

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

## T2 | MAROC | TRIMESTRIEL Politique monétaire

T3

T4

### BANK AL-MAGHRIB **SURPREND** LE MARCHÉ EN MARQUANT UNE **PAUSE** DE SON TD

- 03 | Face à la décélération inflationniste, les décisions des Banques Centrales divergent
- 04 | Les conditions climatiques pèsent sur les prévisions de croissance économique
- 04 | Une pause dans l'attente d'une transmission plus visible des décisions monétaires
- 04 | Vers une poursuite de l'appréciation de la circulation fiduciaire à horizon 2024E



Attijari  
Global Research

### | TAUX DIRECTEUR |



Inchangé

T2-23	3,0%
T1-23	3,0%

### | RÉSERVE OBLIGATOIRE |



Inchangée

T2-23	0%
T1-23	0%

### | CROISSANCE 2023E |



-20 PBS

Nouvelle	+2,4%
Précédente	+2,6%

### | INFLATION 2023E |



+70 PBS

Nouvelle	6,2%
Précédente	5,5%

## BANK AL-MAGHRIB SURPREND LE MARCHÉ EN MARQUANT UNE PAUSE DE SON TD

Au terme de son 2<sup>ème</sup> comité de politique monétaire de l'année 2023, la Banque Centrale marocaine marque une pause dans son cycle de resserrement dans l'attente de la transmission des dernières décisions de hausses de TD à l'économie réelle. Après 3 relèvements successifs de +50 PBS depuis septembre 2022, BAM décide de maintenir inchangé son principal TD à 3,0% en juin 2023, soit à son plus haut depuis 2014. À noter que cette décision ressort en décalage avec le consensus du marché qui prévoyait un ralentissement du rythme de hausse du TD en juin 2023 à +25 PBS. *[Cf. Sondage Taux Directeur Juin-23]*

Néanmoins, ce statu quo peu attendu demeure en cohérence avec l'inflexion baissière des prix à la consommation au Maroc et ce, depuis mars 2023. Après avoir atteint un pic de près de 30 ans à 10,1% à fin février 2023, l'inflation au Maroc a ralenti pour le 3<sup>ème</sup> mois d'affilée pour atteindre les 7,1% en mai 2023. Toutefois, l'inflation alimentaire, principale composante du panier du consommateur marocain, demeure élevée à 15,6% en mai 2023 et l'inflation sous jacente<sup>1</sup> ressort à 6,4% durant la même période.

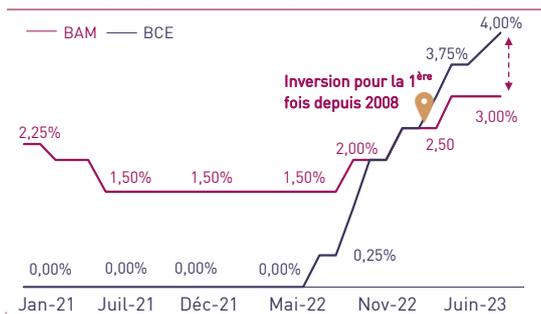
### Lamyae Oudghiri

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

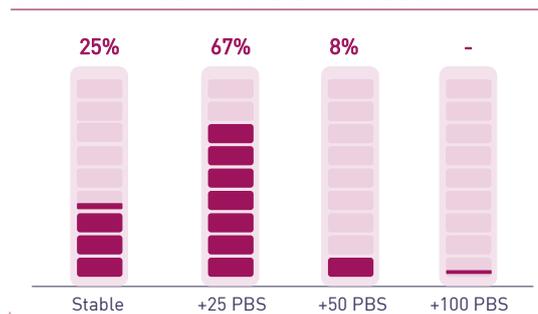
### Meryeme Hadi

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

### TAUX DIRECTEURS : BANK AL-MAGHRIB VS. BCE



### DISTRIBUTION DES PROBABILITÉS TD DE BAM



Sur la base de notre propre analyse, nous identifions trois points de vigilance qui pourraient influencer l'orientation future de la politique monétaire de BAM :

