



Sales by day of the week

Total earned █ Number of sales



Total sales

█ 0,15 █ 0,20

Stats by rating ea



Sales by mo

█ You earned █ C

FLASH PRÉ-CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

14 Décembre 2022

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

Le dernier Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2022, se tiendra le 20 décembre pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Il est à rappeler, qu'après une période d'observation, à la suite de la montée en puissance de l'inflation au début de l'année 2022, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, le 27 septembre, de relever le taux directeur de 50 Pbs à 2%. Comme précisé dans le communiqué, « **cette décision vise essentiellement à prévenir tout désancrage des anticipations d'inflation et assurer les conditions d'un retour rapide à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix** ».

En effet, après une flambée des prix des biens importés, une transmission vers les produits non échangeables (locaux) a été observée, générant ainsi, une révision à la hausse des prévisions d'inflation par Bank Al-Maghrib pour les exercices 2022 de +1% à 6,3% et 2023 de +0,4% à 2,4%.

Bien que les prix des matières premières et énergétiques aient reculé au niveau international, le risque d'une persistance de cette vague inflationniste semble plus durable, comme illustré dans le rapport du FMI « World Economic Outlook, d'octobre 2022 » dont les prévisions d'inflation, pour les années 2022 et 2023, ont été globalement révisées à la hausse pour ensemble des catégories de pays.

Tableau 1 : Prévisions d'inflation par catégorie de pays du WEO octobre 2022

	2022	2023	Ecart par rapport aux prévisions d'avril 2022	
Economies développées	7,2%	4,4%	+1,5%	+1,9%
Economies émergentes et en développement	9,9%	8,1%	+1,2%	+1,6%
Economies à faible revenu	14,2%	12%	+0,3%	+1,6%

Source : FMI, World Economic Outlook avril et octobre 2022

Cette durabilité de l'inflation a poussé la majorité des Banques centrales à accélérer le resserrement de leur politique monétaire à travers d'une part, la remontée, à plusieurs reprises, de leurs taux directeurs et d'autre part, l'annonce de la fin des programmes de rachat de titres publics et privés et une réduction de leurs bilans.

Il est à souligner que les décisions de remonter les taux directeurs sont parfois motivées par des raisons des taux de change, qui baissent sous pression des mouvements internationaux de capitaux à la recherche d'un meilleur rendement, amplifiant ainsi, l'impact de l'inflation importée sur la tendance globale des prix. Citons, à cet égard, le redressement du cours Eur/USD après la décision récente de la BCE de relever ses taux directeurs de 75 Pbs et l'annonce de son engagement de poursuivre le resserrement de la politique monétaire en vue d'atteindre son objectif de stabilité des prix.

Toutefois, il est à rappeler que pour des considérations économiques, particulièrement de relance de la croissance et de la création d'emplois, certains pays ont opté pour le statut quo ou bien même une baisse du taux directeur, citons à titre d'exemple, le cas du Japon qui garde toujours une politique monétaire accommodante avec un taux directeur à -0,1% et la Turquie, qui malgré le fort dérapage de l'inflation, à 84,4% enregistré à fin novembre 2022, la Banque centrale poursuit la baisse de son taux directeur, lequel est passé de 14% en décembre 2021 à 9% actuellement.

Tableau 2 : Evolution des taux directeurs de quelques Banques centrales

Banque centrale	Taux directeur Fin 2021	Taux directeur actuel	Taux d'inflation Fin octobre 2022
FED	0-0,25%	3,75%-4%	7,7%
BCE	0%	2%	10,7%
Bank Of England	0,25%	3%	10,9%
Bank Of Canada	0,25%	4,25%	6,9%
Banque populaire de Chine	3,80%	3,65%	2,1%
Turquie	14%	9%	84,4%
Egypte	13,25%	8,25%	16,3%

Source : Rapports sur les politiques monétaires des différentes Banques centrales

