

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Politique Monétaire 2025

BANK AL-MAGHRIB : UNE PAUSE MONÉTAIRE PROLONGÉE DANS L'ATTENTE D'UNE MEILLEURE VISIBILITÉ

- 02 | Bank al-Maghrib : un Statu Quo du TD attendu par les investisseurs
- 03 | Des politiques monétaires souples qui confirment le cap accommodant à l'international
- 04 | BAM maintient globalement ses prévisions de croissance et d'inflation en 2025E



Attijari
Global Research

| TAUX DIRECTEUR |

	<i>Statu Quo</i>
T3-25	2,25%
T2-25	2,25%

| RÉSERVE OBLIGATOIRE |

	<i>Inchangée</i>
T3-25	0%
T2-25	0%

| CROISSANCE 2025E |

	<i>Inchangée</i>
Nouvelle	+4,6%
Précédente	+4,6%

| INFLATION 2025E |

	<i>Inchangée</i>
Nouvelle	1,0%
Précédente	1,0%

BANK AL-MAGHRIB : UN STATU QUO DU TD ATTENDU PAR LES INVESTISSEURS

Bank Al-Maghrif décide de maintenir inchangé son TD à 2,25% lors de sa 3^{ème} réunion de politique monétaire de l'année 2025 et ce, en ligne avec le consensus du marché [Cf. *Sondage Taux Directeur Septembre 2025*]. Il s'agit du 2^{ème} statu quo consécutif après une 1^{ère} baisse de -25 PBS en mars 2025, et un repli cumulé du TD de -75 PBS depuis le début du cycle accommodant de BAM en juin 2024.

Rappelons que BAM a ramené son TD d'un plus bas historique de 1,5% en août 2022 à un plus haut historique de 3% à compter de mars 2023 avant de démarrer son pivot monétaire en juin 2024 pour le stabiliser à 2,25% depuis mars 2025 et ce, dans un contexte de désinflation. En effet, les prix à la consommation poursuivent leur détente à +0,3% en août 2025 bien en dessous de l'objectif de stabilité des prix fixé à 2%. De plus, l'inflation sous-jacente confirme à son tour cette tendance baissière en se situant en dessous des 1% à 0,7% durant la même période.

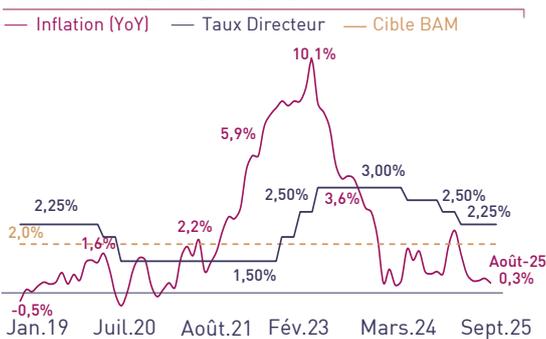
Lamyae Oudghiri

Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

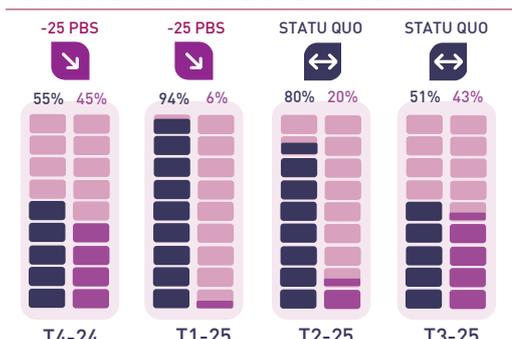
Meryeme Hadi

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

MAROC : INFLATION VS. TD



MAROC : ÉVOLUTION DU TD VS. SONDAGE TD



Sur la base de notre analyse, nous relevons plusieurs facteurs qui justifieraient la décision de statu quo du TD de Bank Al-Maghrif en septembre 2025. Il s'agit de :

- La robustesse de l'économie marocaine.** Celle-ci demeure soutenue par l'impulsion des dépenses publiques principalement dans les infrastructures et du redressement de la composante agricole à plus de 41 MQx en lien avec les dernières précipitations. Ainsi, la croissance du PIB devrait rebondir à 4,6% en 2025E contre 3,8% en 2024. Une situation économique solide ne nécessitant pas d'actions immédiates de la part de BAM ;
- Le manque de visibilité à l'international.** L'institution suit de près les risques qui entourent les prévisions économiques, en l'occurrence l'inflation et la croissance. En effet, dans un environnement international perturbé marqué par un degré d'incertitude élevé à la fois en Europe et au Moyen-Orient, une volatilité de la politique commerciale américaine et une fragilité de la croissance des partenaires économiques, BAM adopte une position « prudente » en optant pour le statu quo.