- (1) **En dépit de la décélération des prix au Maroc, l'inflation sous jacente demeure élevée.** Si le pic inflationniste semble derrière nous en marge de la détente des cours des matières premières à l'international, le niveau de l'inflation sous jacente demeure supérieur à ceux observés au sein de la ZE et aux États-Unis ;
- (2) **Le Taux Directeur de la BCE dépasse pour la 1<sup>ère</sup> fois celui de BAM depuis 2008.** Le creusement des spreads entre les Taux de rémunération des États-Unis et de l'Europe avec ceux du Maroc pourrait induire des tensions supplémentaires sur le dirham ;
- (3) **La forte hausse de la circulation fiduciaire au Maroc.** La progression continue du volume de liquidité au sein de l'économie marocaine a été alimentée par un long cycle de faible rémunération de l'épargne. Rappelons que depuis le T4-22, les Taux réels au Maroc s'établissent toujours en territoire négatif.

## AVIS D'EXPERT

En marquant une pause de son cap monétaire restrictif initié en septembre 2022, Bank Al-Maghrib semble en attente d'une meilleure transmission de ses décisions monétaires (+150 PBS) vers l'économie réelle. L'objectif étant de faire face aux pressions inflationnistes à travers une réduction de la Demande. Rappelons que la prévision d'inflation a été une nouvelle fois revue à la hausse à 6,2% en 2023E contre 5,5% initialement.

Tenant compte de la poursuite du resserrement monétaire de la BCE et de la reprise attendue du cycle de hausse de TD de la Fed après une pause en juin 2023, BAM pourrait reprendre à son tour son cap restrictif d'ici la fin de l'année 2023 afin d'assurer un retour de l'inflation vers son objectif de stabilité des prix à MT.

<sup>1</sup> Inflation sous jacente: indice des prix qui exclut les prix des produits volatils (énergétiques/alimentaire...)

Sources : Bank Al-Maghrib, BCE, HCP, Calculs & Estimations AGR

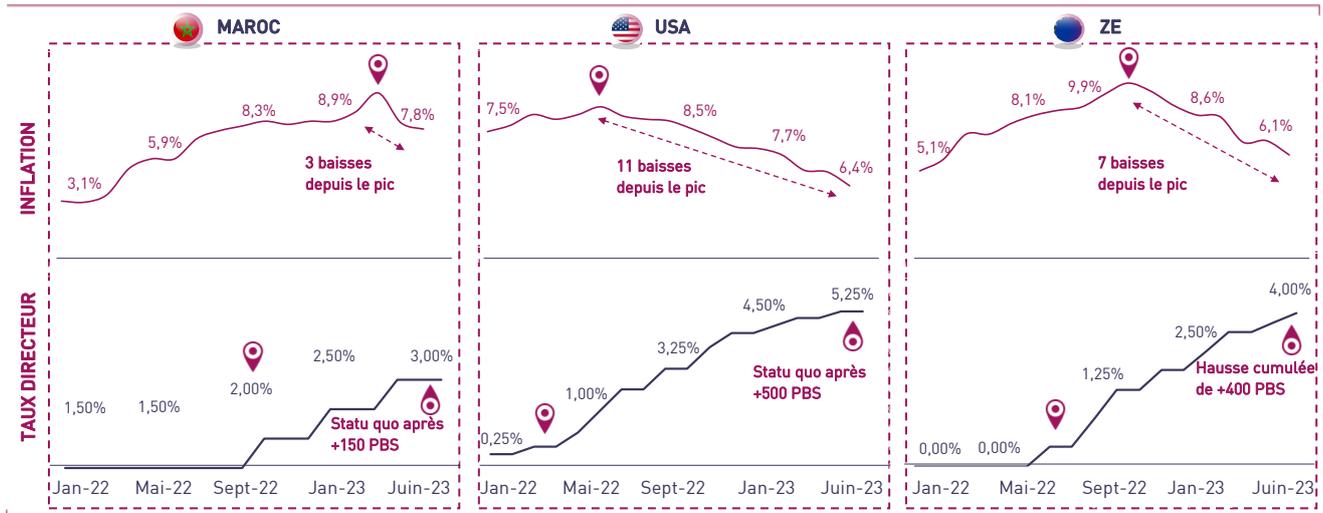
## FACE À LA DÉCÉLÉRATION INFLATIONNISTE, LES DÉCISIONS DES BANQUES CENTRALES DIVERGENT