Le quatrième Conseil de Bank Al-Maghrib au titre de l'année 2022 intervient dans un contexte, national et international, particulier marqué par : **(i)** la manifestation des signes de récession, principalement chez les économies partenaires de la zone euro, suite au resserrement de leurs politiques monétaires respectives **(ii)** les exigences de relance post-crise covid19, après une année 2021 caractérisée par un recul important de la croissance économique accentué par le mauvais déroulement de la campagne agricole 2021-2022 et **(iii)** les risques qui entourent la reprise en 2023, principalement les conditions météorologique de la saison agricole en cours, le ralentissement de la demande intérieure, sous l'effet du taux de chômage élevé et la détérioration des revenus agricoles, ainsi que la baisse prévue de demande étrangère, comme retenu dans le cadre des hypothèses d'élaboration de la Loi de Finances 2023.

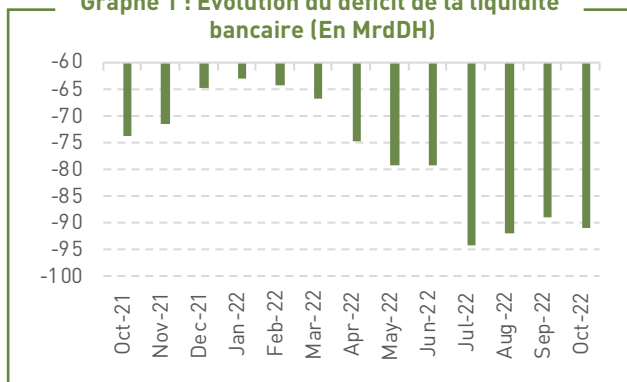
Sur la base des évolutions récentes, au niveau des plans monétaire, financier et réel, et des perspectives y afférentes, nous essayerons d'analyser les changements potentiels en termes de conduite de la politique monétaire¹ lors de ce prochain Conseil.

¹ Annexe I : un rappel du cadre de la politique monétaire marocain, sur la base des statuts de Bank Al-Maghrib et la classification du FMI, accompagné d'une évaluation théorique des avantages/inconvénients d'une poursuite du resserrement de la politique monétaire à travers de nouvelles hausses du taux directeur.

1. Creusement du déficit de la liquidité du secteur bancaire en résultat d'une légère baisse des avoirs officiels de réserve et une poursuite de l'accroissement de la circulation fiduciaire

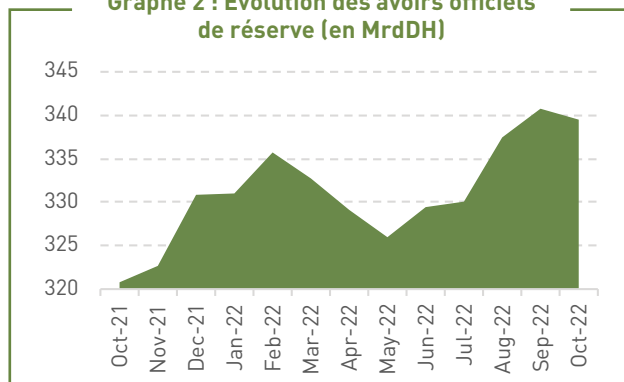
Après le recul enregistré au cours des derniers mois de T3-2022, le déficit de liquidité du système bancaire (graphe 1) renoue avec la hausse au début de T4-2022. Ainsi, la moyenne hebdomadaire du déficit est passée à -91 MrdDH enregistré en octobre 2022 contre -89 MrdDH enregistré un mois auparavant, soit une légère hausse d'environ 2 MrdDH.

Grappe 1 : Evolution du déficit de la liquidité bancaire (En MrdDH)



