

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Politique monétaire

BANK AL-MAGHRIB CONFIRME SON CAP ACCOMMODANT FACE AUX IMPÉRATIFS DE SOUTIEN DE L'INVESTISSEMENT

- 02 | Bank Al-Maghrif : Un statu quo justifié et amplement anticipé par le marché financier
- 03 | La Fed et la BCE s'approchent de la fin de leur cycle de resserrement monétaire
- 04 | L'inflation et sa composante sous jacente en dessous de 3% à horizon 2024E
- 05 | Vers une poursuite de l'orientation accommodante de Bank Al-Maghrif d'ici fin 2023E



Attijari
Global Research

TAUX DIRECTEUR		RÉSERVE OBLIGATOIRE		CROISSANCE 2023E		INFLATION 2023E	
	Inchangé		Inchangée		+50 PBS		-20 PBS
T3-23	3,0%	T3-23	0%	Nouvelle	+2,9%	Nouvelle	6,0%
T2-23	3,0%	T2-23	0%	Précédente	+2,4%	Précédente	6,2%

BANK AL-MAGHRIB : UN STATU QUO JUSTIFIÉ ET AMPLEMENT ANTICIPÉ PAR LE MARCHÉ FINANCIER

En ligne avec le consensus du marché [Cf. [Sondage Taux Directeur Sept-23](#)] et conforme à sa nouvelle orientation monétaire lors de sa dernière réunion monétaire [Cf. [Taux directeur Juin-23](#)], Bank Al-Maghrif décide de maintenir son TD stable à 3% lors de son 3^{ème} comité de politique monétaire de l'année 2023. Il s'agit d'un plus haut niveau depuis 2014. Après une hausse cumulée de +150 PBS en septembre, décembre 2022 et mars 2023, Bank Al-Maghrif stabilise son TD à l'instar de la FED⁽¹⁾, la BOE⁽²⁾, la BNS⁽³⁾ ou encore la BOC⁽⁴⁾.

Le resserrement monétaire de BAM, l'atténuation des pressions inflationnistes externes et les mesures budgétaires déflationnistes (soutien du pouvoir d'achat pour 10 MMDH et du secteur agricole pour 10 MMDH) semblent porter leur fruit sur l'orientation des prix au Maroc. En effet, l'inflation a été divisée en deux depuis son pic de 30 ans en février 2023 à 10,1%, pour atteindre 5,0% en août 2023. Pour sa part, l'inflation sous jacente⁽⁵⁾ repasse pour la 1^{ère} fois sous la barre de 5,0% depuis mars 2022.

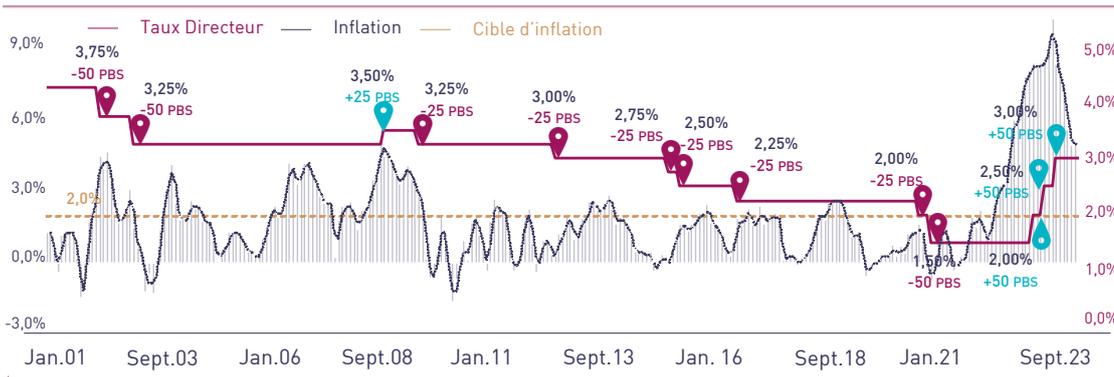
Lamyae Oudghiri

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 2001-2023



En dépit des prévisions relativement élevées d'inflation et du niveau toujours élevé de l'inflation sous jacente au Maroc en 2023, Bank Al-Maghrif semble prioriser l'effort de l'Etat face aux répercussions négatives du séisme du 8 septembre dernier qui a touché la province d'Al Haouz.

