



TAHA JAIDI
Directeur Stratégie



Suivez nous sur LinkedIn

Maroc : Le nouveau Cercle Vertueux de la Résilience

À l'occasion de cette édition de l'AGR House View, nous nous sommes penchés sur le nouveau cercle vertueux de la résilience sur lequel le Maroc devrait s'appuyer pour achever ses objectifs stratégiques de développement.

En effet, l'expérience post-Covid révèle que la résilience peut aussi déclencher des cycles vertueux au profit de certains profils de pays.

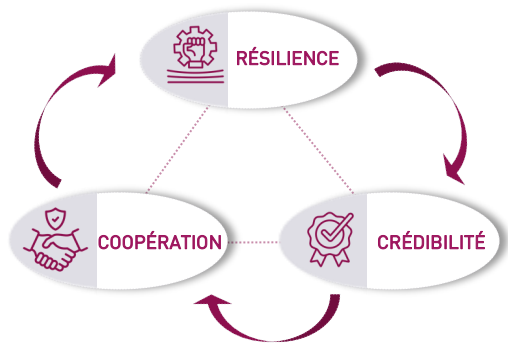
- | | | |
|--|---|--|
| <p>1 LA RÉSILIENCE AVÉRÉE DE L'ÉCONOMIE ...</p> <p><i>La capacité du Maroc à absorber les chocs exogènes devient un avantage compétitif de taille et un critère crucial dans le processus de prise de décision des investisseurs.</i></p> | <p>2 ... LA SOLIDE CRÉDIBILITÉ À L'INTERNATIONAL ...</p> <p><i>La qualité de gestion des différentes crises a permis au Maroc d'améliorer son capital confiance au sein de la communauté internationale.</i></p> | <p>3 ... OFFRENT AU MAROC DE BELLES OPPORTUNITÉS</p> <p><i>Fort de sa résilience et de sa crédibilité à l'échelle internationale, le Maroc est bien positionné pour tirer profit de la coopération bilatérale et régionale.</i></p> |
|--|---|--|

En février 2023, j'ai eu l'occasion d'échanger avec Suman Modwel, professeur émérite à l'école des Ponts Business School. À cette date, Suman m'a posé trois questions relatives à l'économie marocaine :

- Quel est le taux de croissance du PIB ? Le consensus des prévisions était inférieur à 2,0% pour 2023E ;
- Quel est le niveau d'inflation ? À cette date, le Maroc affichait un pic à plus de 10,0% ;
- Quel est le taux de chômage ? Les derniers chiffres affichaient un niveau élevé de 12,0%.

Sur la base de ces indicateurs, la réaction de Suman était : « ... et vous êtes toujours vivant ? ». Certes, la réponse de Suman était *ironique*, mais à la fois très révélatrice. Celle-ci met en avant un atout essentiel de l'économie marocaine. Il s'agit de sa capacité à absorber les chocs exogènes dans un environnement où la succession des crises est quasi-permanente depuis 2020.

Grâce à sa **résilience** qui devient aujourd'hui un critère crucial dans le processus de prise de décision des investisseurs, le Maroc améliore considérablement sa **crédibilité** au sein de la communauté internationale. Il s'agit d'un positionnement stratégique, lui permettant de saisir les opportunités offertes par les différents modèles de **coopération**. C'est ce que nous appelons le **Cercle Vertueux de la Résilience**.



Les bonnes performances des indicateurs extérieurs sont le fruit des stratégies sectorielles du Royaume.

Le Maroc surperforme le continent africain en termes du couple « devise/équilibres budgétaires ».

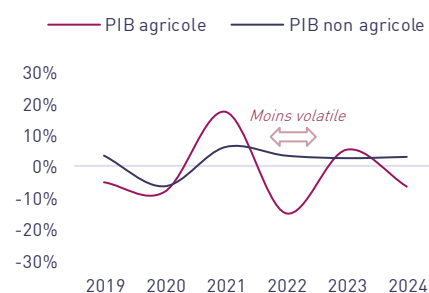
UNE RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE AVÉRÉE FACE À LA SUCCESSION DES CHOCS EXOGÈNES

Le terme *résilience* résume parfaitement le comportement de l'économie marocaine durant les dernières années. Cette capacité à absorber les chocs exogènes dans un environnement marqué par la succession des crises, devient un véritable avantage compétitif des économies à l'échelle internationale :

- Depuis la crise Covid, l'économie marocaine affiche un redressement certes modeste mais continu, passant de 1,3% en 2022 à 3,2% en 2024E. Il est intéressant de souligner la montée en charge de la composante non-agricole dont le profil de croissance est moins volatile. Cette configuration permet au Maroc de mieux absorber les chocs de sécheresse comparativement aux années passées ;
- Grâce aux stratégies sectorielles déployées durant la dernière décennie, à l'image de l'Automobile, du Phosphate, du Tourisme, des Opérations Marhaba..., nous relevons une orientation favorable des indicateurs extérieurs du Maroc comparativement aux niveaux pré-Covid. Des performances qui ont porté les réserves de change à un record de 359 MMDH en 2023.

