RESEARCH REPORT

CURRENCIES

OCTOBRE
2026



DIRHAM : LA LIQUIDITÉ, NOUVEAU FACTEUR DE PRESSION EN 2026

Attijari Global Research

À usage institutionnel uniquement

RESEARCH REPORT
CURRENCIES

23 OCTOBRE 2026

By Attijari Global Research

USD/MAD[1]	9,7828
YTD	+7,17%
EFFET DE LIQUIDITÉ	+4,19%
EFFET DE PANIER	+2,98%

EUR/MAD[1]	10,9681
YTD	+2,39%
EFFET DE LIQUIDITÉ	+4,19%
EFFET DE PANIER	-1,80%

SPREAD DE LIQUIDITÉ	
SPOT[1]	+0,57%
PLUS HAUT 12 MOIS	+2,71%
PLUS BAS 12 MOIS	- 3,64%

EXECUTIVE SUMMARY

Avec des variations des paires USD/MAD et EUR/MAD de respectivement +7,2% et +2,4% depuis le début de l'année 2026[1], le Dirham enregistre sa plus forte dépréciation depuis 2022. Près de 60% de ce mouvement s'explique par le resserrement de la liquidité sur le marché des changes au Maroc plutôt que par l'effet technique lié au panier de référence du Dirham.

Une dépréciation marquée du Dirham en 2026, d'une ampleur inhabituelle

En 2026, la paire USD/MAD enregistre sa plus forte variation hebdomadaire depuis 2020, soit +2,69%, pour atteindre 9,85 le 02 octobre. Il s'agit d'un plus haut de 18 mois. La même tendance a été observée face à l'Euro. La paire EUR/MAD a franchi le seuil symbolique des 11,0 DH pour la 1ère fois depuis décembre 2023 et le niveau des 11,2 DH pour la 1ère fois depuis mai 2018.
Depuis le début de l'année[1], la variation du Dirham face au Dollar est nettement plus prononcée, à +7,2% contre +2,4% pour l'Euro.

L'effet panier, un contributeur secondaire à la dépréciation du MAD

L'appréciation simultanée des paires USD/MAD et EUR/MAD confirme la contribution moins prononcée de l'effet panier de référence à la dépréciation du Dirham durant l'année 2026.

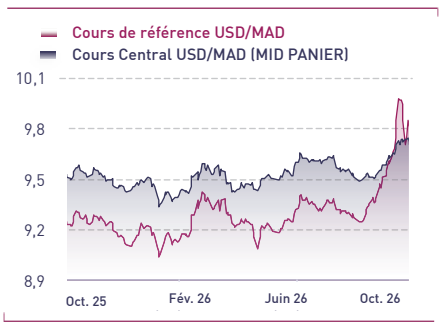
La paire EUR/USD affiche une variation YTD 2026[1] de -4,5% sous l'effet conjugué des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, de la montée du risque socio-budgétaire en Europe et de l'orientation haussière des taux américains. Ces derniers sont soutenus par les anticipations haussières de l'inflation et le relèvement du TD de la Fed de +25 PBS, soit un intervalle de [3,75% - 4,00%]. Sur l'année 2026[1], l'effet panier de la paire USD/MAD ressort positif à +2,98%, expliquant plus de 40% de la hausse annuelle. À l'inverse, l'effet panier est négatif pour la paire EUR/MAD sur la même période à -1,80%, soit un impact positif en faveur du Dirham.

Les tensions de liquidité, principal facteur de pression sur le Dirham

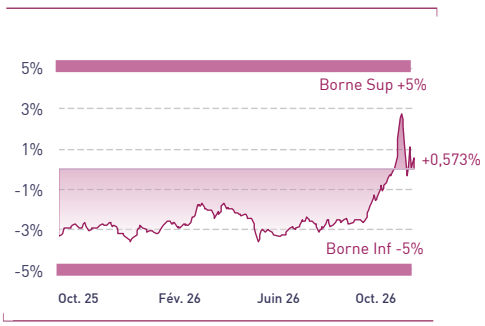
Le resserrement des conditions de liquidité sur le marché interbancaire des changes au Maroc constituerait, selon nous, le principal facteur à l'origine de la forte dépréciation du MAD en 2026. En effet, l'effet liquidité ressort à +4,19%, soit une contribution à la variation annuelle du MAD de près de 60% depuis le début de l'année[1].

Concrètement, nous observons une accélération haussière des spreads de liquidité depuis fin septembre 2026. Après avoir évolué en territoire négatif sur une longue période, ces derniers marquent leur retour en territoire positif et ce, pour la 1ère fois depuis juin 2024. Une situation qui reflète clairement les tensions croissantes sur la disponibilité des devises sur le marché des changes local et renforce par conséquent les pressions sur le Dirham.

