

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL
Politique Monétaire 2025

BANK AL-MAGHRIB : UN STATUQUO PROLONGÉ DANS UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE ROBUSTE

02 | Bank Al-Maghrib : un statu quo du TD au T4-25 largement anticipé par les investisseurs

03 | L'assouplissement monétaire à l'international amorcé par la FED se poursuit

04 | BAM révise à la hausse ses prévisions de croissance et d'inflation

05 | Baisse du TD en 2026E..., un scénario toujours d'actualité



Attijari
Global Research

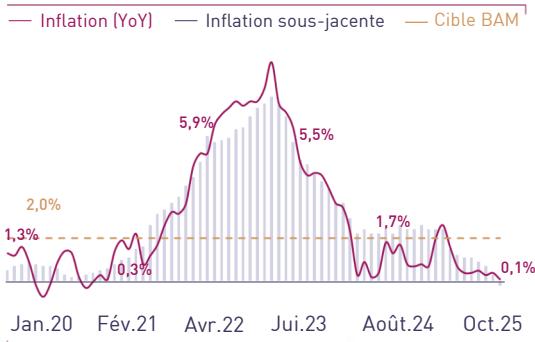
TAUX DIRECTEUR		RÉSERVE OBLIGATOIRE		CROISSANCE 2025E		INFLATION 2025E	
	<i>Statu Quo</i>		<i>Inchangée</i>		+40 PBS		- 20 PBS
T4-25	2,25%	T4-25	0%	Nouvelle	+5,0%	Nouvelle	0,8%
T3-25	2,25%	T3-25	0%	Précédente	+4,6%	Précédente	1,0%

BANK AL-MAGHRIB : UN STATU QUO DU TD AU T4-25 LARGEMENT ANTICIPÉ PAR LES INVESTISSEURS

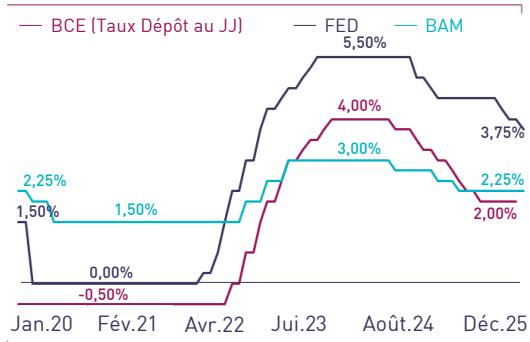
Bank Al-Maghrib décide de maintenir inchangé son TD à 2,25% lors de sa dernière réunion de politique monétaire de l'année 2025 et ce, en ligne avec le consensus du marché (*Cf. sondage Taux Directeur Décembre 2025*). Il s'agit du 3^{ème} statu quo consécutif après une 1^{ère} baisse de -25 PBS en mars 2025. Pour rappel, la baisse cumulée du TD depuis le début du cycle accommodant de BAM en septembre 2024 ressort à -75 PBS.

Cette pause monétaire intervient dans un contexte inflationniste maîtrisé au Maroc. Depuis janvier 2024, l'IPC affiche une tendance baissière pour s'établir à 0,1% en octobre 2025. Dans ce contexte, BAM révise à la baisse l'inflation en 2025E à 0,8%, soit un niveau inférieur à l'objectif de stabilité des prix de 2%. La tendance à l'international demeure mitigée entre la BCE en pause monétaire depuis juin 2025, et la FED qui a repris son cycle de baisse de TD, soit un cumul de -75 PBS depuis le mois de septembre.