LA CROISSANCE EST SOUTENUE PAR LA FAIBLE VOLATILITÉ DE LA COMPOSANTE NON-AGRICOLE

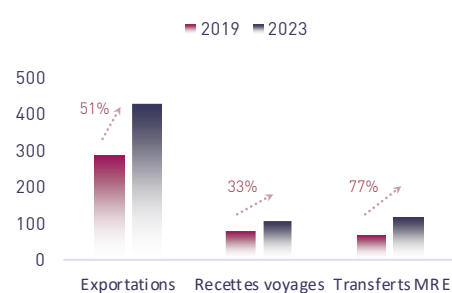
Évolution du PIB agricole et non-agricole 2019-2024E



Sources: HCP, BAM, Calculs AGR

LES INDICATEURS EXTÉRIEURS AFFICHENT DES PERFORMANCES REMARQUABLES

Exportations, Recettes voyages, Transferts MRE (MMDH)

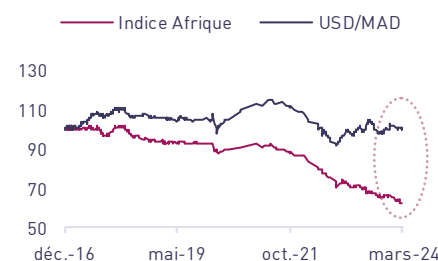


Sources: Office des changes, Calculs AGR

- Les performances solides des indicateurs extérieurs du Maroc ont soutenu la liquidité du Dirham. En 2023, le MAD demeure quasi-stable par rapport au Dollar contre des dépréciations allant de -18% à -52% pour le Kenya, le Nigéria, le Ghana, l'Égypte ou encore la Turquie. Une situation qui contribue aux reflux des tensions inflationnistes au Maroc avec des prévisions rassurantes de 2,4% durant la période 2024E-2025E contre 6,1% en 2023 ;
- Le Maroc a pu préserver ses équilibres budgétaires et ce, malgré l'augmentation des dépenses publiques de 32% entre 2019 et 2023. Celles-ci ont été portées à la fois par l'effort d'investissement, le soutien du pouvoir d'achat des ménages, la gestion des différentes crises et le déploiement du projet de l'Etat social. Grâce au levier fiscal et aux financements innovants, le déficit budgétaire et le taux d'endettement demeurent maîtrisables en 2024E à 4,0% et à 70% du PIB respectivement.

UNE RÉSILIENCE VISIBLE DU DIRHAM PERMETTANT D'AMORTIR LE CHOC INFLATIONNISTE

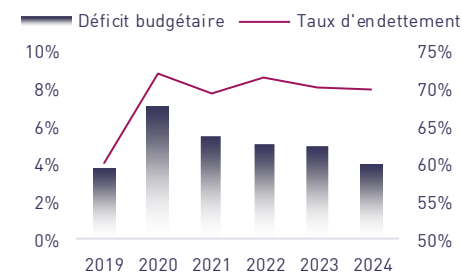
Parité USD/MAD Vs. Indice devises Afrique (base 100)



Sources: Calculs AGR, Bloomberg

MAÎTRISE DES ÉQUILIBRES BUDGÉTAIRES MALGRÉ LE POIDS DES DÉPENSES PUBLIQUES

Déficit budgétaire Vs. Taux d'endettement public



Sources: Ministère des finances, BAM, Calculs AGR

Face à la crise sanitaire, le Maroc a priorisé la santé des citoyens à travers une période de confinement strict et assez long de trois mois.

Le séisme d'Al-Haouz du 8 septembre 2023, a causé 3.000 décès et plus de 50.000 foyers détruits.

L'indépendance avérée de Bank Al-Maghrib a permis un meilleur contrôle de l'inflation au Maroc.

UNE CRÉDIBILITÉ CONFIRMÉE SUR LE TERRAIN...

