

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT



Region	Mar2021	Apr2021	May2021
CA	9184	1014	1977
AZ	8391	6142	9932
T	7297	8068	10224
	1417	2675	6182
	8504	7539	6182



FLASH PRÉ-CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB



15 mars 2023

Economiste
Ahmed Zhani
ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le premier Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2023, se tiendra le 21 mars 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 et surtout la transmission de la hausse des prix des biens échangeables vers les biens non échangeables, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé à l'issu des deux dernières réunions, tenues le 27 septembre et le 20 décembre 2022, de relever le taux directeur, deux fois successives, de 50 Pbs, le ramenant ainsi, de 1,50% à 2,50% à fin 2022.

Comme précisé dans les communiqués : « ***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, des révisions à la hausse des prévisions d'inflation par Bank Al-Maghrib pour l'année 2023 de 1,9% (0,4% en mois de septembre et 1,5% en mois de décembre) à 3,9%.

Au niveau international, bien que certaines Banques centrales, à l'image de la FED et de la Banque du Canada, ont décidé de ralentir leurs cycles de resserrement de la politique monétaire afin de réduire le choc sur la reprise économique, la persistance du dérapage inflationniste conjugué à des taux de chômage historiquement faibles, largement en-dessous du taux de chômage d'équilibre de leurs systèmes économiques, ont remis en cause ce ralentissement/pause du resserrement de leurs politiques monétaires respectives.

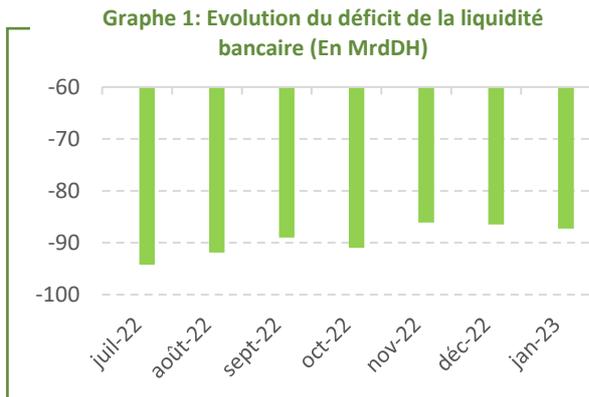
Le premier Conseil de Bank Al-Maghrib au titre de l'année 2023 intervient dans un contexte, national et international, particulier marqué par : **(i)** la persistance d'un niveau élevé de l'inflation de 8,9% à fin janvier, particulièrement d'ordre alimentaire (+16,8%), **(ii)** une amélioration de la distribution des crédits bancaires en dépit de la légère correction à la hausse des taux débiteurs, **(iii)** une poursuite de l'accélération de la masse monétaire M3, notamment la partie liquide (monnaie fiduciaire et compte à vue) au détriment des comptes à termes et **(iv)** des perspectives de croissance favorables grâce au bon déroulement de la campagne agricole 2022/2023 et la consolidation de certaines branches tertiaires à l'image du tourisme et du transport.

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.

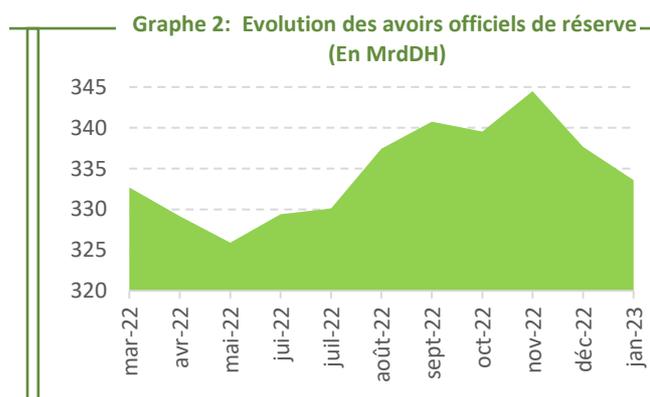
¹ Annexe I : un rappel du cadre de la politique monétaire marocain, sur la base des statuts de Bank Al-Maghrib et la classification du FMI, accompagné d'une évaluation théorique des avantages/inconvénients d'une poursuite du resserrement de la politique monétaire à travers de nouvelles hausses du taux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

1. Après la légère atténuation enregistrée à fin 2022, le déficit de la liquidité bancaire renoue avec la hausse sous l'effet conjugué des trois facteurs autonomes de la liquidité bancaire (FALB)