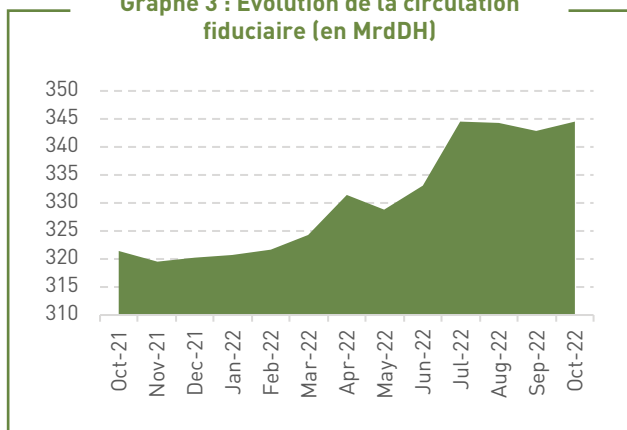
Source : Bank Al-Maghrib

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



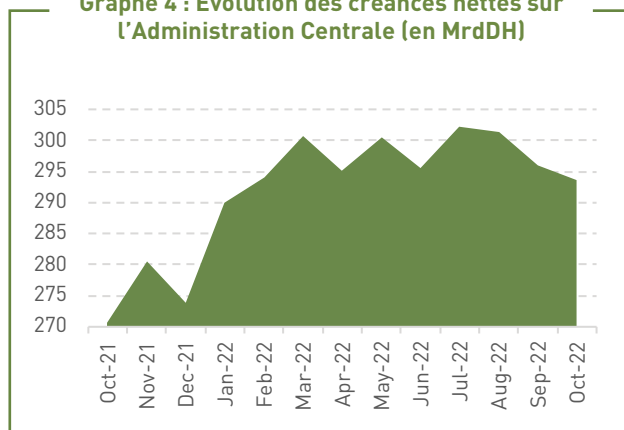
Source : Bank Al-Maghrib

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



Source : Bank Al-Maghrib

Grappe 4 : Evolution des créances nettes sur l'Administration Centrale (en MrdDH)

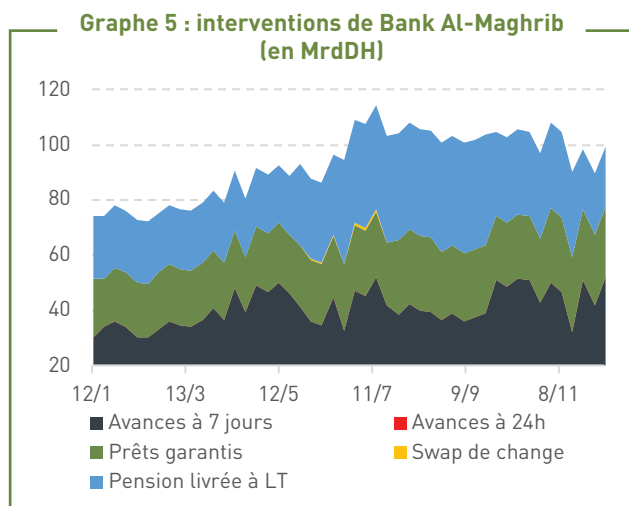


Source : Bank Al-Maghrib

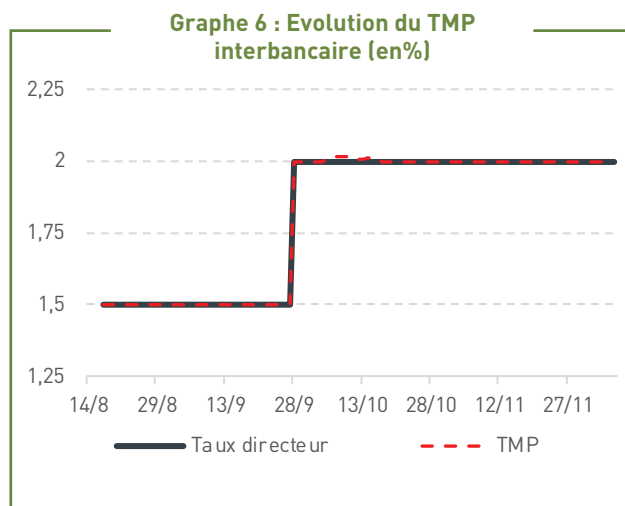
Cette nouvelle orientation haussière s'explique par une détérioration conjuguée de deux principaux facteurs autonomes de la liquidité bancaire (FALB), en l'occurrence (i) une légère baisse des avoirs officiels de réserve (graphe 2), d'environ -1,2 MrdDH en glissement mensuel à fin octobre 2022, pour passer à 339,5 MrdDH et (ii) une poursuite de la hausse de la circulation fiduciaire (graphe 3), qui a augmenté de 1,6 MrdDH au mois d'octobre 2022, pour s'établir à 344,5 MrdDH, et ce après une légère régression de -1,4 MrdDH enregistrée le mois précédent, qui s'explique essentiellement par le reflux habituel du cash vers le secteur bancaire, après la période estivale, Aid Adha et la rentrée scolaire.