HCP : INFLATION & INFLATION SOUS-JACENTE



TD : BCE VS FED VS BAM



Sur la base de notre analyse, nous relevons deux principaux facteurs qui justifieraient la décision de statu quo du TD de Bank Al-Maghrib en décembre 2025 :

1. *Le Maroc devrait atteindre un nouveau palier de croissance à compter de 2025E.* BAM révise à la hausse pour la 4^{ème} fois successive la croissance économique pour l'année 2025E pour atteindre les 5%. Il s'agit du niveau le plus élevé depuis 2021. Le PIB bénéficierait du rebond de la composante non agricole sous l'effet de la dynamique de la Demande Intérieure. Il s'agit du raffermissement de la consommation et l'effort d'investissement Public/Privé. Une telle situation ne justifierait pas des actions accommodantes urgentes de la part de la banque centrale ;
2. *Le décalage de transmission des baisses de TD vers l'économie réelle.* L'évolution des Taux débiteurs révèle une transmission différée de la baisse cumulée du TD depuis septembre 2024. Il s'agit d'un repli de -58 PBS contre -75 PBS pour le TD. Dans ces conditions, BAM temporise dans l'attente d'une meilleure transmission de la baisse du TD.

AVIS D'EXPERT

Bank Al-Maghrib a décidé de maintenir son TD inchangé en décembre 2025, confirmant une posture monétaire prudente malgré la nette maîtrise de l'inflation et les impératifs de soutien du cycle d'investissement du Maroc.

Selon nous, cette décision reflète la volonté de l'Institut d'Émission de consolider les signaux récents de désinflation, tout en évitant un assouplissement prématûr. En effet, le contexte national ne semble pas exiger des actions accommodantes d'urgence de la part de BAM.

Au final, nous restons convaincus que BAM possède une marge de manœuvre intéressante pour poursuivre son assouplissement monétaire avec une 1^{ère} cible du TD à 2,0% en 2026.

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

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

L'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE À L'INTERNATIONAL AMORCÉ PAR LA FED SE POURSUIT

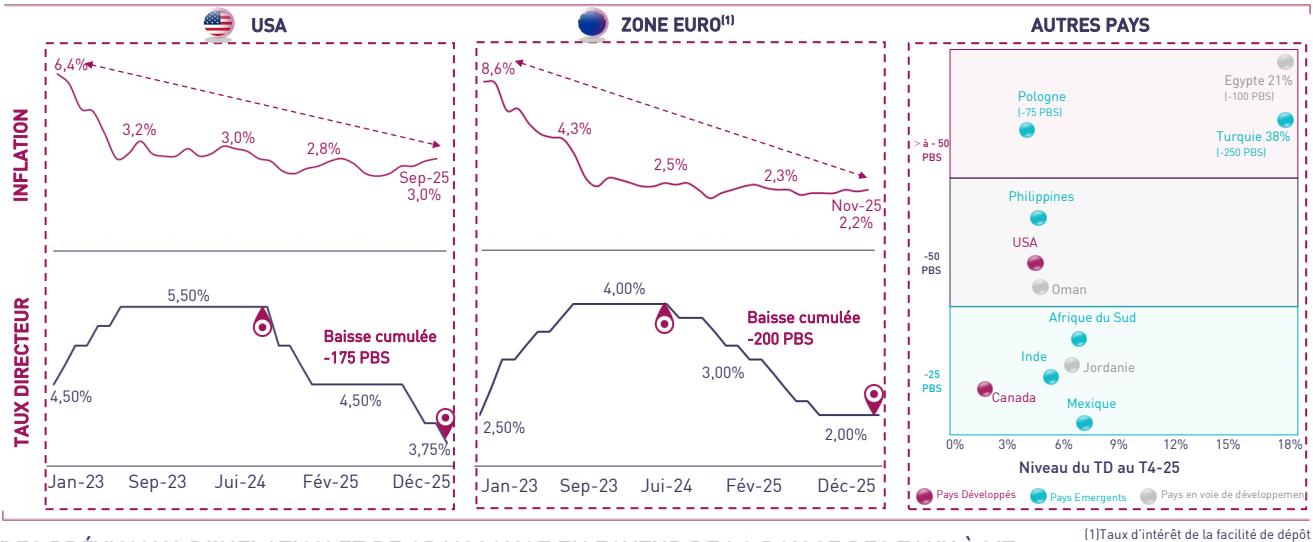
LA FED S'ENGAGE À ASSOUPLIR SA POLITIQUE MONÉTAIRE, TANDIS QUE LA BCE MARQUE TOUJOURS UNE PAUSE

Après un cycle d'assouplissement monétaire avec huit baisses de TD initié en juin 2024, la BCE a entamé une phase de statu quo monétaire qui a duré 6 mois depuis le mois de juin 2025, en gardant stable son Taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 2,00%. En effet, l'institut a indiqué que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à MT de 2%. Celle-ci s'est établie en moyenne à 2,1% depuis le début de l'année 2025, en ligne avec l'objectif de stabilité des prix de la BCE.

