

The logo for CDG CAPITAL, with 'CDG' in dark blue and 'CAPITAL' in green, set against a background of a person in a white shirt reviewing financial documents with a pen.

# CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

A white semi-transparent banner containing the text 'FLASH PRÉ-CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB' in bold black letters, overlaid on the background image of a person working at a desk with a laptop and various charts.

## FLASH PRÉ-CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Prévu le 21 décembre 2021

[www.cdgcapital.ma](http://www.cdgcapital.ma)

👤 **Ahmed Zhani**  
Economiste  
✉ ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le quatrième Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2021, se tiendra le 21 décembre pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Ce Conseil intervient dans un contexte de reprise économique associée à un ralentissement de la distribution des crédits, particulièrement ceux destinés à l'investissement. Parallèlement, sur le plan monétaire, le déficit de liquidité du système bancaire s'est atténué, au cours du quatrième trimestre, en résultat d'une amélioration conjuguée des différents facteurs autonomes de la liquidité bancaire (FALB)<sup>1</sup>.

Il est à préciser, que dans le cadre du rapport relatif au Nouveau Modèle de Développement, la Commission spéciale a retenu comme principale recommandation pour améliorer la conduite de la politique monétaire : « **une conduite de la politique monétaire qui concilie de manière plus équilibrée les objectifs de croissance et d'inflation dans le cadre d'un mandat dual** ».

A cet égard, il convient de rappeler qu'au cours de l'année 2020, la banque centrale a adopté une série de mesures expansionnistes en vue d'amortir le choc de la crise sanitaire sur l'économie nationale et faciliter l'accès au financement à travers :

- Les deux baisses du taux directeur de mars (-25 Pbs) et juin (-50 Pbs) 2020 avec un élargissement du collatéral et une révision des coefficients de décote des actifs ; et
- Le changement dans son mode d'intervention en termes d'instruments utilisés pour combler le déficit de liquidité bancaire, avec un recours plus important aux instruments de long terme, en l'occurrence les pensions livrées à long terme (sur 1 mois et 3 mois), les prêts garantis sur 1 an et les opérations de swap de change. En effet, l'instrument permanent, qui est l'avance à 7 jours sur appel d'offre, a été réduit, depuis mars 2020, à environ 35% en moyenne de l'encours global des interventions de la Banque centrale contre 95% enregistré en 2019.

Sur la base des évolutions récentes, au niveau des plans monétaire, financier et réel, et des perspectives y afférentes, nous essayerons de déterminer les changements possibles en termes de conduite de la politique monétaire.

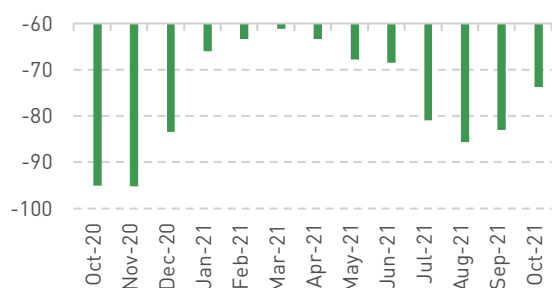
---

<sup>1</sup> Les facteurs autonomes de la liquidité bancaire sont : la circulation fiduciaire, les avoirs officiels de réserve et la position nette du Trésor public.

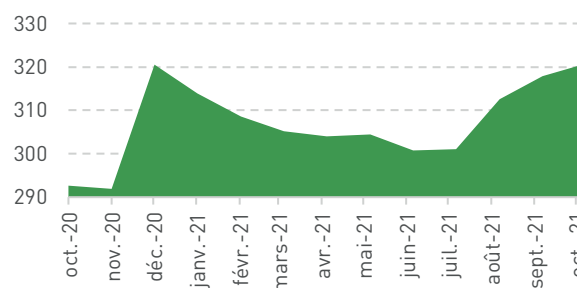
## I. Atténuation du déficit de la liquidité du système bancaire en résultat : (i) d'une amélioration des avoirs officiels de réserve, (ii) d'une quasi-stabilité de la monnaie fiduciaire et (iii) d'une baisse des créances nettes sur l'Etat

Après une hausse importante enregistrée au cours de T3-2021, le déficit de la liquidité du système bancaire (graphe 1) a reculé pour s'établir à -73,8 MrdDH en moyenne hebdomadaire en octobre contre -83 MrdDH enregistré un mois auparavant.