AVIS D'EXPERT

Tenant compte des anticipations inflationnistes maîtrisées en dessous de 2% à MT permettant aux taux réels de se maintenir en territoire positif et des impératifs de soutien du super-cycle d'investissement au Maroc, BAM serait en mesure de marquer davantage son soutien à l'économie nationale à compter de décembre 2025.

Dans un contexte où les effets des tarifs douaniers instaurés par l'administration américaine devraient rester passagers sur l'inflation mondiale, le soutien de la Demande intérieure et du marché de l'emploi revient au devant de la scène mondiale. Dans ces conditions, la FED devrait rattraper son retard vis-à-vis de la BCE et entamer une nouvelle phase d'assouplissement monétaire durant la période 25E-26E.

Au final, nous croyons que BAM possède toujours une marge de manœuvre pour procéder à une nouvelle baisse de son TD lors de son dernier comité de politique monétaire de l'année 2025.

Sources : Bank Al-Maghrif, HCP, Sites officiels des Banques Centrales, Calculs & Estimations AGR

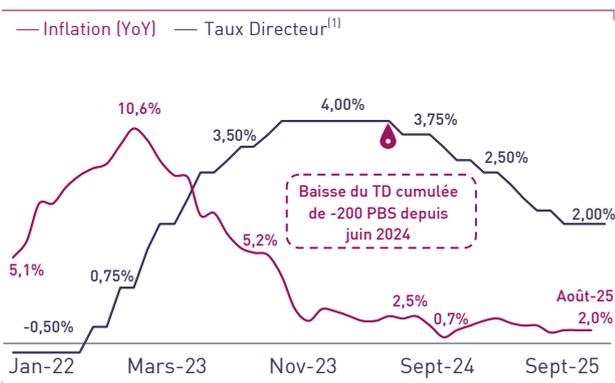
DES POLITIQUES MONÉTAIRES SOUPLES QUI CONFIRMENT LE CAP ACCOMMODANT À L'INTERNATIONAL

DES PRÉVISIONS D'INFLATION ET DE CROISSANCE EN FAVEUR DE LA BAISSSE DES TAUX EN ZONE EURO

La BCE a gardé son TD stable au T3-25, et ce après avoir réduit ses taux d'intérêt à 8 reprises depuis juin 2024, avec une baisse cumulée de -200 PBS, ramenant le taux de dépôt à 2,0%. Il s'agit d'un cycle de détente monétaire prudent après deux ans d'une politique restrictive destinée à contenir les pressions inflationnistes. En effet, cette orientation reflète principalement une amélioration de l'inflation en ZE. Celle-ci devrait s'établir en moyenne à 2,1% en 2025E, avant de ralentir vers 1,7% en 2026E, puis de converger à 1,9% en 2027E en ligne avec l'objectif de stabilité des prix selon les projections de la BCE. Parallèlement, le marché du travail demeure robuste, avec un chômage autour de 6,3% en juillet 2025 contre 6,2% auparavant, proche de ses plus bas historiques, constituant ainsi un soutien à la Demande domestique et à la croissance.

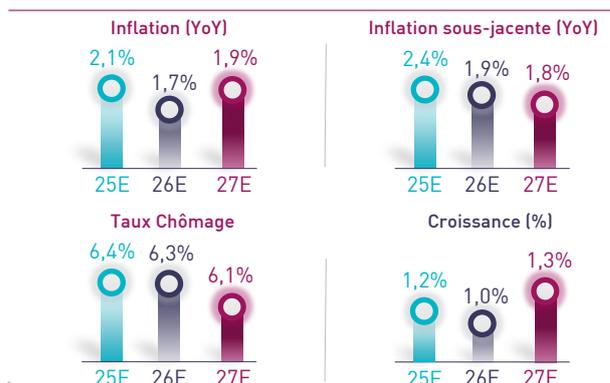
Les perspectives demeurent néanmoins contrastées. D'un côté, la décélération de l'inflation sous-jacente et la modération attendue des salaires sous 3% à l'horizon 2026E-2027E ouvrent la voie à de nouvelles baisses de taux si la dynamique désinflationniste se confirme. Ce soutien monétaire s'avère nécessaire pour une reprise de la Demande en Europe, en nette perte de vitesse par rapport aux USA. D'un autre côté, la BCE devrait composer avec les risques exogènes liés à l'évolution des prix de l'énergie, aux tensions commerciales et aux divergences économiques entre États membres.