De son côté, la FED poursuit son cycle d'assouplissement entamé en juin dernier et réduit son TD à deux reprises au cours du T4-25, avec une baisse cumulée de -50 PBS à 3,75%, et ce après l'avoir maintenu inchangé pendant cinq réunions successives. Le Taux des FED Funds a ainsi atteint son plus bas depuis novembre 2022. À l'origine, une modération de la croissance économique au S1-25, un ralentissement des créations d'emplois et une légère augmentation du Taux de chômage qui reste toutefois faible, ainsi qu'une hausse de l'inflation à un niveau modéré. Cette dernière a atteint 3% en septembre 2025, contre une moyenne de 2,5% au cours du T2-25.

Emboitant le pas à la FED, d'autres Banques Centrales à l'international ont abaissé à leur tour leur TD au cours du T4-25, à l'instar de la Banque du Canada (BdC) et la Banque Centrale de l'Afrique du Sud de -25 PBS chacune. La baisse a atteint -50 PBS pour les Banques Centrales des Philippines, de Oman et du Kenya. La Banque Centrale de la Turquie a, quant à elle, réduit son TD de -250 PBS à 38,0%.

INTERNATIONAL: INFLATION VS. TAUX DIRECTEUR

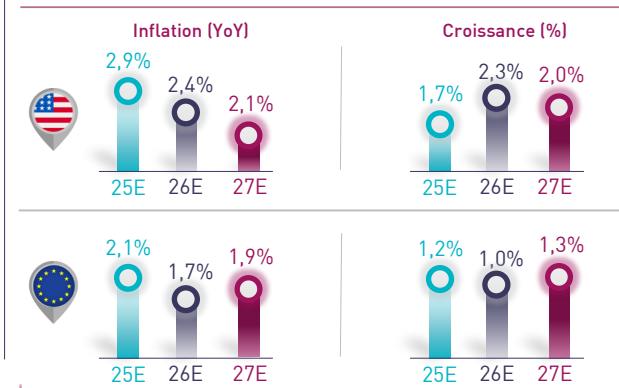


DES PRÉVISIONS D'INFLATION ET DE CROISSANCE EN FAVEUR DE LA BAISSE DES TAUX À MT

La FED et la BCE devraient poursuivre leur assouplissement monétaire à MT, confortées par les progrès réalisés en termes de croissance et d'inflation. Le nouvel accord commercial conclu entre les États-Unis et l'UE sur l'augmentation des droits de douane sur les exportations européennes a contribué à réduire l'incertitude quant aux politiques commerciales. À ce titre, la croissance économique de la ZE devrait se renforcer, soutenue par plusieurs facteurs. D'une part, la hausse des salaires réels et de l'emploi, conjuguée à de nouvelles dépenses publiques, devrait stimuler la Demande intérieure dans la région. D'une autre part, les conditions de financement moins restrictives en lien avec les récentes décisions de politique monétaire soutiendraient également la croissance. Enfin, les perspectives d'inflation sont cohérentes avec une stabilisation autour de la cible de 2% à MT. Celle-ci devrait s'établir à 2% pour le reste de 2025E, puis diminuer à 1,7% en 2026E avant de se redresser à 1,9% en 2027E.