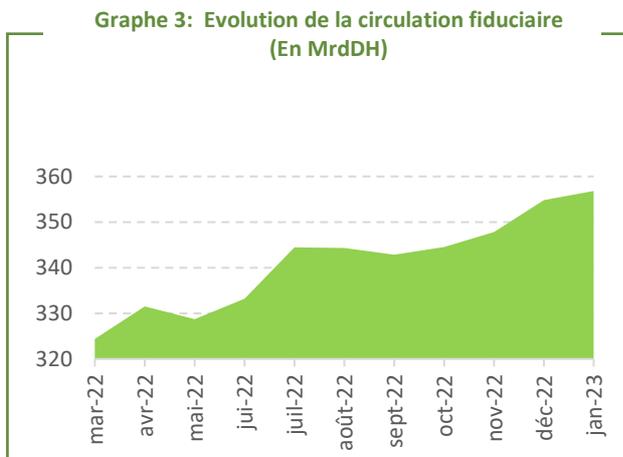
Après le recul enregistré au cours des deux derniers mois de l'année 2022, le déficit de liquidité du système bancaire (**graphe 1**) renoue avec la hausse au cours du mois de janvier 2023. Ainsi, la moyenne hebdomadaire du déficit est passée à -87,3 MrdDH enregistré en janvier 2023 contre -86,5 MrdDH un mois auparavant, soit une légère hausse d'environ 800 MDH.



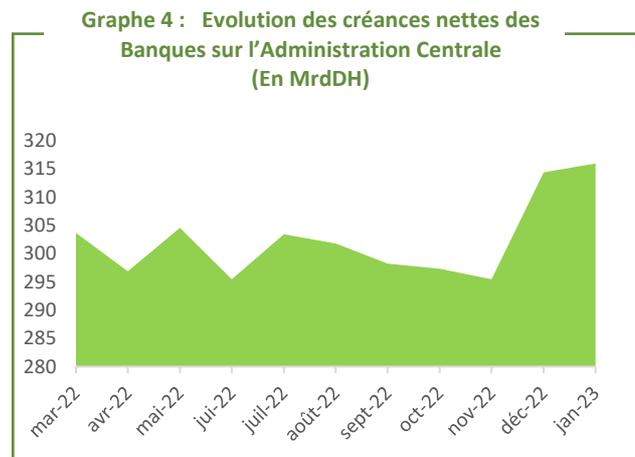
Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib

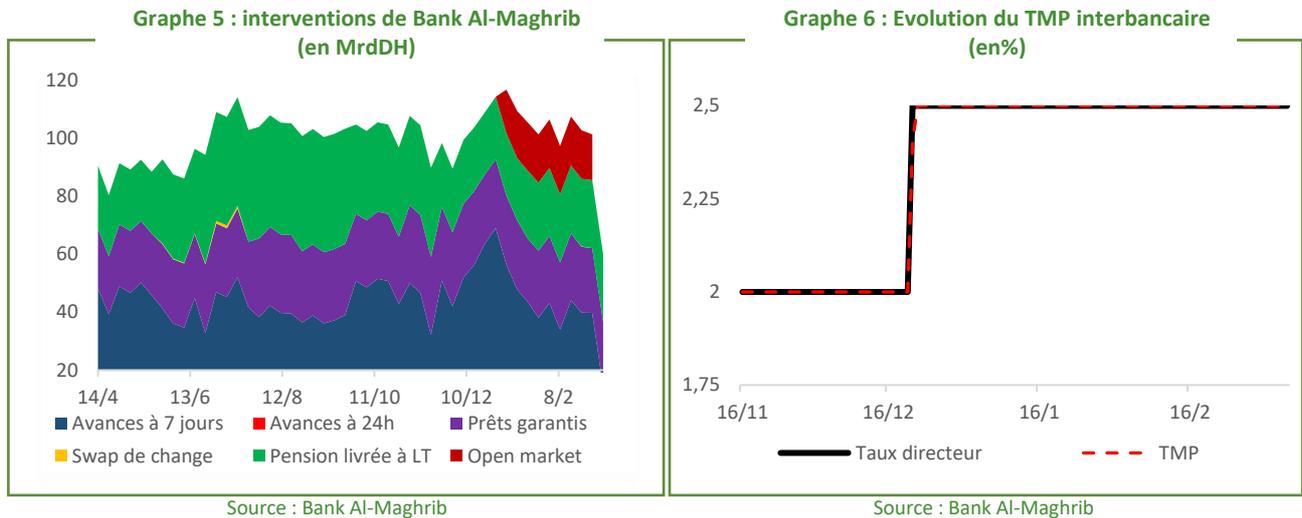


Source : Bank Al-Maghrib

Cette nouvelle orientation haussière s'explique par une détérioration conjuguée de trois facteurs autonomes de la liquidité bancaire (FALB), en l'occurrence : (i) une baisse importante des avoirs officiels de réserve (**graphe 2**) d'environ -10,9 MrdDH, enregistrée au cours des mois de décembre 2022 (-6,9 MrdDH) et janvier 2023 (-4 MrdDH) pour passer à 333,6 MrdDH et (ii) une poursuite de la forte hausse de la circulation fiduciaire (**graphe 3**), qui a augmenté de 9 MrdDH au cours de la même période pour s'établir à 357 MrdDH, soit +7 MrdDH en décembre 2022 et +2 MrdDH en janvier 2023.

De même, et après un recul enregistré sur la période juillet-novembre 2022, les créances nettes sur l'Administration centrale (**graphe 4**) ont considérablement augmenté au cours des 2 derniers mois : de 21 MrdDH pour passer à 316 MrdDH, avec +19 MrdDH en mois de décembre 2022 et +2 MrdDH le mois d'après.

En effet, après un blocage enregistré sur le marché primaire des bons du Trésor au début du deuxième semestre de l'année 2022, particulièrement pour les levées sur les maturités moyennes et longues, et ce en liaison avec l'envolée des taux proposés par les opérateurs et la faible demande sur ces segments, le recours du Trésor à des émissions de très court terme (32 jours et 45 jours) et celles à taux variables d'une part, et l'alignement de la courbe secondaire de Bank Al-Maghrib sur les niveaux E-Bonds et celle du primaire, d'une manière graduelle, sur les niveaux marchés, de l'autre, ont favorisé un déblocage de la situation et la réalisation de levées brutes importantes au cours des deux derniers mois.