Cependant, les créances nettes sur l'Administration centrale (graphe 4) ont fortement reculé au cours des deux derniers mois d'environ 7,6 MrdDH, avec -5,3 MrdDH enregistré en septembre 2022 et -2,3 MrdDH le mois d'après. Cette régression s'explique essentiellement par les difficultés que rencontrent le Trésor public pour lever sur le marché domestique avec une montée en puissance des taux sur l'ensemble des maturités.

L'envolée des taux résulte des anticipations haussières des opérateurs émanant d'une part, de nouvelles hausses prévues du taux directeur par Bank Al-Maghrib lors des prochains Conseils et d'autre part, l'annulation du programme de sortie à l'international par le Trésor public suite au rétrécissement des conditions de financement à l'international.



Source : Bank Al-Maghrib



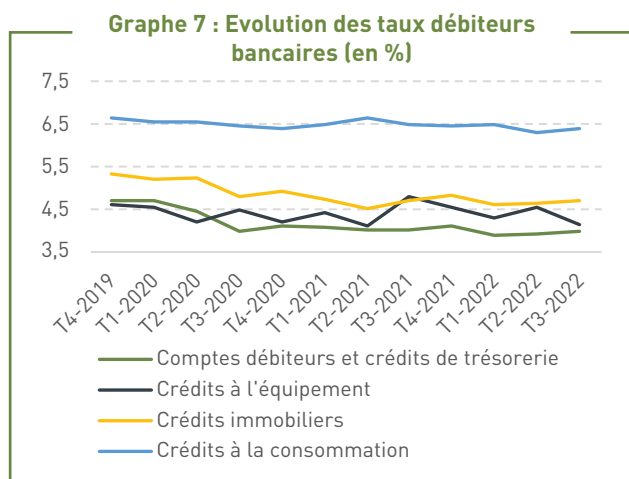
Source : Bank Al-Maghrib

Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a continué à combler le déficit du système bancaire, à travers ses interventions (graphe 5) auprès des banques, avec une moyenne hebdomadaire d'environ 103,5 MrdDH enregistrée en octobre 2022 contre 102,7 MrdDH et 107,6 MrdDH enregistrées respectivement les deux mois précédents. L'encours moyen des injections de Bank Al-Maghrib au cours du mois d'octobre est composé de : 48,5 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 30,9 milliards par des opérations de pension livrée à long terme et 24,1 milliards des prêts garantis à long terme.

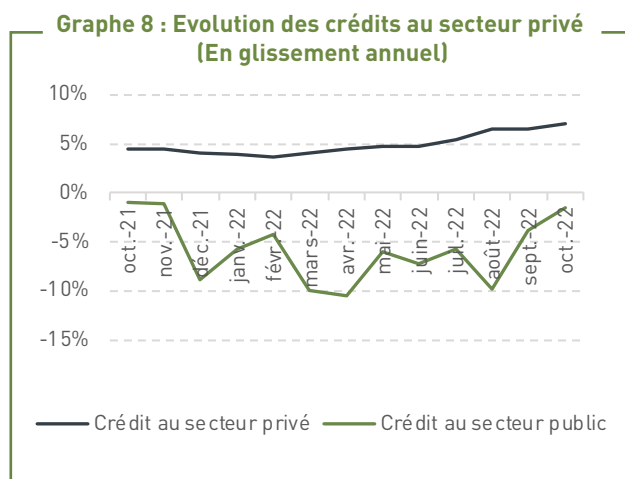
Il est à préciser que depuis le déclenchement de la crise covid19 et afin d'éviter toute sorte de dérapage à la hausse du TMP, Bank Al-Maghrib continue à servir la totalité de la demande des banques lors des appels d'offre à 7 jours, enregistrant ainsi, des excédents par rapport au déficit de liquidité du système bancaire dont le montant a avoisiné les 13 MrdDH au cours du mois d'octobre 2022.