L'avènement des différentes crises a finalement été une occasion pour le Maroc de renforcer à la fois sa crédibilité et son capital confiance à l'échelle internationale. Concrètement, il s'agit de la qualité de gestion de la crise sanitaire, des catastrophes naturelles et du choc inflationniste :

- Une forte réactivité et une grande responsabilité face à la crise sanitaire. Nous relevons : L'adoption de l'une des plus longues périodes de confinement à travers le Monde, la mise en production de 5 Mn de doses de vaccin par mois, le déploiement de l'un des plus ambitieux plans de relance en Afrique et la solidarité de la société civile à travers un fonds d'entraide de plus de 35 MMDH ;
- Une gestion exemplaire du séisme qui a frappé la région d'Al-Haouz en septembre 2023, à travers un plan structuré en trois phases: (1) Aides d'urgence aux victimes grâce au déploiement efficace de l'armée, (2) Soutien financier aux victimes (30 KDH par personne et 140 KDH par foyer) et par la suite, (3) Le déploiement d'un plan de réhabilitation ambitieux de la région de 120 MMDH sur 5 ans ;

UNE GESTION EFFICACE DE LA CRISE SANITAIRE DU COVID-19

Mobilisation générale des différentes parties prenantes



Source: Estimation AGR

UNE GESTION EXEMPLAIRE DU PIRE SÉISME DANS L'HISTOIRE RÉCENTE DU ROYAUME

Un plan structuré en trois étapes majeures

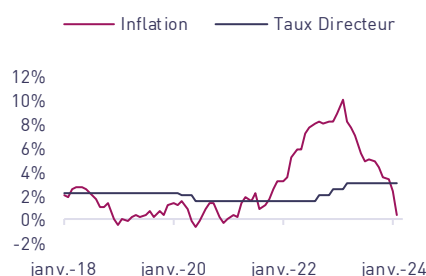


Source: Estimation AGR

- Une politique monétaire efficace pour contrer la plus forte spirale inflationniste durant les quatre dernières décennies. Fort de son indépendance, Bank Al-Maghrib a relevé son Taux Directeur de 1,5 à 3,0% entre septembre 2022 et mars 2023 tout en assurant les besoins de liquidité du marché financier. Une orientation qui était en cohérence avec les politiques des grandes banques centrales ;
- Des actions gouvernementales ciblées visant à maîtriser l'inflation via la composante Offre. En effet, un soutien de la Demande risquait d'alimenter la tendance haussière des prix. Les subventions ont concerné les activités stratégiques telles que le transport, l'agriculture, le gaz et l'électricité dont 60% est produite à base du charbon.

DES DÉCISIONS MONÉTAIRES JUDICIEUSES FACE AU CHOC INFLATIONNISTE

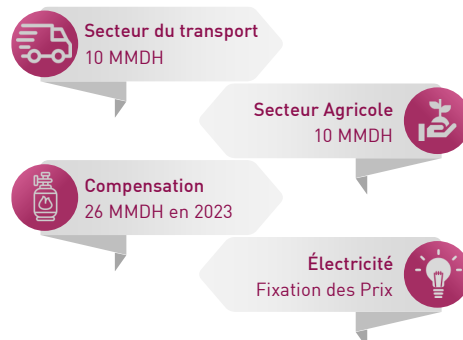
Évolution de l'inflation glissante Vs. TD de BAM



Sources: BAM, Calculs AGR

DES ACTIONS GOUVERNEMENTALES ADÉQUATES POUR MAÎTRISER LA COMPOSANTE OFFRE

Programmes de soutien aux secteurs stratégiques



Source: Estimation AGR

L'amélioration du capital confiance du Maroc se reflète sur la qualité de sa relation avec les instances internationales.

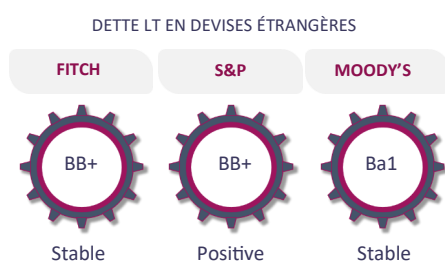
... ET RECONNUE À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

La capacité du Maroc à gérer les différentes crises tout en assurant ses équilibres budgétaires a impacté positivement son *capital confiance* à l'échelle mondiale. Cette confiance pourrait être évaluée à travers les notations souveraines, le niveau d'accessibilité aux bailleurs de fonds et les conditions de financement :