À l'international, et bien que le consensus converge vers l'approche de la fin du cycle de resserrement monétaire, nous pensons qu'un retournement haussier de l'inflation pourrait inciter les banques centrales à reprendre leur feuille de route restrictive. Le récent rebond des cours énergétiques et agricoles ainsi que l'accélération du processus de la transition énergétique mondiale pourraient initier un nouveau cycle haussier des prix.

AVIS D'EXPERT

Bank Al-Maghrif semble toujours attendre une meilleure transmission de ses hausses successives de TD vers l'économie réelle et ce, dans un contexte de repli des tensions inflationnistes au niveau national. Une décision amplement justifiée dans les conditions actuelles, à l'image des anticipations du marché financier [Cf. [Sondage Taux Directeur Sept-23](#)].

D'une part, le soutien de l'investissement s'érige en priorité nationale dans le cadre de la mise en œuvre du plan d'urgence de réhabilitation des régions sinistrées par le tremblement de terre. D'autre part, les prévisions d'inflation convergent vers l'objectif de stabilité des prix de BAM à horizon 2024E, soit de 2,0%.

Tenant compte de l'approche de la fin du cycle de resserrement à l'international et de l'atténuation attendue de l'inflation au Maroc, le scénario central AGR prévoit désormais un statu quo de la politique monétaire de BAM en 2023, soit un TD stable à 3%.

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

1-2-3-4 Banques Centrales: Etats-Unis, Angleterre, Suisse et Canada.

5 Inflation sous jacente: indice des prix qui exclut les prix des produits volatils (énergétiques/alimentaires...)

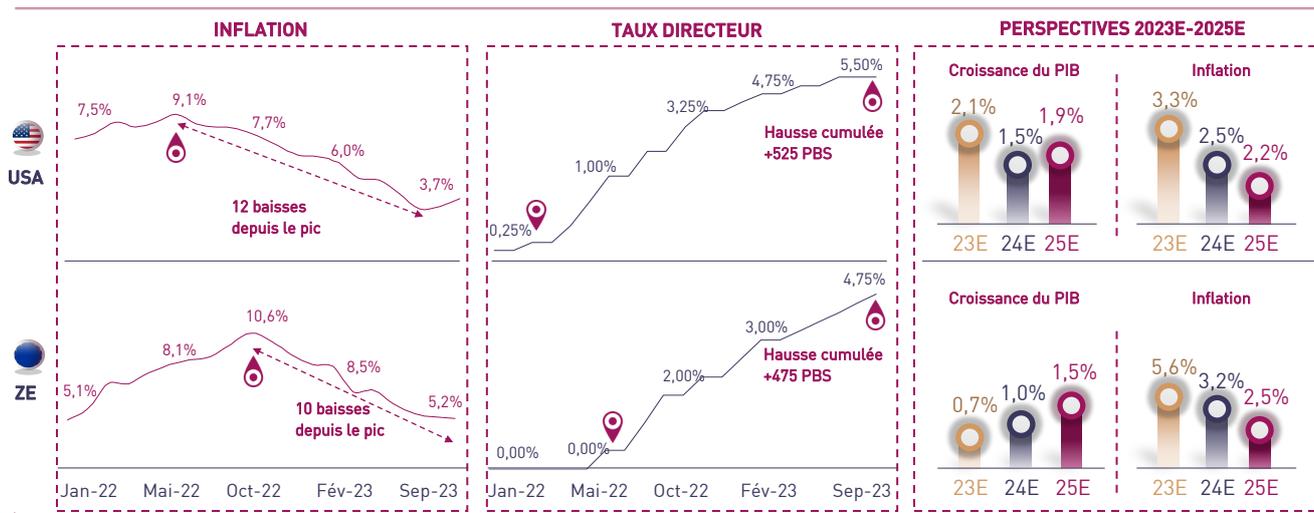
LA FED ET LA BCE S'APPROCHENT DE LA FIN DE LEUR CYCLE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE

DES ORIENTATIONS MONÉTAIRES QUI CONVERGENT VERS L'ARRÊT DE LA HAUSSE DES TD À L'INTERNATIONAL...