Aux Etats-Unis, le relèvement des tarifs douaniers devrait se répercuter sur les prix à la consommation, l'inflation devant rester au-dessus de l'objectif de la Fed à 2,9% en 2025E avant de baisser à 2,4% en 2026E et à 2,1% en 2027E. Face à ce ralentissement, la FED pourrait poursuivre son assouplissement monétaire au cours des deux prochaines années, avec des anticipations⁽⁴⁾ de deux nouvelles baisses de TD de -25 PBS chacune vers une fourchette cible [3,00% - 3,25%] à horizon 2027E. Tenant compte de ce cycle accommodant, la FED a révisé à la hausse ses perspectives de croissance à 2,3% au lieu de 1,8% en 2026E et à 2,0% au lieu de 1,9% en 2027E.

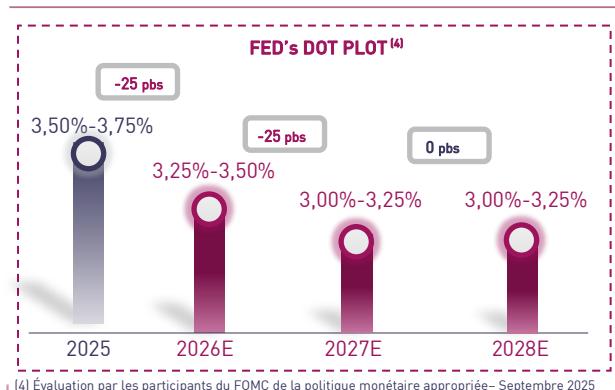
USA⁽²⁾ VS. ZE⁽³⁾ : PRÉVISIONS CROISSANCE & INFLATION



(2) Prévisions FED de Décembre 2025

(3) Prévisions BCE de Septembre 2025

PRÉVISIONS DES FED FUNDS EN 2025E-2028E

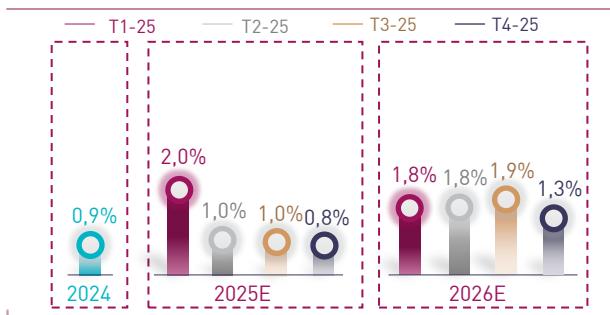


Sources : Sites officiels des Banques Centrales, Calculs & Estimations AGR

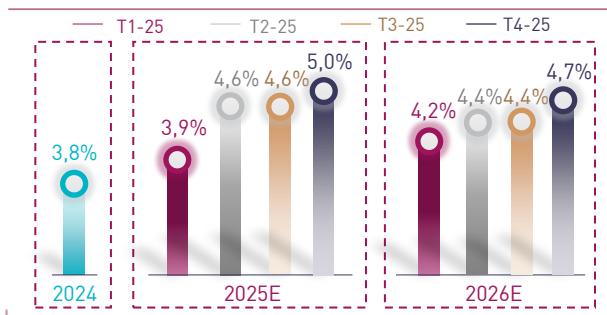
BAM RÉVISE À LA HAUSSE SES PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION

Confortée par une hausse moins importante que prévu de sa composante sous-jacente et des prix des produits réglementés en raison de la non-application de la hausse programmée du prix du gaz butane et la nette détente des prix énergétiques à l'international, l'inflation devrait s'établir à 0,8% en 2025E avant de rebondir vers 1,3% en 2026E. Ces niveaux demeurent en dessous de l'objectif de stabilité de BAM fixé à 2%. Par ailleurs, la croissance devrait connaître une nette amélioration à 5,0% en 2025E, pour reculer légèrement à 4,7% en 2026E, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes autour de 50 MQx contre 41 MQx une année auparavant.

MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



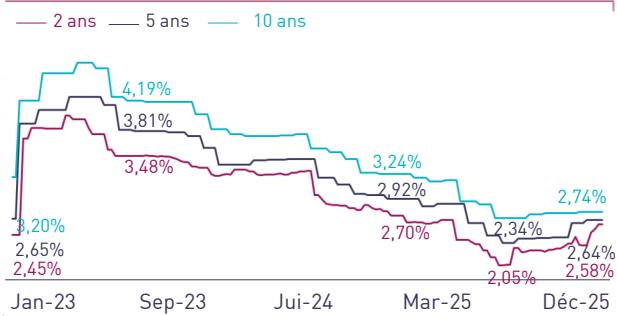
CORRECTION À LA HAUSSE DES TAUX MLT SUITE AU STATU QUO PROLONGÉ DE BAM DEPUIS MARS

L'orientation accommodante de BAM entamée en juin 2024 a nettement soutenu la tendance baissière des Taux Obligataires en 2025E. Celle-ci a été confortée d'une part, par la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de maîtrise de l'inflation en dessous de la cible de BAM de 2% et d'autre part, par une Offre du Trésor contenue grâce à une dynamique très positive des recettes fiscales et à l'activation des financements innovants en 2025 à des niveaux records de 35 MMDH. Par ailleurs, nous avons assisté à une légère correction à la hausse des Taux MLT durant le T4-25 sous l'effet de la prolongation de la pause monétaire et des arbitrages des investisseurs institutionnels vers des actifs plus rémunératifs. À cet effet, les Taux primaires CT ont connu une hausse moyenne de 9 PBS durant le T4-25, reflétant l'absence d'anticipation de baisse de TD supplémentaire en Décembre 2025.

MAROC: COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE



MAROC : ÉVOLUTION DES TAUX PRIMAIRES 2, 5 ET 10 ANS

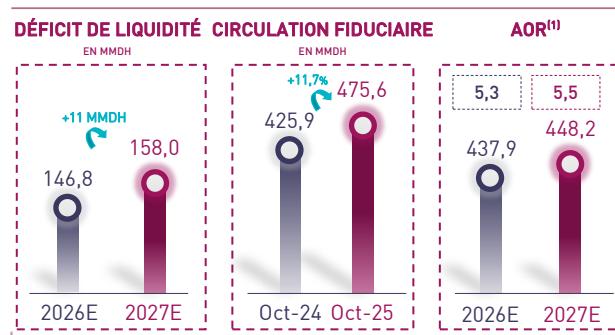


CREUSEMENT DU DÉFICIT DE LIQUIDITÉ BANCAIRE À UN NOUVEAU RECORD

Sur le plan monétaire, les besoins en liquidité du système bancaire devraient se creuser pour atteindre un record de 158 MMDH en 2027E, en raison de la hausse continue de la circulation fiduciaire à plus de 470 MMDH en octobre 2025, alors même que les réserves de change se maintiennent à des niveaux records à plus de 430 MMDH en 2025E. D'ailleurs, ces derniers devraient frôler les 450 MMDH en 2027E.

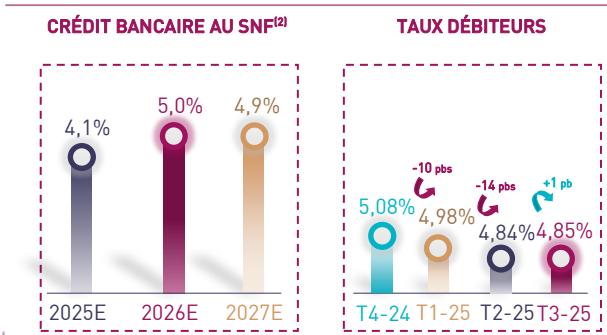
D'un autre côté, les Taux débiteurs se sont quasi-stabilisés au T3-25 à 4,85%, en lien avec la pause monétaire de BAM initiée en mars dernier. Dans ces conditions, bien qu'à un rythme plus modéré, les crédits bancaires^[2] poursuivent ainsi leur progression à +3,6% à fin octobre 2025 et devraient afficher une accélération moyenne de +5,0% en 2026E et 2027E.