- Après la préservation de ses notations souveraines au cours des dernières années, l'agence S&P a rehaussé de « stable » à « positive » la perspective des notes « BB+/B » du Royaume en mars 2024. Une révision qui vient couronner la résilience du Maroc face aux chocs exogènes ainsi que ses efforts de réformes socio-économiques et budgétaires ;
- La sortie du Maroc de la liste grise du « Gafi » a permis l'octroi par le FMI en avril 2023 d'une Ligne de Crédit Modulaire (LCM) de 5 MM\$. Il s'agit d'un matelas de sécurité du Royaume contre les chocs exogènes mais aussi, un signal de confiance à l'égard des bailleurs de fonds et des investisseurs ;

DES NOTATIONS FINANCIÈRES STABLES EN FAVEUR DE LA CRÉDIBILITÉ DU MAROC

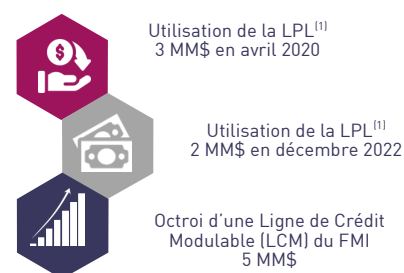
Notation de la Dette Long Terme du Maroc



Sources: Calculs AGR, Bloomberg

UN SIGNAL DE CONFIANCE FORT ÉMIS PAR LE FMI À L'ÉGARD DU MAROC

Différentes lignes de crédits activées par le FMI



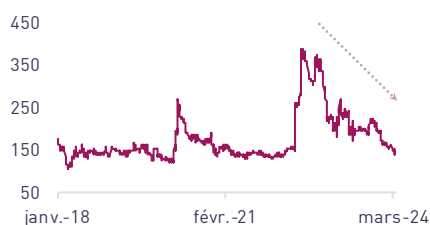
Source : BAM

Le Maroc bénéficie des conditions attractives de financement sur le marché international.

- La confiance avérée des agences de notation et des institutions financières se reflète clairement sur les niveaux de la prime de risque adossés au Maroc. Il s'agit d'un CDS⁽²⁾ 10 ans en nette amélioration, passant de 380 PBS en juillet 2022 à 150 PBS actuellement ;
- Les conditions de financement du Maroc demeurent nettement plus avantageuses comparativement aux pays émergents. À titre d'exemple, l'Égypte, le Brésil ou encore la Turquie affichent des primes de risque allant de 230 à 618 PBS sur une maturité de 10 ans.

UNE NETTE AMÉLIORATION DE LA PRIME DE RISQUE DU MAROC SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL

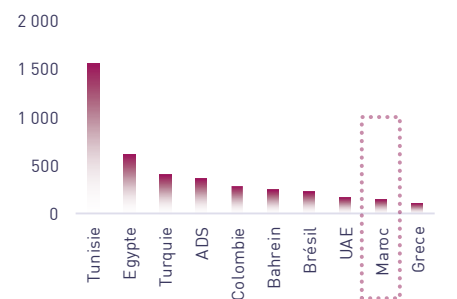
Évolution du CDS 10 ans du Maroc depuis 2018 (En PBS)



Sources: Calculs AGR, Bloomberg

DES CONDITIONS DE FINANCEMENT RELATIVEMENT AVANTAGEUSES À L'INTERNATIONAL

Comparatif des CDS 10 ans des pays comparables (En PBS)



Sources: Calculs AGR, Bloomberg

(1) LPL: Ligne de Précaution et de Liquidité (2) CDS: Credit default swap, prime de risque ou spread de crédit

Grâce à sa résilience et à sa crédibilité, le Maroc sera davantage sollicité pour nouer de nouveaux modèles de partenariats.

La ZLECAF est l'une des plus grandes opportunités qui s'offre aux sociétés basées en Afrique durant la prochaine décennie.

LA COOPÉRATION INTERNATIONALE, UN ACCÉLÉRATEUR DE DÉVELOPPEMENT DU MAROC

Dans un environnement où la succession des crises est quasi-permanente, les pays semblent de plus en plus conscients qu'il est difficile d'agir seul. Face aux nombreux défis économiques, environnementaux, sociaux et sécuritaires, la coopération internationale devient une priorité. L'objectif étant de renforcer la résilience des pays tout en assurant un développement soutenable de leur économie sur le LT.