Dans ce contexte, le TMP interbancaire (graphe 6), représentant la cible opérationnelle de la politique monétaire, a évolué à des niveaux quasi-identiques au nouveau taux directeur (2%).

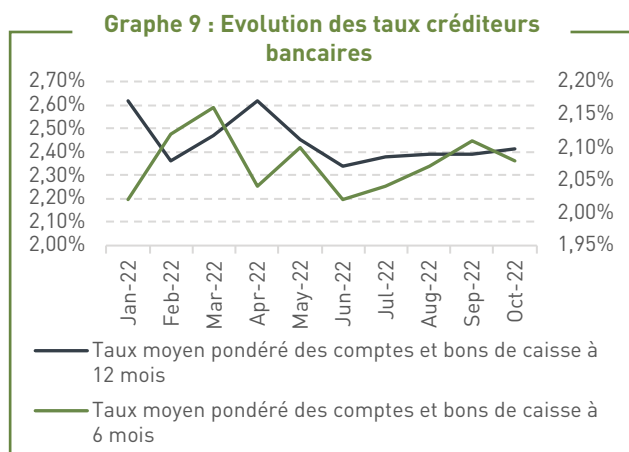
2. Les taux débiteurs et créditeurs bancaires enregistrent des variations peu significatives avec une reprise des crédits au secteur privé et une poursuite de la baisse des dépôts à terme



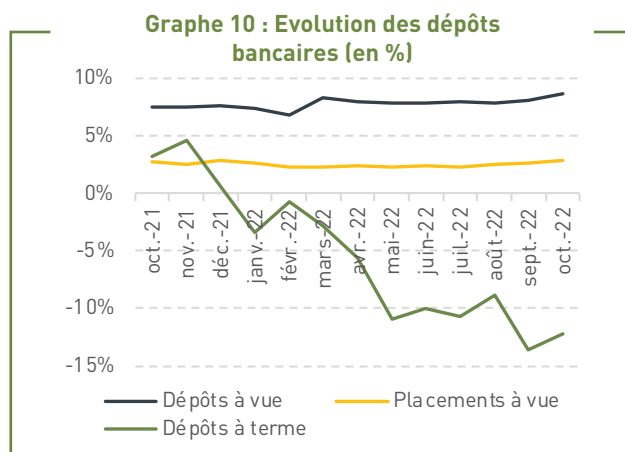
Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib

Selon l'enquête trimestrielle menée par Bank Al-Maghrib auprès des banques sur les taux débiteurs relative au T3-202, le Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) enregistrée en T2-2022 à 4,29% (graphe 7), soit +0,01% comparativement au trimestre précédent, ce taux ressort en légère baisse en T3-2022 de -4 Pbs à 4,25% après une quasi-stabilité à 4,29% enregistrée le trimestre précédent. Cette faible régression couvre une stabilité des taux assortissant les prêts aux entreprises à 4,04% contre une hausse de ceux relatifs aux particuliers de 19 points à 5,33%.

La stabilité des taux associés aux prêts accordés aux entreprises couvre un recul de 46 Pbs de ceux des prêts à l'équipement et un accroissement de 9 points de ceux des facilités de trésorerie. Par taille d'entreprise, les taux ont augmenté de 12 Pbs pour les TPME et de 8 Pbs pour les grandes entreprises. Parallèlement, la hausse de 19 Pbs des crédits accordés aux particuliers résulte d'un accroissement de 7 points de ceux des prêts à la consommation et une stabilité de ceux des crédits à l'habitat.