MAROC : AGRÉGATS MONÉTAIRES 2026E-2027E



[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-Maghrib, MEF, Salle des marchés AWB, Calculs & Estimations AGR

BAISSE DU TD EN 2026E..., UN SCÉNARIO TOUJOURS D'ACTUALITÉ

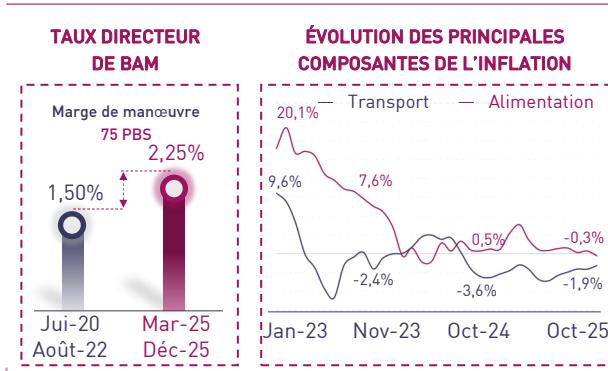
DES CONDITIONS QUI PLAIDENT EN FAVEUR DE LA BAISSE DU TD EN 2026E

La maîtrise de l'inflation en 2026E en dessous du TD actuel fixé à 2,25% octroie à BAM plus de marge de manœuvre dans la conduite de sa politique monétaire. En effet, les prévisions d'inflation demeurent rassurantes à horizon 2026E, en dépit des incertitudes liées aux conditions climatiques au Maroc, des prix des matières premières à l'international et de la poursuite du dialogue social dans le cadre de la LF-26, sur le niveau des prix. Ainsi, l'inflation a été révisée à la baisse à 1,3% en 2026E contre 1,9% initialement, soit un niveau en dessous de près de -100 PBS par rapport au TD actuel.

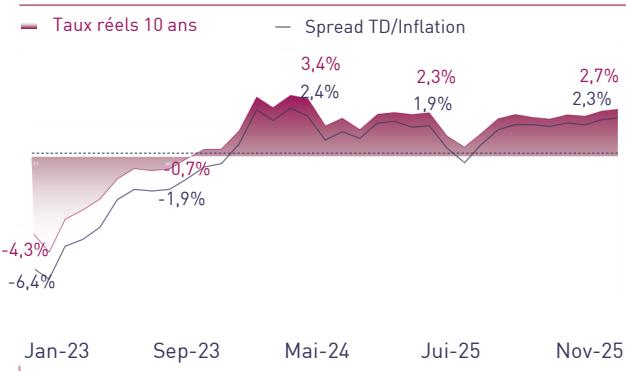
Par ailleurs, rappelons que BAM a ramené son TD d'un plus bas historique de 1,5% en août 2022 à un plus haut historique de 3% à compter de mars 2023 avant de démarrer son pivot monétaire en juin 2024 pour le stabiliser à 2,25% depuis mars 2025, soit un écart de -75 PBS supplémentaires.

Parallèlement, l'ancrage des Taux réels au Maroc en territoire positif depuis janvier 2024 réduit les tensions sur la rémunération de l'épargne nationale conférant ainsi un environnement rassurant à la Banque Centrale pour d'éventuelles nouvelles baisses de Taux Directeur en 2026E. Ces derniers s'établissent autour 2% depuis le début de l'année 2025 renforçant les anticipations d'un cadre monétaire plus accommodant de la politique monétaire en 2026.