ZE : ÉVOLUTION DE L'INFLATION VS. TAUX DIRECTEUR BCE



(1) Taux de dépôt au jour le jour de la BCE.

ZE : PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE LA BCE (SEPT 25)



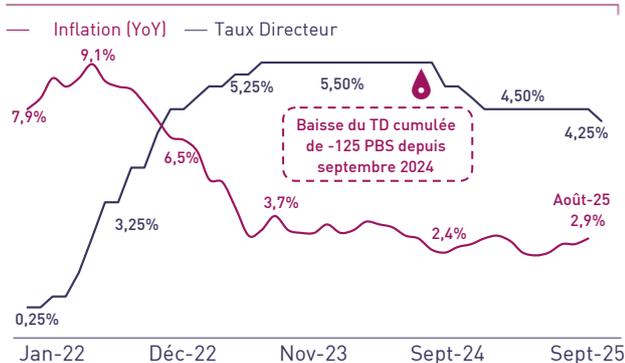
LA FED ENTAME UN RATTRAPAGE DE SON CYCLE D'ASSOULPISSEMENT MONÉTAIRE EN 2025

La FED a décidé lors de sa dernière réunion de politique monétaire du FOMC après 5 pauses successives de finalement baisser son TD de -25 PBS le portant dans une fourchette oscillant entre [4,00% - 4,25%], et ce après avoir atteint [5,25% - 5,50%] en juillet 2023, soit son plus haut niveau depuis 20 ans. Rappelons que la FED avait déjà entamé un cycle d'assouplissement monétaire en 2024, avec 3 baisses de TD cumulées de -100 PBS. À l'origine de cette orientation, une stabilité apparente de l'inflation et une nette fragilité du marché de l'emploi américain marqué par un net ralentissement des créations d'emplois.

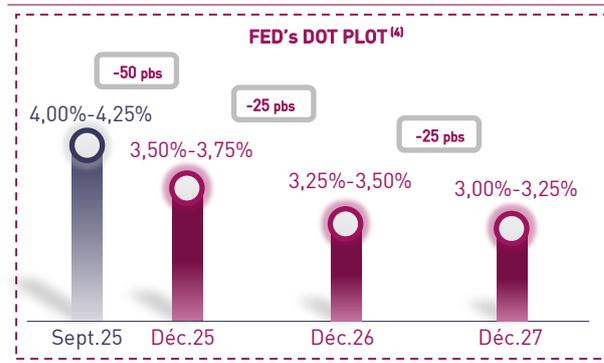
En effet, alors que la stabilité des prix, première priorité de la FED, ne semble pas être menacée par les nouveaux tarifs douaniers de Trump à MT, son deuxième mandat « plein emploi » quant à lui, est mis à rude épreuve. Plusieurs signes montrent une forte perte de vitesse du marché du travail avec un taux de chômage qui a augmenté à 4,3% en août 2025 au lieu de 4,2% précédemment. D'une part, l'économie américaine a détruit près de 13.000 emplois en juin 2025, une 1^{ère} depuis 2020. D'une autre part, les créations d'emplois non agricoles sont ressorties à +22.000 en août 2025 bien en dessous des attentes autour de [75.000-150.000] créations.

Face à ce ralentissement, la FED pourrait poursuivre son assouplissement monétaire d'ici la fin de l'année, avec des anticipations de deux nouvelles baisses de TD de -25 PBS chacune afin de soutenir l'emploi et par ricochet la consommation qui contribue à plus de 70% dans la croissance américaine. Tenant compte de ce nouveau cycle accommodant aux Etats-Unis, la FED a révisé à la hausse ses perspectives de croissance à 1,6% au lieu de 1,4% en 2026E et à 1,8% au lieu de 1,6% en 2027E. Rappelons que le taux monétaire neutre, considéré ni stimulant ni restrictif pour l'économie, est estimé aux USA autour de 3,5% à 3,7% sur le MT.