USD/MAD : CENTRAL VS. RÉFÉRENCE



MAD : SPREAD DE LIQUIDITÉ SUR 12 MOIS



(1) Cours arrêtés au 19 octobre 2026

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

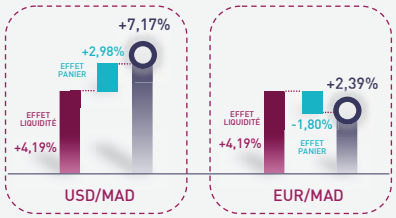
Taha Jaidi
Directeur Stratégie
+212 529 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

ÉVOLUTION DE L'EUR/USD[1]



EUR/USD	2025R	2026YTD
Plus haut	1,1867	1,2041
Plus bas	1,0244	1,1155
Moyenne	1,1304	1,1586

VAR MAD : EFFET LIQUIDITÉ VS. PANIER



Sources : Bank Al-Maghrib, Office des changes, Calculs AGR

Principales sources de tension sur la liquidité du Dirham en 2026

Plusieurs facteurs contribuent au resserrement récent des conditions de liquidité sur le marché des changes. Il s'agit d'un effet ciseau marqué par la baisse de certaines entrées de devises conjuguée au renchérissement des importations. Selon notre analyse, trois principales sources de tensions se distinguent :

Exportations de phosphates : considérées comme l'un des principaux pourvoyeurs de devises du Royaume, les exportations de Phosphates & Dérivés reculent de -6% à fin août 2026. Cette source majeure de devises a été pénalisée par les perturbations des chaînes d'approvisionnement suite à la fermeture du détroit d'Ormuz ainsi que par l'indisponibilité de certains intrants nécessaires à la production. À titre indicatif, les achats de soufre brut, intrant stratégique de l'industrie des phosphates, ont presque triplé, en hausse de +17,8 MMDH.

Facture énergétique : la persistance des tensions militaires en Europe et au Moyen-Orient a provoqué un choc énergétique qui demeure, pour l'heure, durable. Le Brent se maintient ainsi au-dessus des 100 $/bbl, en hausse de +80% depuis le début de l'année, et le charbon s'apprécie de +40% sur la même période. Par conséquent, la facture énergétique du Royaume s'alourdit de +24 MMDH à 96,4 MMDH à fin août 2026, en augmentation de +33%. Parallèlement, les importations atteignent 618 MMDH (+15,8%), sous l'effet du renchérissement des produits bruts à l'international (+63%, à 46 MMDH).

Dans ces conditions, le taux de couverture recule de -3,5 pts, à 54,2% à fin août 2026. Cette nouvelle configuration constituerait un point de vigilance pour le compte courant. En effet, la persistance du choc énergétique risque d'accentuer les pressions sur les besoins en devises et ce, malgré la résilience des autres sources de recettes extérieures.

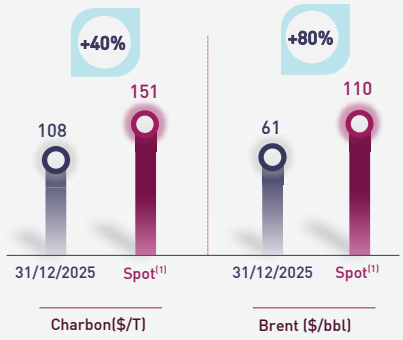
Les remontées de dividendes en devises : La distribution des dividendes par les sociétés cotées marocaines aurait, selon nous, accentué les pressions sur la liquidité du Dirham durant le mois de septembre. À titre d'exemples, 4,4 MMDH ont été versés par les sociétés Maroc Telecom et Taqa Morocco, dont près de 60% au profit de leurs actionnaires de référence étrangers.

AVIS D'EXPERT

À court terme, nous estimons que les pressions liées aux sorties de dividendes devraient rapidement s'atténuer. Dès lors, la composante énergétique resterait le principal moteur des tensions sur la liquidité du Dirham.

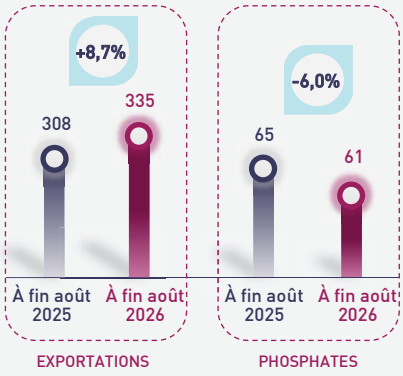
La divergence de taux entre, d'une part, la Fed et la BCE, qui ont relevé leur TD de +25 PBS et +50 PBS respectivement en 2026, et, d'autre part, Bank Al-Maghrib, qui maintient le statu quo depuis mars 2025, devrait renforcer l'attractivité relative du panier de référence du Dirham, à savoir le Dollar et l'Euro. Une telle situation risque d'accentuer les tensions sur la liquidité du marché des changes marocain.

ÉVOLUTION DES PRIX DE L'ÉNERGIE ($)

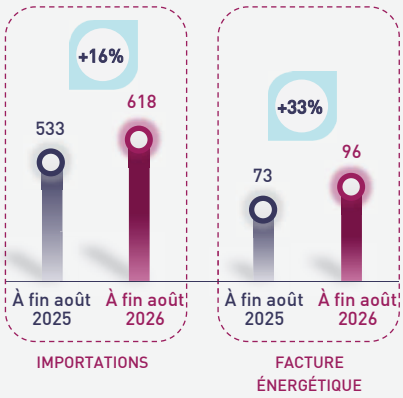


(1) :Cours arrêtés au 19 octobre 2026

MAROC : EXPORTATIONS EN MMDH



MAROC : IMPORTATIONS EN MMDH



Sources : Bank Al-Maghrib, Office des changes, Calculs 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
Ghali Bahiri
+212 5 22 49 14 82
g.bahiri@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST
Soufiane Khelloufi
+212 5 22 49 14 82
s.khelloufi@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

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

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.benrhomdane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe
+237 674 11 95 67
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

EUROPE

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@aattijariwafa.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 risque. 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 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.

Attijari
Global Research