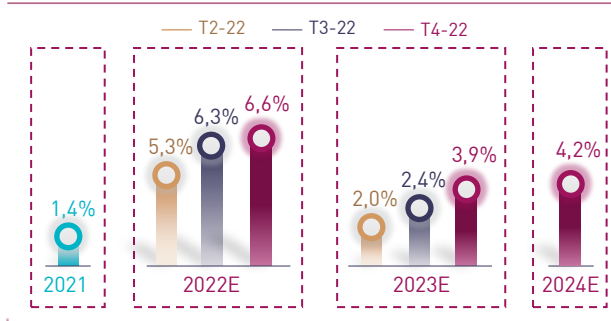
(1) Prévisions de la Fed de croissance aux USA, publiées en septembre et en décembre 2022

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

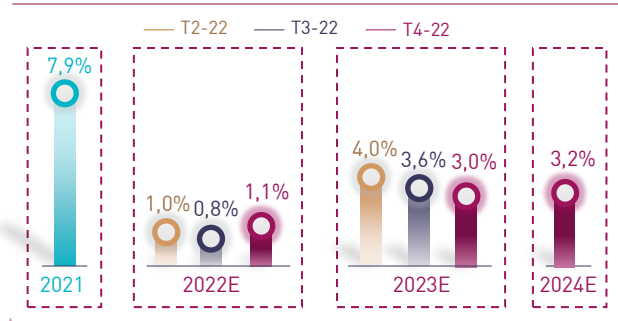
## UN ENVIRONNEMENT INFLATIONNISTE PERSISTANT..., UNE CROISSANCE SOUS PRESSION EN 2023E

Alors que les dernières précipitations pluviométriques nationales confortent les projections de BAM quant à une campagne normative de 75 MQx en 2023E, la poursuite d'une politique monétaire restrictive conjuguée à la persistance des tensions inflationnistes incitent BAM à revoir ses projections de croissance à la baisse, à l'instar des économies mondiales. La croissance du PIB ressort à 3,0% en 2023E contre 3,6% initialement. Pour sa part, l'inflation devrait ralentir à 3,9% en 2023E avant de repartir à la hausse à 4,2% en 2024E.

### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



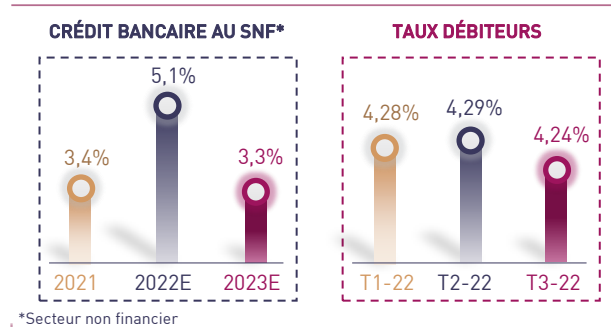
### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



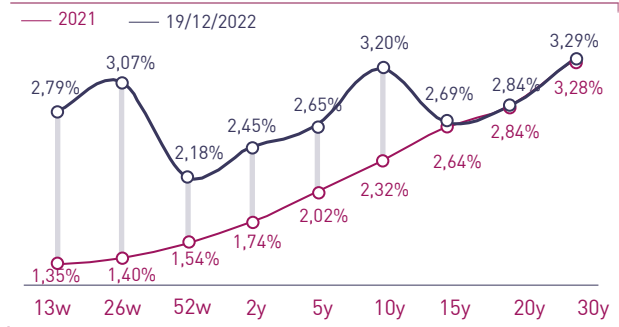
## UNE COURBE DES TAUX QUI INTÈGRE DÉJÀ LA POURSUITE DU RESSERREMENT MONÉTAIRE EN 2023E

Alors que la transmission de la hausse du TD en septembre n'est pas encore entièrement visible sur les Taux Débiteurs, celle-ci s'est clairement reflétée sur le coût de refinancement du Trésor à partir du T4-22. Les Taux obligataires semblent déjà intégrer la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de BAM. Aussi, nous assistons à un inversement de la courbe primaire avec des Taux CT supérieurs à ceux du MLT. À titre indicatif, le Taux 26 semaines dépasse pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2015 le seuil de 3,0%, soit un spread de plus de +50 PBS avec le TD actuel. À notre sens, cette évolution traduit le rehaussement des exigences de rentabilité des investisseurs compte tenu des anticipations inflationnistes et de baisse de la Demande en BDT. Pour faire face à cette situation, le Trésor a mis en place une nouvelle stratégie d'émission plus adéquate aux attentes des investisseurs à travers l'émission de nouvelles lignes de BDT (5 ans révisable, 32 jours et 45 jours).

### MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



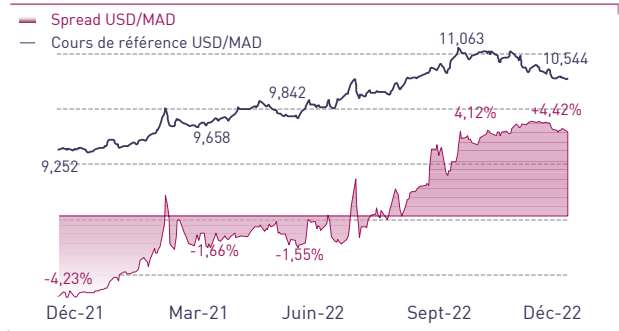
## LES PRESSIONS SUR LE DIRHAM SE MAINTIENNENT DURANT LE T4-22

L'évolution du Dirham est suivie de très près par l'institut d'émission. La poursuite de la dépréciation du MAD amplifierait les pressions inflationnistes à l'échelle nationale en impactant considérablement le pouvoir d'achat des ménages. À noter que la parité USD/MAD a atteint un pic historique de 11,1 en septembre dernier, avant de revenir vers les 10,5 en décembre, soit une dépréciation du dirham de -13,7% depuis le début de l'année. Pour leur part, les spreads de liquidité se maintiennent au plus haut de la bande de fluctuation du MAD à près de 5%.

### DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



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



\*Données arrêtées au 13/12/2022

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'exhaustivité 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.