### LA FED MARQUE UNE PAUSE APRÈS 11 MOIS SUCCESSIFS DE BAISSSE DE L'INFLATION

La Fed et la BCE entament une nouvelle fois des directions différentes dans la conduite de leurs politiques monétaires respectives :

- **Aux États-Unis** : La Fed décide de marquer une pause de sa politique restrictive lors de sa dernière réunion du mois de juin 2023 et ce, après une hausse cumulée de son TD de +500 PBS depuis mars 2022. Avant cette décision, l'institut avait déjà ralenti le rythme de ses hausses de Taux à +75 PBS durant mai 22-novembre 22 puis à +50 PBS en décembre 2022 et enfin, à +25 PBS depuis février 2023. Cette évolution reflète l'inflexion de la tendance haussière des prix aux États-Unis depuis 12 mois. L'inflation a nettement reculé à 4,0% en mai 2023 et ce, depuis son pic de +9,1% en juin 2022.
- **En Zone Euro** : La BCE compte à son actif 7 mois de ralentissements successifs de l'inflation, passant d'un plus haut de 10,6% en octobre 2022 à 6,1% en mai dernier. À cet effet, la BCE poursuit la hausse de son Taux Directeur de +25 PBS en juin 2023 pour la 7<sup>ème</sup> fois successivement depuis juillet 2022 à 4,0%. L'institut juge ainsi prématuré d'arrêter sa lutte contre l'inflation, estimant que le niveau actuel des prix en Zone Euro demeure bien élevé par rapport à sa cible sur le MT de 2,0%.

### MAROC-USA-ZONE EURO: INFLATION VS. TAUX DIRECTEUR 2022-2023



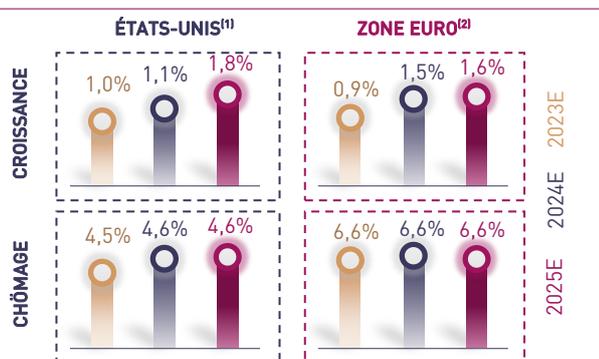
### LES DÉCISIONS DE STATU QUO SE MULTIPLIENT À L'INTERNATIONAL DURANT LE T2-23

Face à la décélération de l'inflation à l'échelle mondiale, les Banques Centrales ont emprunté des orientations divergentes durant le T2-23. Dans un souci de diminuer les pressions grandissantes sur les perspectives de croissance économique ainsi que sur le marché de l'emploi, près de la moitié des 35 grandes Banques Centrales à l'international ont maintenu le statu quo de leur politique monétaire durant le T2-23. À titre indicatif, nous citons la Suisse, la Tunisie, l'Egypte et l'UEMOA.

Une pause dans le cycle de resserrement ne traduit pas forcément l'arrêt de l'orientation restrictive de fond. En dépit d'une pause en juin 2023, la Fed anticipe d'ores et déjà deux nouvelles hausses supplémentaires pour atteindre un Taux cible entre 5,50% et 5,75% d'ici la fin de l'année 2023. Pour sa part, la BCE poursuit son chemin restrictif et prévoit au moins deux nouvelles hausses de TD durant le S2-23.