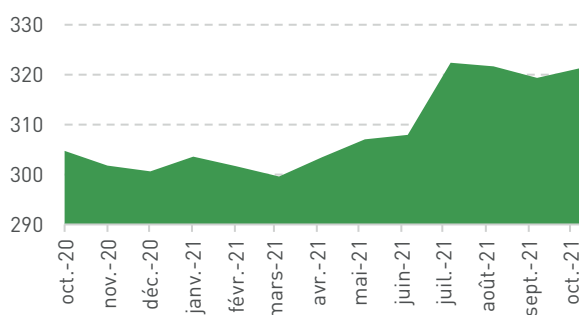
Graphe 1: Evolution du déficit de la liquidité bancaire (en MrdDH)



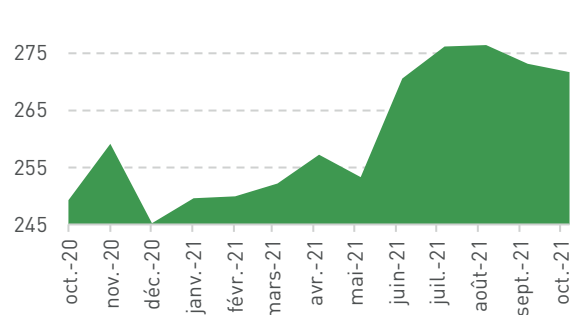
Graphe 2: Evolution des avoirs officiels de réserve (en MrdDH)



Graphe 3: Evolution de la circulation fiduciaire (en MrdDH)



Graphe 4: Evolution des créances nettes sur l'Etat (en MrdDH)



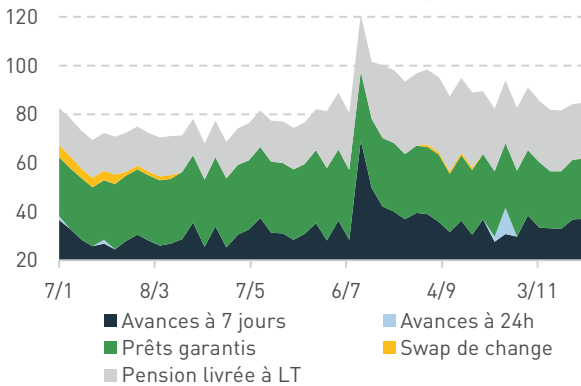
Source : Bank Al-Maghrib

Cette baisse s'explique par une amélioration conjuguée de l'ensemble des FLAB, particulièrement les avoirs officiels de réserve (graphe 2) qui sont passés à 320,7 MrdDH au terme du mois d'octobre contre 301 MrdDH enregistré à fin juillet, soit une hausse nominale d'environ 20 MrdDH. Cette progression s'explique principalement par les opérations d'achat de devises réalisées par la Banque centrale auprès des banques nationales.

Parallèlement, après une augmentation importante de la circulation fiduciaire (graphe 3) enregistrée en mois de juillet et d'août d'environ 14 MrdDH, en liaison notamment avec la période estivale et Aid Adha, cet agrégat monétaire est resté quasi-stable au cours des mois de septembre et octobre oscillant autour de 320 MrdDH.

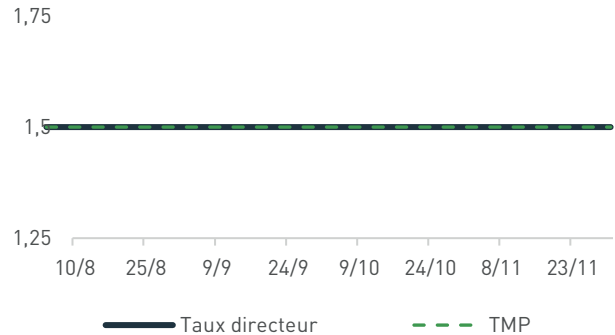
De même, les créances nettes sur l'Etat (graphe 4) ont légèrement baissé au cours des mois de septembre et octobre pour passer à 271,7 MrdDH contre 276 MrdDH en moyenne enregistrée en juillet et août 2021 ;

Graphe 5 : interventions de Bank Al Maghrib (enMrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