Dans ces conditions, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires au secteur privé (graphe 8) a progressé en mois d'octobre 2022 de 7,1% contre 6,6% et 6,5% enregistrés les deux mois précédents et 4,4% une année auparavant. La hausse du taux d'accroissement des crédits au secteur privé demeure toujours alimentée par les comptes débiteurs et les crédits de trésorerie et à l'habitat contre des replis, moins importants, de ceux destinés à l'équipement et à la promotion immobilière.

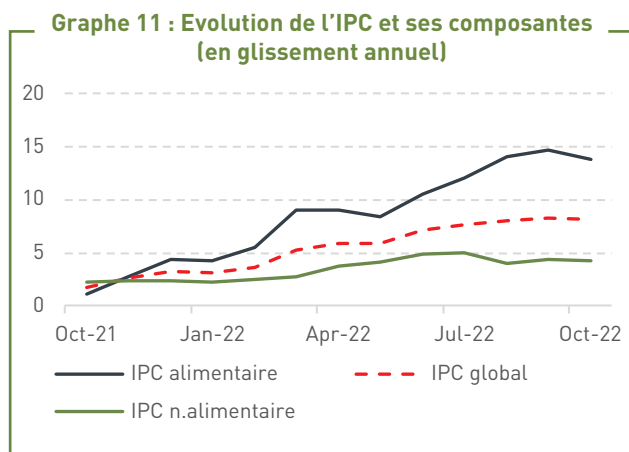
S'agissant des taux créditeurs bancaires, reflétant la deuxième partie du canal de transmission « taux » de la politique monétaire, ils ont enregistré des variations peu significatives en mois d'octobre avec une faible progression de 0,03% des taux associés aux dépôts à terme à 1 an à 2,41% contre une légère baisse similaire pour les dépôts à 6 mois à 2,08%, d'un mois à l'autre.

Dans ce cadre, le processus d'accroissement de la liquidité des dépôts bancaires, entamé depuis le déclenchement de la crise covid19 et la baisse du taux directeur, se poursuit avec une baisse, en glissement annuel, des dépôts à terme de -12,2% à fin octobre 2022 contre un accroissement de 8,6% des dépôts à vue et de 7,2% de la circulation fiduciaire. Toutefois, le rythme d'accroissement des placements à vue, dans les comptes sur carnets et livrets, reste quasi-stable autour de 2,5%.

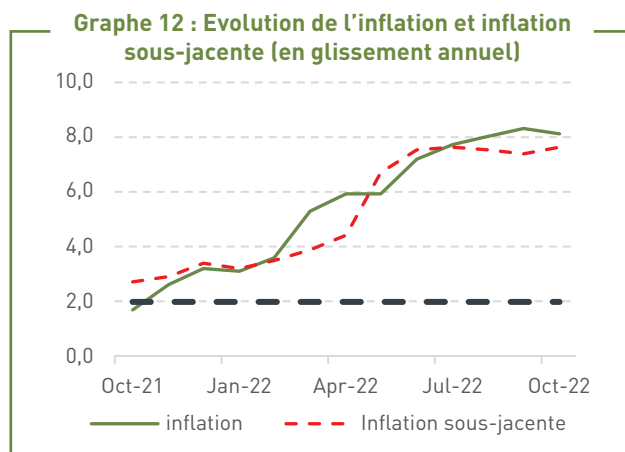
En résumé, sur la base des indicateurs de haute fréquence publiés par Bank Al-Maghrib, la transmission de la dernière hausse du taux directeur, de 50 Pbs en septembre à 2%, vers les taux débiteurs et créditeurs est quasi-nulle.

Il est à rappeler que l'efficacité du canal taux, représente un facteur déterminant pour atteindre l'objectif final de stabilité des prix. En effet, la réaction des taux débiteurs et créditeurs, proportionnellement à la hausse du taux directeur, devrait ralentir les crédits et favoriser l'accroissement de l'épargne, générant ainsi, un ralentissement de la demande globale intérieure.