USA : ÉVOLUTION DE L'INFLATION VS. TD 22-25



PRÉVISIONS DES FED FUNDS EN 2025E-2027E



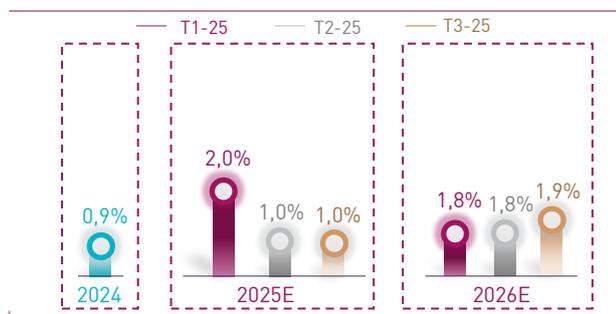
(4) Évaluation par les participants du FOMC de la politique monétaire appropriée - Septembre 2025

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

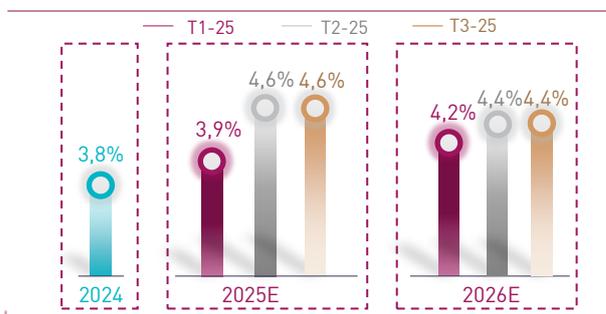
BAM MAINTIENT GLOBALEMENT SES PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION EN 2025E

Confortée par une inflation alimentaire maîtrisée en raison de l'amélioration des conditions climatiques et de la nette détente des prix énergétiques à l'international, l'inflation devrait s'établir à 1% en 2025E avant de rebondir vers les 1,9% en 2026E. Ces niveaux demeurent en dessous de l'objectif de stabilité de BAM fixé à 2%. Par ailleurs, la croissance devrait s'établir à 4,4% en 2026E après 4,6% attendu en 2025E, sous l'hypothèse d'une légère amélioration de la campagne agricole à 50 MQx contre un niveau de 41 MQx une année auparavant.

MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



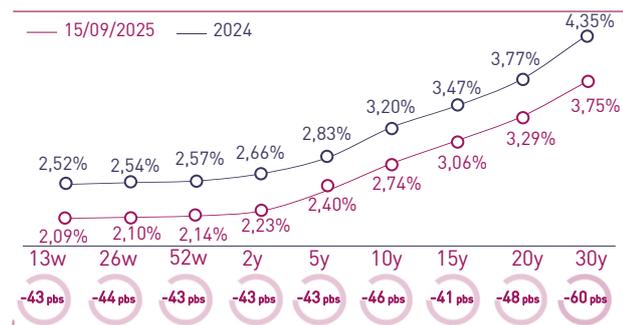
MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



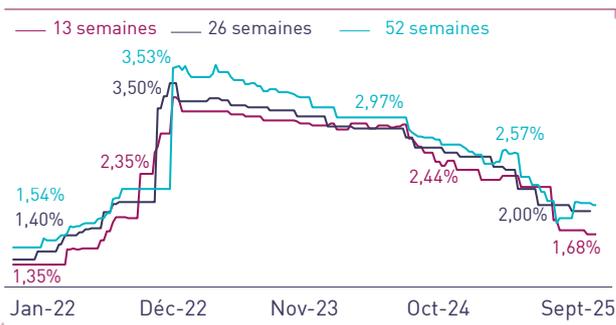
LES ANTICIPATIONS D'UNE POURSUITE DE LA BAISSÉ DU TD SE REFLÈTENT SUR LA DYNAMIQUE DES TAUX