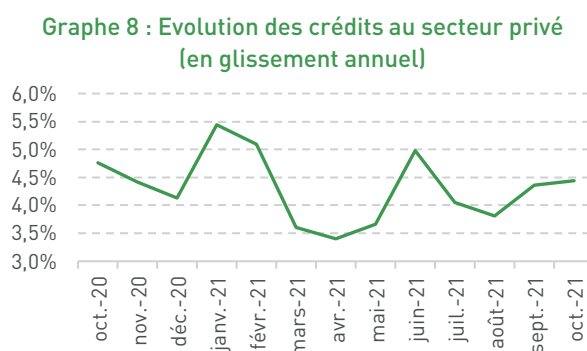
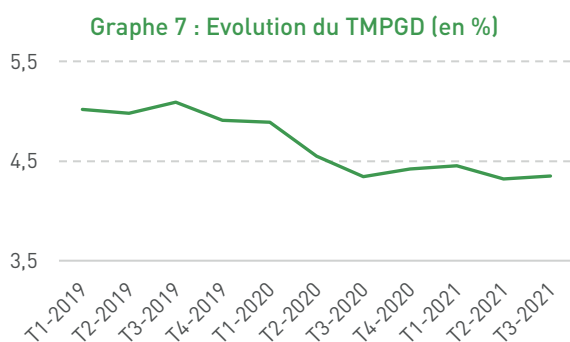
Graphe 6 : Evolution du TMP interbancaire (en%)



Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a baissé l'encours de ses interventions (graphe 5) auprès des banques, passant à une moyenne de 83 MrdDH enregistrée en mois d'octobre et novembre contre 92 MrdDH enregistrée en T3-2021. De même, il est à préciser que dans ce contexte particulier et en vue d'éviter toute sorte de dérapage à la hausse du TMP, Bank Al-Maghrib continue à servir la totalité de la demande des banques lors des appels d'offre à 7 jours, enregistrant ainsi, des excédents par rapport au déficit de liquidité du système bancaire dont le montant a avoisiné 10 MrdDH au cours du mois d'octobre 2021.

Dans ce contexte, le TMP interbancaire (graphe 6), représentant la cible opérationnelle de la politique monétaire, a évolué à des niveaux quasi-identiques au taux directeur (1,5%).

## II. Transmission toujours incomplète de la baisse de 75 Pbs du taux directeur en 2020 vers les taux débiteurs:



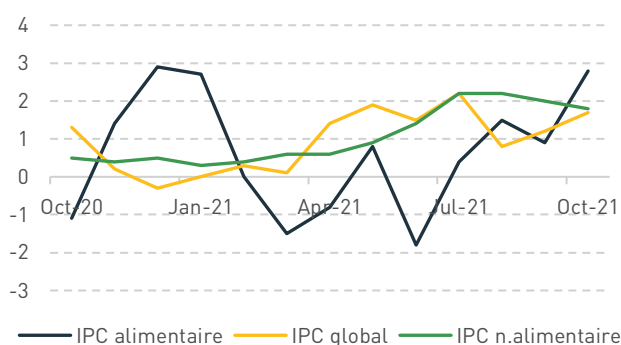
Source : Bank Al-Maghrib

Après la baisse de -13 Pbs du Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) enregistrée en T2-2021, une légère hausse de 3 Pbs a été enregistrée le trimestre d'après. Cette faible variation couvre (i) une stabilité des taux assortissant les prêts aux particuliers à 5,20%, avec notamment un recul de 13 points des taux appliqués aux crédits à la consommation et une hausse de 2 points de ceux des prêts à l'habitat et (ii) une augmentation des taux appliqués aux prêts aux entreprises de 13 points, traduisant principalement un accroissement de 71 Pbs des taux relatifs aux prêts à l'équipement et de 12 Pbs pour la promotion immobilière.

Dans ces conditions, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires au secteur privé (graphe 8) a régressé pour s'établir en moyenne à 4,3% au cours des dix premiers mois de l'année 2021 contre 5,8% enregistrée une année auparavant. Cette tendance a principalement concerné les crédits à l'équipement et à la promotion immobilière.