3. Une poursuite de la montée de l'inflation et la composante sous-jacente sous le triple effet : d'un choc exogène, de la sécheresse et d'une transmission vers les prix des biens non échangeables



Source : HCP



Source : HCP

A l'image de la quasi-majorité des pays au niveau international, particulièrement ceux dont le taux de dépendance aux importations en matières premières, en demi-produits et en énergie est élevé, le Maroc enregistre un dérapage à la hausse de l'inflation. Ainsi, l'inflation (graphe 9) mesurée par l'évolution en glissement annuel de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) a augmenté passant à un niveau historiquement élevé de 8,1% et 8,3% en octobre et septembre 2022 contre 1,7% et 1,2% par ordre une année auparavant.

Cette envolée découle de deux principales origines : **(i)** la forte hausse des prix des matières premières et énergétiques au niveau international, ce qui a généré un accroissement des coûts de production de l'industrie manufacturière locale et un renchérissement des biens de consommation importés, **(ii)** un choc d'offre sur l'alimentation frais en liaison avec le mauvais déroulement de la campagne agricole 2021-2022, avec une pluviométrie historiquement basse et un recul important du taux de remplissage des barrages, lequel est passé à 23,8% à fin novembre 2022 contre 34,7% une année auparavant et **(iii)** la transmission de la hausse des prix vers les biens non échangeables avec l'international, en liaison avec la hausse du coûts des intrants, notamment les matières premières et le coût du transport, et la recherche de la préservation, des marges de bénéfices et du pouvoir d'achat, par les artisans et les prestataires de services nationaux.

Par conséquent, les deux composantes de l'inflation, en l'occurrence alimentaire et non alimentaire, ont connu des hausses importantes avec des niveaux historiquement élevés de la composante alimentaire de 13,8% et 14,7% respectivement en octobre et septembre 2022 et une évolution de 4,3% et 4,4% respectivement pour les produits non alimentaires.

En outre, l'inflation sous-jacente (graphe 10), qui exclut les prix des produits volatiles et administrés ainsi que les carburants et lubrifiants, représentant ainsi la véritable cible de la politique monétaire, a enregistré des dérapages importants à la hausse au cours des derniers mois, dépassant ainsi, le seuil de 7%, à 7,6% enregistrée à fin octobre 2022.

Cependant, il est à préciser que cette envolée de l'inflation, aussi bien globale que sous-jacente, n'émane pas d'un accroissement de la demande des ménages, ou bien d'une source monétaire, comme en témoigne aussi bien le niveau élevé du taux de chômage, estimé à 11,4% en T3-2022, et la faible reprise des crédits à la consommation de seulement 3,8% en glissement annuel à fin octobre-2022 contre une moyenne de 4,8% enregistrée en 2018 et 5,6% en 2017.

Nos prévisions

Sur la base de l'ensemble des évolutions présentées ci-dessus, plusieurs faits majeurs caractérisent le comportement des sphères monétaire, financière et réelle, aussi bien au niveau national qu'international, et ce, depuis la tenue du dernier Conseil de Bank Al-Maghrib en septembre 2022.

- Au niveau international :

- La poursuite du resserrement des politiques monétaires, adoptées par la quasi-majorité des Banques centrales au niveau international, même dans certains pays où les tensions inflationnistes sont d'origine externe ou bien lié à un choc d'offre à l'image du Maroc. En effet, face au risque de durabilité de l'inflation, les Banques centrales cherchent à ancrer les anticipations d'inflation des opérateurs et ménages en vue de briser le cycle vicieux inflationniste.

- Au niveau national :

- Le redressement du taux d'accroissement des prêts accordés au secteur privé, et ce grâce aux différents mécanismes de garantis mis en place en collaboration avec Tamwilcom, ancienne Caisse Centrale de Garantie (CCG), qui favorisent une distribution de l'ensemble des catégories de crédits en faveur des entreprises à des taux privilégiés.
- La persistance des dérapages inflationnistes, alimentaires et non alimentaires, impactant aussi bien la composante globale que sous-jacente, laissant présager ainsi, une durabilité de l'inflation pour le prochain exercice 2023, principalement sur la base d'un effet psychologique d'anticipation par les opérateurs et les ménages.
- Les perspectives favorables de la croissance économique en 2023, sur la base de l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne 2022-2023 avec une production céréalière autour de 75 millions de quintaux.