Lors des dernières réunions de politiques monétaires de la FED et de la BCE, les « forward guidance » des deux institutions s'accordent sur une fin du processus de relèvement de TD entamé depuis mars 2022 et juillet 2022 respectivement :

- **Aux États-Unis: « Une pause offensive »** En septembre 2023, la Fed décide d'une deuxième pause de sa politique restrictive après celle de juin 2023, mais annonce néanmoins une dernière hausse de TD avant la fin de son cycle de resserrement monétaire. Après 11 relèvements successifs de TD durant ces 18 derniers mois et une hausse cumulée de +525 PBS, la Fed s'apprête à maintenir stables ses niveaux actuels de TD avant un éventuel pivot de sa politique monétaire durant le S2-2024E ;
- **En Zone Euro: « Une hausse accommodante »** La BCE a poursuivi la hausse de son principal TD de +25 PBS en septembre 2023 pour la 10^{ème} fois successivement et ce, depuis juillet 2022 à 4,75% (un niveau jamais atteint depuis la création de la ZE en 1999). Néanmoins, face aux signes de contraction attendue du PIB en ZE à 0,7% en 2023E et en dépit d'une inflation plus élevée que la cible de 2,0%, la BCE pourrait maintenir stables ses TD aussi longtemps que nécessaire.

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



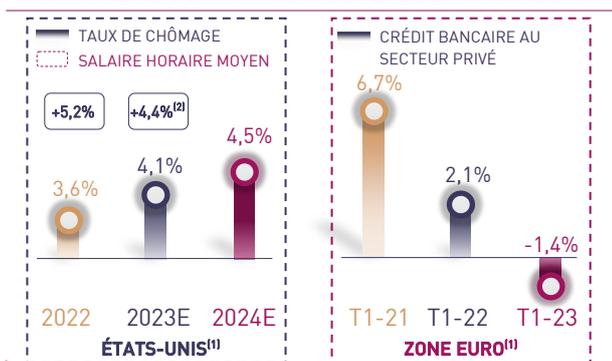
...JUSTIFIÉES PAR UN NET REFLUX DE L'INFLATION DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

Il faut dire que les deux institutions ont finalement pu obtenir les effets escomptés de la hausse de leur TD sur la maîtrise de l'inflation à travers ses deux origines « Demande » ou « Offre ». D'une part, la FED devrait arriver à ralentir le marché de l'emploi, soit un taux de chômage à 4,5% en 2024E et à diminuer le rythme de progression des salaires aux États-Unis. D'une autre part, la BCE a pu agir sur l'évolution des prix à travers le canal de la distribution des crédits bancaires en Zone Euro. Ces derniers ont affiché une baisse de -1,4% au T1-23 contre une progression de +6,0% au T1-21 et de +2,1% au T1-22.

À cet effet, l'orientation restrictive de la Fed et de la BCE a significativement pesé sur l'activité économique aux États-Unis et en Zone Euro. D'un côté, le « PMI composite » en ZE a décéléré à 46,7 à fin août 2023, soit sa plus forte contraction depuis novembre 2020 et son plus bas niveau depuis 33 mois. Aux États-Unis, cet indicateur est ressorti au bord de la zone de contraction durant la même période.