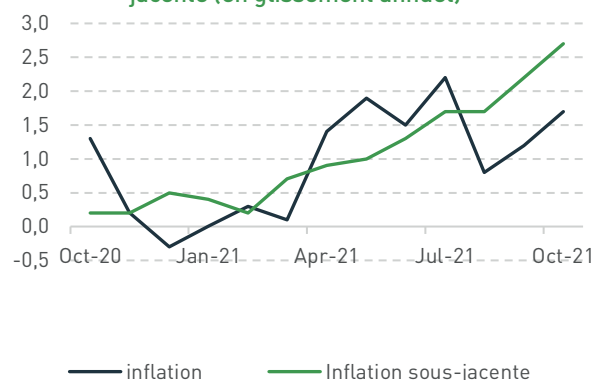
### III. En dépit des dérapages à la hausse de l'inflation sous-jacente enregistrées au cours des derniers mois, les perspectives à moyen terme demeure en dessous de la cible théorique de 2%:

Graphe 9 : Evolution de l'IPC et ses composantes (en glissement annuel)



Source : HCP

Graphe 10 : Evolution de l'inflation et inflation sous-jacente (en glissement annuel)



Malgré les résultats favorables de la campagne agricole 2020/2021, l'inflation mesurée par l'évolution en glissement annuel de l'Indice des Prix à la Consommation a augmenté passant à une moyenne de 1,1% au cours des dix premiers mois de l'année 2021 contre 0,7% enregistrée au cours de la même période une année auparavant. Cette augmentation couvre un accroissement de 0,6% de la composante alimentaire et de 1,7% de celle non alimentaire.

Cependant, l'inflation sous-jacente (graphe 10), qui exclut les prix des produits volatiles et administrés, représentant ainsi la véritable cible de la politique monétaire, a enregistré des dérapages importants à la hausse au cours des mois de septembre et octobre pour s'établir respectivement à 2,2% et 2,7% contre 0,2% enregistré au cours des deux mois de l'année écoulée. Cette tendance s'explique par la hausse des prix de certains produits, aussi bien alimentaires que non alimentaires, en liaison avec le renchérissement enregistré au niveau international.

Ainsi, cette envolée conjoncturelle de l'inflation sous-jacente semble plus alimentée par un choc d'offre et une inflation importée plutôt qu'une pression de la demande ou d'ordre monétaire. D'autant plus que certains facteurs stimulateurs de la demande, particulièrement l'emploi et les crédits, sont toujours en phase de redressement post-crise.

## Nos prévisions

Sur la base de l'ensemble des évolutions présentées ci-dessus, trois faits majeurs caractérisent le comportement des sphères monétaire, financière et réelle de l'économie nationale, depuis la tenue du dernier Conseil de Bank Al-Maghrib en octobre 2021, en l'occurrence :

- Une atténuation du déficit de la liquidité du secteur bancaire sous l'effet d'une amélioration conjuguée des FALB;
- Une transmission incomplète des deux baisses du taux directeur (de 75 Pbs au total) enregistrées en 2020 vers les taux débiteurs, avec une faible reprise des crédits particulièrement ceux destinés à l'équipement.
- Un ralentissement prévu de la croissance économique en 2022 sous l'effet (i) d'une baisse prévue du PIB agricole, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne, et (ii) d'un léger recul de la croissance non agricole compte tenu de la dissipation de l'effet de base généré par la crise covid19. De même, et malgré le faible dérapage à la hausse de l'inflation sous-jacente enregistrée au cours des derniers mois, les prévisions d'inflation à moyen terme demeurent en dessous du seuil théorique de 2% reflétant l'absence de pressions émanant de la demande, comme l'illustre le niveau élevé du taux de chômage (11,8% en T3-2021) et la faible progression des crédits.

Dans ce contexte, nous pensons qu'il est plus probable que le Conseil de Bank Al-Maghrib maintienne le taux directeur inchangé au niveau de 1,5% lors de ce prochain Conseil, et ce dans l'attente (i) d'une transmission complète des baisses du taux directeur vers les taux débiteurs et (ii) d'une amélioration des conditions d'investissement et de financement.

D'autant plus qu'une baisse supplémentaire du taux directeur devrait générer un recul additionnel aussi bien des taux associés aux produits d'épargne bancaire que des taux obligataires au sens large, ce qui pourrait conduire à un affaiblissement de l'épargne financière d'un côté, et à l'alourdissement des contraintes de gestion pour les fonds de retraite et d'assurance vie, de l'autre.

Casablanca, Maroc  
Tel : 05 22 23 97 12

**Directeur Insight**  
**Radouane SIDKY**

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

**Recherche Actions**

**Fatima Zahra BENJDYA**

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

**Recherche Macroéconomique et Taux**

**Ahmed ZHANI**

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

**Fatima Zahra ERRAJI**

ferraji@cdgcapital.ma

**Sarah GRILI**

sarah.grili@cdgcapital.ma

## Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication.

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital insight.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital insight au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change. Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.