Fort de sa résilience et de sa crédibilité à l'échelle internationale, le Maroc est bien positionné pour tirer profit de ce levier de développement. Au cours de la prochaine décennie, nous relevons deux coopérations stratégiques en faveur du Royaume. Il s'agit :

- Du partenariat « **Maroc-Émirats Arabes Unis** » qui vise le financement de projets structurants ayant un impact positif au sein de l'espace africain. Nous citons, la LGV Kénitra-Marrakech, l'Aéroport de Dakhla Hub, les ports mondiaux de Nador West Med et de Dakhla Atlantique, le Gazoduc Maroc-Nigéria, les barrages hydro-électriques, la production de l'hydrogène vert, les projets dédiés à la sécurité alimentaire en partenariat avec le Groupe OCP ... ;
- De la Zone de « **Libre-Échange Continentale Africaine** », la ZLECAF, qui constitue l'une des plus grandes opportunités de croissance qui s'offre aux entreprises basées en Afrique durant la prochaine décennie. Un projet ambitieux qui va permettre l'émergence de la plus vaste zone de libre échange au Monde, soit : 48 pays africains, un marché de 1,3 milliards d'habitants et un PIB de 3,5 Trillion \$.

Avec une contribution de seulement 2,7% à la production mondiale, l'intégration des économies africaines permettrait une reconfiguration de la participation de l'Afrique à la chaîne de valeur mondiale et ce, en comparaison à l'Amérique latine (26%) ou encore à l'Asie (42%). Le consensus des prévisions anticipe un doublement du PIB africain à plus de 7,0 Trillion \$ à horizon 2050 sous l'impulsion de la ZLECAF.

La position géostratégique du Maroc serait cruciale pour catalyser les échanges commerciaux entre le continent africain et l'Europe et par conséquent, capter une bonne partie de cette nouvelle dynamique de croissance. Dans cette perspective, l'initiative Royale qui consiste à favoriser l'accès des Etats du Sahel à l'Océan Atlantique, offre de grandes opportunités de coopération économique au sein de la Région.

LE PARTENARIAT MAROC-EAU PERMETTRAIT UNE ACCÉLÉRATION DES PROJETS STRUCTURANTS

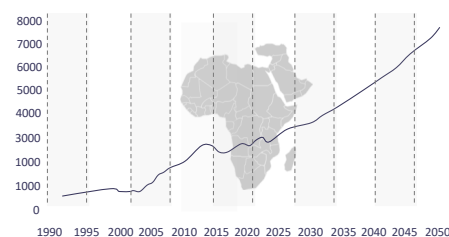
Principaux domaines d'intervention de ce partenariat



Source: Communiqué partenariat MAROC-EAU

LA ZLECAF PERMETTRAIT UNE FORTE IMPULSION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DE L'AFRIQUE

PIB africain sous l'impulsion de la ZLECAF en 2050 (MM\$)



Source: Consensus des prévisions ZLECAF 2023

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

SENIOR 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

Ulderice 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 / Activités de Marché / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+225 20 21 98 26
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

SDM-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

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.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

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

Activités de marchés

FAMILY OFFICE - CASA 1

Sara Lemtouni
s.lemtouni@attijariwafa.com

CASABLANCA CENTRE 1

Nezha El Jai
n.eljai@attijariwafa.com

RABAT - SALÉ - KENITRA

Khaoula Lekhlit
k.lekhlit@attijariwafa.com

TANGER - TÉTOUAN

Yassir Ben Keddour
b.yassir@attijariwafa.com

INTERNATIONAL

Adil Smires
a.smires@attijariwafa.com

FAMILY OFFICE - CASA 2

Myriam Jakani
m.jakani@attijariwafa.com

CASABLANCA CENTRE 2

Youssef Ben Barka
y.benbarka@attijariwafa.com

MARRAKECH - TAFILALET

Salwa Chalabi
s.chalabi@attijariwafa.com

ORIENTAL

Amine Lqebbab
A.lqebbab@attijariwafa.com

SIÈGE BANQUE PRIVÉE

2, Bd My Youssef - Casablanca
mabanqueprivée@attijariwafa.com

FAMILY OFFICE - CASA 3

Abdelaziz Selkane
a.selkane@attijariwafa.com

CASABLANCA EXTENSION

Najib Naili
n.naili@attijariwafa.com

FÈS - MEKNÈS

Sanae Belkadi
sa.belkadi@attijariwafa.com

SOUSS - MASSA - SAHARA

Mohamed Harguil
n.eljai@attijariwafa.com

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 de 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.