Nous avons pu assister à une inflexion de la tendance haussière des prix à l'international. Aux États-Unis, l'inflation a nettement reculé à 3,0% en juin 2023, soit 12 baisses successives depuis son pic de +9,1% en juin 2022, avant de repartir légèrement à la hausse durant les mois de juillet et d'août 2023. Pour sa part, la Zone Euro compte à son actif 10 mois de ralentissement successif de l'inflation, passant d'un plus haut de 10,6% en octobre 2022 à 5,2% en août dernier.

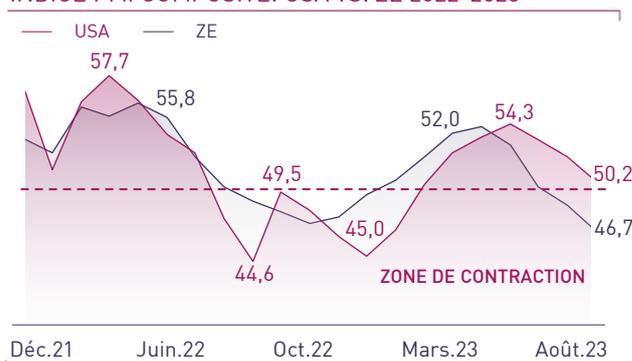
USA: MARCHÉ DE TRAVAIL & ZE: ÉVOLUTION CRÉDITS



(1) Dernières prévisions de la FED et de la BCE, septembre 2023

(2) Données arrêtées à fin août 2023

INDICE PMI COMPOSITE: USA VS. ZE 2022-2023



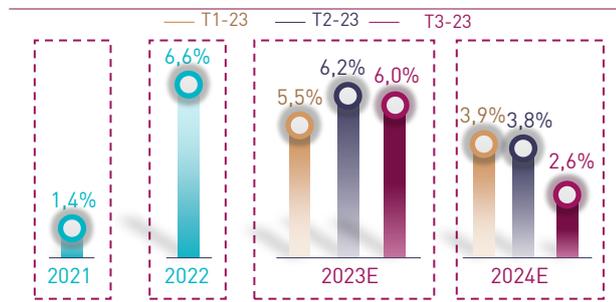
Sources : Sites officiels des Banques Centrales, FMI, Calculs & Estimations AGR

L'INFLATION ET SA COMPOSANTE SOUS JACENTE EN DESSOUS DE 3% À HORIZON 2024E

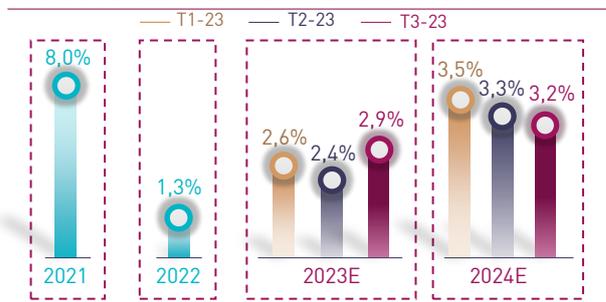
BAM revoit pour la 1^{ère} fois en 2023, ses prévisions d'inflation à la baisse à MT. L'IPC évoluerait de 6,0% en 2023E contre 6,2% initialement et 6,6% en 2022. À horizon 2024E, l'inflation pourrait revenir en dessous des 3,0% à 2,4%.

Dans l'attente d'une meilleure visibilité sur l'impact du séisme sur le PIB national, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse à 2,9% en 2023E. En 2024E, les retombées positives du plan d'investissement ambitieux de l'Etat de 120 MMDH, soit plus de 10% du PIB, porteraient la croissance à 3,2%.

MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



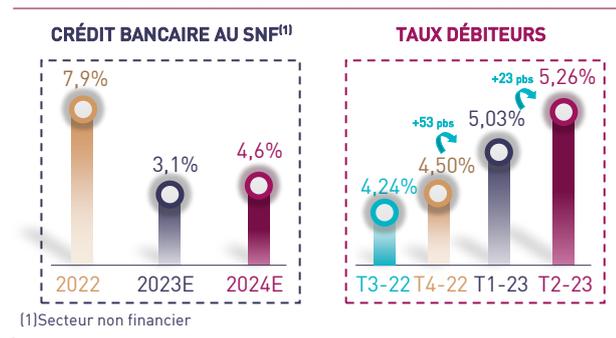
MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



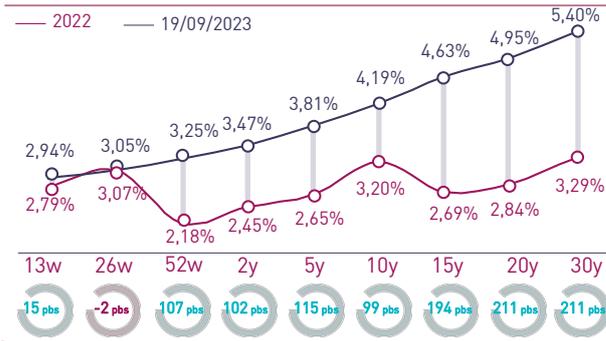
UNE TRANSMISSION TOUJOURS PARTIELLE DES RELÈVEMENTS DE TD VERS L'ÉCONOMIE RÉELLE

Les projections d'évolution des crédits bancaires au Maroc et des Taux débiteurs montrent une transmission partielle de la hausse du TD de +150 PBS vers l'économie réelle. Le TMP s'apprécie de +73 PBS au T2-23. La prévision de croissance des crédits bancaires a été revue à la baisse en 2023E à 3,1% contre 3,7% initialement. Pour leur part, les Taux obligataires primaires au Maroc ont complètement intégré les hausses successives du TD. Néanmoins, nous assistons à une légère atténuation des pressions haussières sur les Taux compte tenu de la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs depuis le S2-23. À l'origine, la baisse de l'inflation et la maîtrise du besoin de financement du Trésor sur le marché intérieur en marge de la sortie à l'international de 2,5MM\$.

MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



DES NIVEAUX DE RÉSERVES EN DEVICES RECORDS ATTENDUS À HORIZON 2024E

Tenant compte de la nouvelle stratégie de financement du Trésor orientée vers les financements extérieurs, de l'accord d'un prêt de 1,3 MM\$ du FMI et des perspectives positives des recettes en devises à MT, les AOR⁽¹⁾ devraient atteindre un record à plus de 360 MMDH en 2024E.

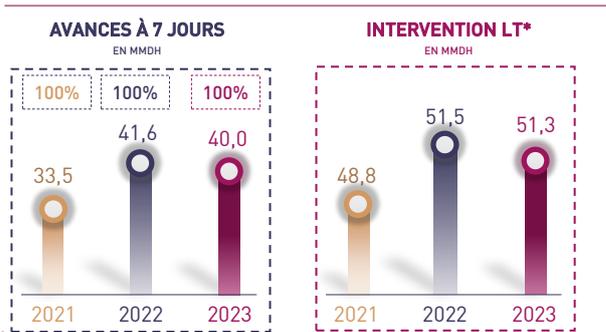
Néanmoins, l'appréciation de la circulation fiduciaire devrait porter les besoins en liquidité du système bancaire à 113 MMDH en 2024E. Face à ce besoin, la Banque Centrale continue de maintenir les TMP en ligne avec le TD en satisfaisant la totalité de la Demande des banques à travers ses injections de liquidité via les avances à 7 jours et ses instruments à plus LT.

DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



(1) Avoirs Officiels de Réserve.