Pour le cas du Maroc, plusieurs institutions internationales (FMI, FITCH, OCDE) prévoient une poursuite du durcissement monétaire de BAM durant l'année 2023 à travers au moins une hausse de TD d'ici la fin de l'année 2023 et ce, dans le but de ramener l'inflation vers l'objectif de stabilité des prix. À titre d'exemple, l'OCDE prévoit une hausse cumulée supplémentaire de +50 PBS d'ici la fin de l'année.

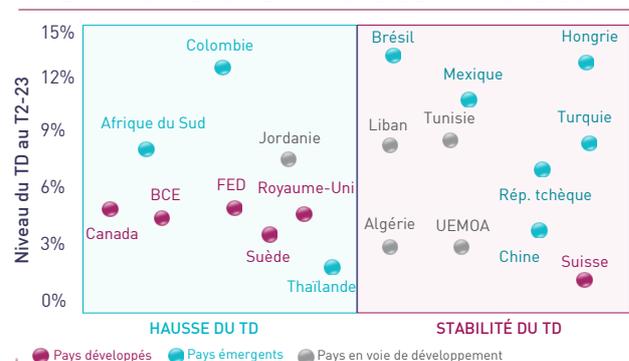
### INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES : USA VS. ZE



(1) Dernières prévisions de la FED, juin 2023

(2) Dernières prévisions de la BCE, juin 2023

### INTERNATIONAL : ORIENTATIONS DES PM AU T2-23

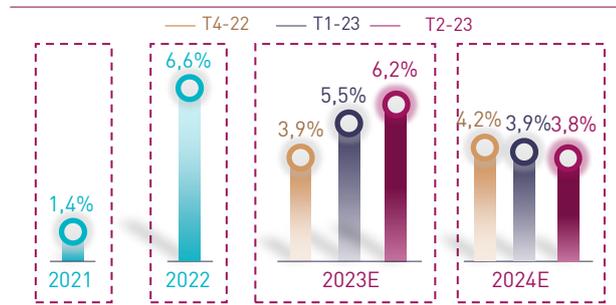


Sources : Sites officiels des Banques Centrales, FMI, Calculs & Estimations AGR

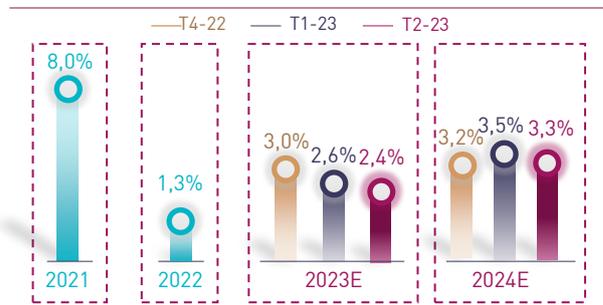
## LES CONDITIONS CLIMATIQUES PÈSENT SUR LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les prévisions centrales de l'évolution de la croissance économique ont été une nouvelle fois revues à la baisse pour les deux prochaines années. La persistance des tensions inflationnistes locales, conjuguée aux conditions climatiques difficiles à travers la succession de deux années de sécheresse devraient limiter la croissance du PIB à 2,4% et à 3,3% en 2023E et en 2024E respectivement. À cet effet, la campagne céréalière devrait rester largement en dessous de son rythme normatif à 55 MQx en 2023E. Pour sa part, l'inflation devrait rester élevée en 2023E, alors que la composante sous-jacente pourrait revenir à 2,9% dès 2024E contre 6,1% en 2023E.

### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



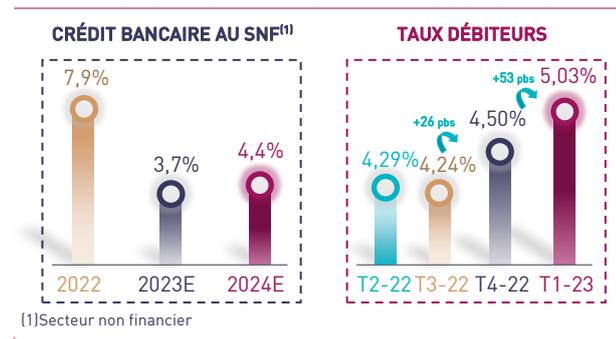
### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



## UNE PAUSE DANS L'ATTENTE D'UNE TRANSMISSION PLUS VISIBLE DES DÉCISIONS MONÉTAIRES

Les deux principaux indicateurs qui nous permettent d'évaluer le degré de la transmission de la politique monétaire vers l'économie réelle demeurent l'évolution des crédits bancaires et les Taux débiteurs. Le TMP n'intègre que partiellement la hausse cumulée du TD de BAM de +150 PBS. Celui-ci s'apprécie de +53 PBS au T1-23 à 5,03%. D'une autre part, la prévision de croissance des crédits a été revue à la baisse en 2023E à 3,7% contre 4,0% initialement. Le coût de financement du Trésor intègre la normalisation des Taux et le rehaussement des exigences de rentabilité des investisseurs avec une hausse généralisée de la courbe primaire durant le S1-23.

### MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE

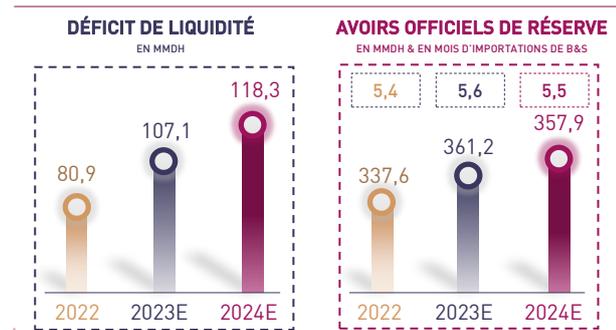


## VERS UNE POURSUITE DE L'APPRÉCIATION DE LA CIRCULATION FIDUCIAIRE À HORIZON 2024E

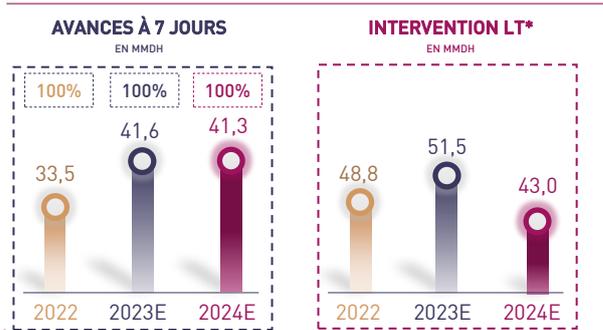
L'institut d'émission s'attend une nouvelle fois à une nette appréciation de la circulation fiduciaire en lien notamment avec le rebond du secteur touristique et des transferts MRE en 2023E. Parallèlement, les Taux de rémunération de l'épargne demeurent relativement faibles. Les DAT 6 mois et 12 mois s'établissent à fin avril 2023 à 2,43% et à 2,92% en hausse de +19 PBS et de +25 PBS respectivement.

Cette évolution devrait porter les besoins en liquidité du système bancaire au-dessus des 118 MMDH en 2024E. Face à ce besoin, la Banque Centrale continue de maintenir les TMP en ligne avec le TD en satisfaisant la totalité de la Demande bancaire à travers ses injections de liquidité via les avances à 7 jours et ses instruments à plus LT.

### DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



### INTERVENTION DE BAM : AVANCES À 7J VS. LT



\*Inclut les prêts garantis, la pension livrée et les swap de change

Sources : Bank Al-Maghrib, MEF, 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

### FINANCIAL ANALYST

Anass Drif  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma  
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 20 21 98 26  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

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

### CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe  
+237 651 23 51 15  
e.pouhe@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mohamed Hassoun 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.