TAUX DIRECTEUR VS COMPOSANTES INFLATION



MAROC : TAUX RÉELS 2023-2025



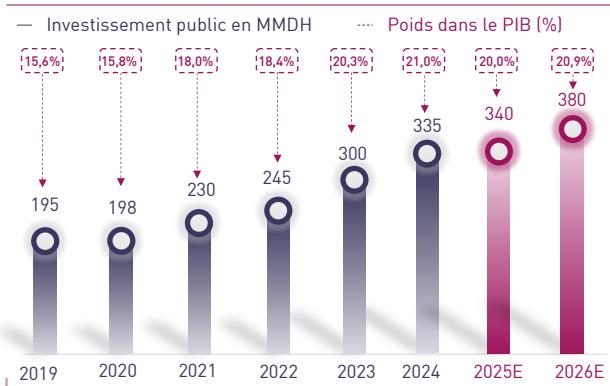
UN CADRE MONÉTAIRE EN COHÉRENCE AVEC LES AMBITIONS BUDGÉTAIRES ET LA STABILITÉ DU MAD

Dans un contexte où le Maroc poursuit des programmes d'investissement structurants dans plusieurs domaines clés de l'économie, à l'instar de l'infrastructure, la souveraineté hydrique, la transition énergétique verte ou encore la préparation des grands événements sportifs d'envergure CDM 2030, réduire le coût de financement devient un levier clé de soutenabilité budgétaire tout en maintenant l'ancrage des anticipations inflationnistes. L'investissement public devrait ainsi poursuivre sa tendance haussière en 2026E, soit un effort de plus de 380 MMDH, en hausse de 12% par rapport à l'année précédente et représentant près de 21% du PIB au Maroc.

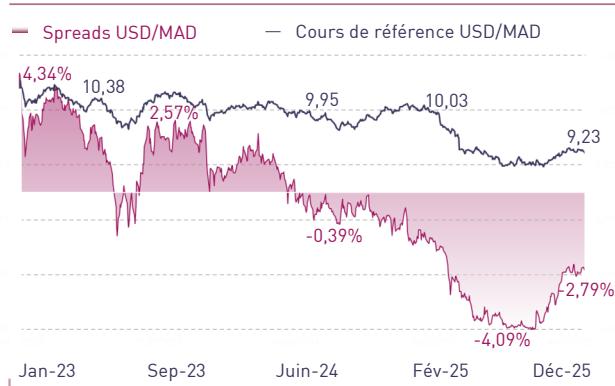
La stabilité du Dirham dans un environnement international encore très volatil marqué par les divergences des politiques monétaires de la FED et de la BCE ainsi que les tensions géopolitiques en Europe, demeure un enjeu majeur pour Bank Al-Maghrib. En effet, jusqu'à présent, les baisses cumulées du TD n'ont pas entraîné de tensions significatives sur le MAD en raison d'un régime de change encadré, soit un panier de devises de référence 60% EUR/40% USD, ainsi que des fondamentaux externes solides et des réserves de change confortables à plus de 430 MMDH à fin novembre 2025. Dans ces conditions, les spreads de liquidité du MAD se maintiennent en territoire négatif depuis juin 2024, soit une moyenne de -3,5% depuis le début de l'année 2025.

Néanmoins, deux nouveaux défis majeurs devraient redéfinir le cadre monétaire de BAM et renforcer sa crédibilité à MT. Il s'agit du *ciblage de l'inflation* et de la *flexibilisation du MAD*. Le premier implique une politique monétaire plus prospective fondée sur l'ancrage des anticipations inflationnistes et le deuxième impose à Bank Al-Maghrib un calibrage fin des décisions de TD pour préserver la stabilité du MAD face aux risques externes.

MAROC : UN EFFORT D'INVESTISSEMENT PUBLIC INÉDIT



USD/MAD : FIXING VS. SPREAD DE LIQUIDITÉ*



*Données arrêtées au 5 décembre 2025

Sources : Bank Al-Maghrib, MEF, HCP, 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.iraqui@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	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.aloui@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	Mehdi Benchekroun +212 5 29 03 68 14 m.benchekroun@attijari.ma
--	---	---	--

AIS - MAROC

Tarik Loudiyi +212 5 22 28 28 28 t.loudiyi@attijariwafa.com	Mohamed Lemridi +225 20 21 98 26 mohamed.lemridi@sib.ci	Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdane@attijaribank.com.tns	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 lalaouim@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	Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn	Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com	Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci
--	--	--	---

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 aucun cas 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 pas 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 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, repousser 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.