INTERVENTION DE BAM : AVANCES À 7J VS. LT



*Inclut les prêts garantis, la pension livrée et les swap de change
Données arrêtées à fin septembre 2023

Sources : Bank Al-Maghrib, MEF, Salle des marchés AWB, Calculs & Estimations AGR

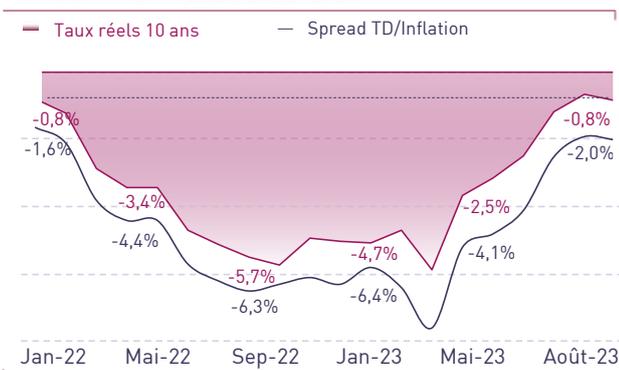
VERS UNE POURSUITE DE L'ORIENTATION ACCOMMODANTE DE BANK AL-MAGHRIB D'ICI FIN 2023E

Suite à l'abaissement des prévisions d'inflation en 2024E et tenant compte des besoins de financement importants pour la réhabilitation de la province d'Al Haouz, nous estimons que BAM pourrait garder inchangé son TD à 3% en 2023.

Par ailleurs, nous relevons deux arguments additionnels qui conforteraient notre scénario central de statu quo du TD en 2023:

- ⇒ **Une nette détente des pressions sur la rémunération de l'épargne nationale attendue dès 2024E.** Pour la 1^{ère} fois depuis décembre 2022, les prévisions d'inflation de BAM retombent en dessous du seuil des 3% en 2024E. Tenant compte d'un TD stable à 3% en 2023E, selon nos estimations, les taux réels au Maroc reviendraient en territoire positif à compter de 2024E, convergeant ainsi vers leur moyenne observée durant la dernière décennie ;
- ⇒ **Dissipation des tensions sur le Dirham en 2023.** En dépit des hausses cumulées de +525 PBS et +475 PBS des TD de la FED et de la BCE, le Dirham s'est apprécié face à son panier de devises de référence. Par conséquent, les parités USD/MAD et EUR/MAD affichent des baisses de -1,7% et -2,1% respectivement à la mi-septembre 2023. À l'origine, des conditions de liquidité confortables soutenues à la fois par: la montée en charge des flux export, un niveau record des arrivées touristiques et la bonne tenue des transferts MRE. La tendance baissière des spreads de liquidité s'est ainsi confirmée en 2023 et s'est fortement accentuée en juillet 2023, avec un passage en territoire négatif pour la 1^{ère} fois depuis 12 mois, avant de repartir à la hausse en septembre à +2,5%. Des niveaux en dessous de la bande de fluctuation supérieure du Dirham à +5%.

MAROC : TAUX RÉELS 2022-2023



USD/MAD : FIXING VS. SPREAD DE LIQUIDITÉ



Néanmoins, il nous semble important de mettre en avant les principaux risques qui entourent les perspectives d'inflation au Maroc :

- (1) **Politique budgétaire expansionniste à MT.** Face aux impératifs de soutien de la croissance économique au Maroc, l'effort budgétaire attendu en marge du programme de réhabilitation des régions d'Al Haouz de 120 MMDH, pourrait alimenter une forte « Demande publique » à MT ;
- (2) **« Sécheresse » et « Décompensation ».** L'évolution de l'inflation « alimentaire » qui représente près du 1/3 du panier consommateur marocain demeure étroitement liée à la campagne agricole nationale. Le Maroc vient de subir deux années consécutives de sécheresse et compte un important déficit pluviométrique. Par ailleurs, la décompensation des produits subventionnés prévue à MT devrait soutenir les tensions haussières sur les prix ;
- (3) **Prix énergétiques à l'international.** En tant qu'importateur net de produits énergétiques, la hausse continue du cours du baril depuis septembre pourrait induire une nouvelle vague inflationniste « importée ». En effet, le prix du Brent s'est apprécié de +14%, franchissant les 90 \$/bbl à compter de septembre 2023. À l'origine, la décision de la Russie et de l'Arabie Saoudite de réduire le niveau de l'Offre pétrolière mondiale sur le MT.

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.