Les conditions de financement du Trésor demeurent favorables en 2025, portées par la détente des taux obligataires. Le mouvement d'aplatissement de la courbe s'est poursuivi durant le T3-2025 reflétant les anticipations des investisseurs quant à une trajectoire de politique monétaire plus accommodante durant les prochains trimestres. Les maturités courtes ont continué de s'ajuster à la baisse en ligne avec les attentes de baisse du TD. Les taux longs devraient se stabiliser face à la nécessité de financer les besoins structurels du Trésor. Cette dynamique résulte : (1) d'un reflux des tensions inflationnistes améliorant la visibilité des investisseurs et réduisant leurs exigences de rentabilité et (2) d'une gestion prudente de l'Offre du Trésor en BDT avec un recours équilibré entre financement intérieur et extérieur dans un contexte de maîtrise budgétaire.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



MAROC : ÉVOLUTION DES TAUX PRIMAIRES CT

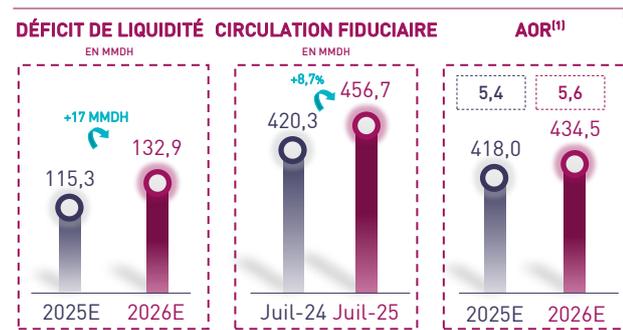


BANK AL-MAGHRIB ACCORDE UN INTÉRÊT PARTICULIER AU FINANCEMENT DES TPME

Les conditions de financement de l'économie réelle demeurent stables soutenues par l'appui de Bank Al-Maghrif. En effet, l'institution assure une satisfaction totale du besoin du secteur bancaire lors des opérations principales d'injection de liquidité. La poursuite du programme ciblé pour la TPME contribue à la diffusion de cette dynamique favorable. Les Taux débiteurs continuent d'intégrer la baisse cumulée du TD de -75 PBS depuis juin 2024 se repliant de -59 PBS depuis le début de la baisse du TD. Les crédits bancaires⁽²⁾ afficheront une progression favorable, à +5,9% respectivement en 2025E et en 2026E.

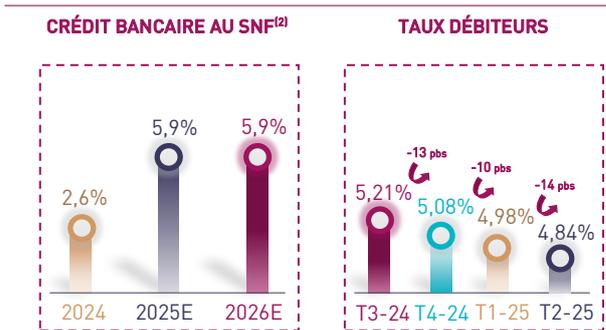
Le déficit de liquidité reste important en lien avec la hausse de la circulation fiduciaire. Pour leur part, les avoirs officiels de réserves maintiennent une bonne dynamique à des niveaux records en 2025E à plus de 410 MMDH et devraient frôler les 435 MMDH en 2026E.

MAROC : AGRÉGATS MONÉTAIRES 2025E-2026E



(1) Avoirs Officiels de Réserve en MMDH et en mois d'importation de B&S

MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



(2) Secteur non financier

Sources : Bank Al-Maghrif, 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

DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

SENIOR MANAGER

Maria Iraqi
+212 5 29 03 68 01
m.iraqi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST

Anass Drif
+212 5 22 49 14 82
a.drif@attijari.ma
Casablanca

ANALYST UEMOA

Oussama Boutabaa
+212 5 22 49 14 82
o.boutabaa@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@attijarisecurities.com
Douala

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 29 03 68 21
s.mohcine@attijari.ma

Mehdi Benckroun
+212 5 29 03 68 14
m.benckroun@attijari.ma

AIS- MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 28 28 28
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.tn

CEMAC - CAMEROUN

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

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Fitali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfitali@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

EUROPE

Youssef Hansali
+33 1 81 69 79 45
y.hansali@attijariwafa.net

ÉGYPTE

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

TUNISIE

Mehdi Belhabib
+216 71 80 29 22
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda
+971 50 560 8865
sreda@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon)
+241 60 18 60 02
atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun)
+237 67 27 34 367
e.nomo@attijarisecurities.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 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 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.