Tenant compte de l'ensemble de ses évolutions et perspectives, ainsi que de la nouvelle stratégie de resserrement de la politique monétaire annoncée par Bank Al-Maghrib lors du dernier Conseil, **nous pensons qu'il est plus probable que le Conseil de Bank Al-Maghrib augmente, pour la deuxième fois consécutive, le taux directeur de 50 Pbs à 2,50%.**

Annexe I : cadre de la politique monétaire au Maroc et évaluation théorique des impacts d'une politique monétaire restrictive

« La Banque définit et conduit en toute transparence la politique monétaire dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. L'objectif principal de la Banque est de maintenir la stabilité des prix » article 6 de la Loi n° 40-17 portant statut de Bank Al-Maghrib.

Toutefois, la stabilité des prix est garantie à moyen terme selon un horizon de prévision, que Bank Al-Maghrib a fixé en 8 trimestres, et ce tenant compte du délai nécessaire pour la transmission des décisions de la politique monétaire vers les taux d'intérêt sur les différents marchés, les anticipations des agents économiques et les prix des actifs, la demande globale de biens et services, et par ricochet, l'inflation.

Par ailleurs, le cadre de la politique monétaire nationale représente une particularité par rapport à la classification mondiale, notamment celle du FMI, considérée comme la référence par les investisseurs internationaux. En effet, le FMI classe l'ensemble des pays ayant un régime de change fixe, à l'image du Maroc, parmi ceux adoptant un cadre de politique monétaire axé sur l'ancrage du taux de change. Par conséquent, l'adoption officielle d'un cadre de politique monétaire, avec comme cible finale explicite l'inflation, à l'image des Banques centrales des économies développées, nécessite une transition vers un régime de change intermédiaire ou flexible.

La particularité du cas marocain résulte du faible mouvement de capitaux étrangers, ce qui impacte très modestement le taux de change du MAD, donnant ainsi, une indépendance à la politique monétaire, qui reste focalisée sur les deux principaux objectifs, en l'occurrence l'inflation à moyen terme et le soutien de la croissance économique.

De même, la structure du panier de consommation national, représentant la base de l'indice des prix à la consommation (IPC), est marquée par la prédominance de la composante alimentaire et échangeable. Ainsi, historiquement les dérapages de l'inflation sont plus liés soit à un choc d'offre sur l'alimentation frais, à l'image de la saison agricole 2021/2022, ou bien à un choc sur les biens échangeables, en l'occurrence l'inflation importée suite à une envolée des prix à l'international.

Par conséquent, les décisions de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib devraient principalement impacter l'inflation à l'horizon de 8 trimestres et idéalement s'inscrire en ligne avec les objectifs des politiques économiques du Gouvernement, visant en cette période post-crise covid19 la relance de la croissance et l'amélioration des conditions de vie des citoyens. De même, la nature des chocs inflationnistes que subit le Royaume actuellement résulte plus d'un choc d'offre et importé, transmis vers les prix des biens non échangeables, plutôt qu'une hausse de la demande des ménages ou bien un rétrécissement du potentiel de production mesuré par l'out-put gap.

Dans ce cadre, le bilan prévisionnel, selon CDG Capital Insight, d'une poursuite du rétrécissement de la politique monétaire à travers de nouvelles hausses du taux directeur :

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">• Ancrage des anticipations d'inflation des ménages et retour plus rapide vers l'objectif de stabilité des prix ;• Amélioration des taux créditeurs bancaires et des rendements obligataires ;• Baisse sensible de la composante liquide de la masse monétaire en circulation et des dépôts à vue en faveur de l'épargne.	<ul style="list-style-type: none">• Rétrécissement des conditions de financement et ralentissement des crédits ;• Affaiblissement de la croissance économique.• Renchérissement du coût de financement du Trésor public et des entreprises et établissements publics.• Pression à la baisse des cours boursiers (toutes choses égales par ailleurs).



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

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@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 en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.