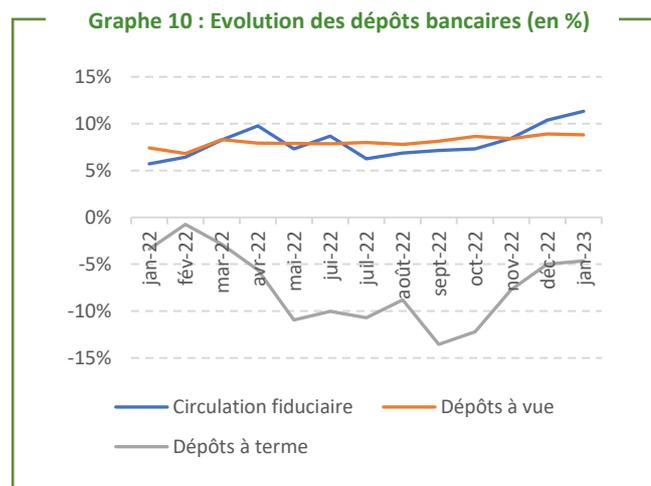
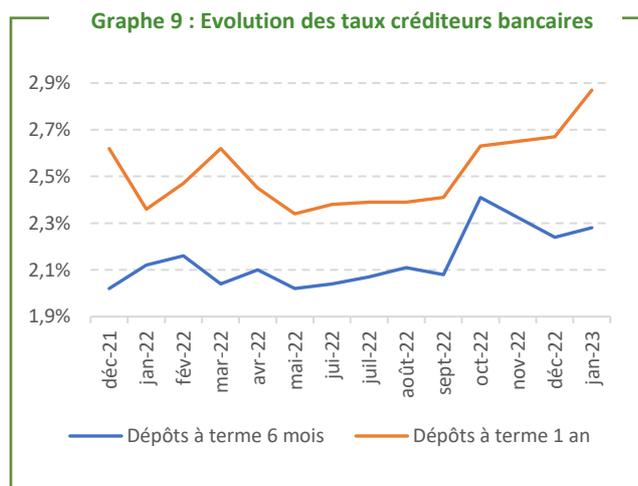
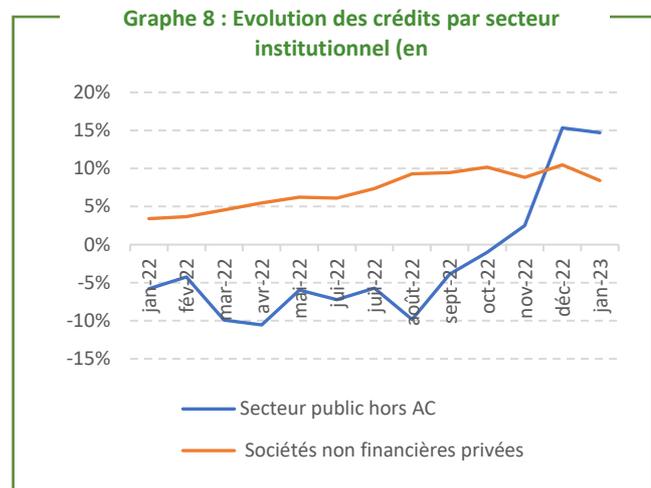
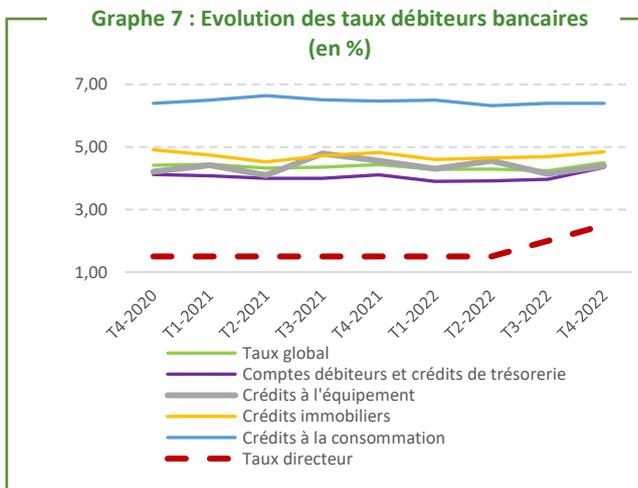
Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a continué à combler le déficit du système bancaire, à travers ses interventions (**graphe 5**) auprès des banques, avec une moyenne hebdomadaire d'environ 101,9 MrdDH enregistrée en mois de janvier 2023 contre 103,3 MrdDH le mois précédent. L'encours moyen des injections de Bank Al-Maghrib au cours du mois de janvier est composé de : 56,6 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 21,5 milliards à travers les opérations de pension livrée à long terme et 23,8 milliards dans le cadre 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 14,6 MrdDH au cours du mois de janvier 2023.

De même, Bank Al-Maghrib a décidé, à partir de la deuxième semaine du mois de janvier 2023, le recours à un instrument structurel de la politique monétaire, en l'occurrence les opérations d'open market, à travers l'organisation hebdomadaire, chaque lundi de la semaine, d'un appel d'offre pour l'achat des bons du Trésor sur le marché secondaire, dont la maturité est inférieure à une année. Bank Al-Maghrib a fixé un plafond de 25 MrdDH pour ces opérations, dont l'encours au 13 mars 2023 s'élève à 15,8 MrdDH.

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 (2,5%).

2. Les taux débiteurs et créditeurs bancaires enregistrent globalement des variations à la hausse, mais qui restent sans véritable impact sur l'évolution des crédits et la structure des dépôts bancaires :



Source: Bank Al-Maghrib

Source: Bank Al-Maghrib

Après la légère baisse enregistrée en T3-2022 de -4 Pbs à 4,25% (**graph 7**), le Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) a augmenté de 26 Pbs en T4-2022 pour passer à 4,50%. Cette hausse, recensée dans le cadre de l'enquête trimestrielle menée par Bank Al-Maghrib auprès des banques sur les taux débiteurs, recouvre un accroissement de 39Pbs des taux assortissant les prêts aux particuliers à 5,72% et de 26 Pbs à 4,30% pour ceux destinés aux entreprises.

La hausse des taux associés aux prêts accordés aux entreprises découle d'une augmentation de 24 Pbs de ceux des prêts à l'équipement et de 26 Pbs de ceux des facilités de trésorerie. Par taille d'entreprise, les taux ont augmenté de 10 Pbs pour les TPME et de 32 Pbs pour les grandes entreprises. Parallèlement, la hausse de 39 Pbs des crédits accordés aux particuliers résulte d'un accroissement de 13 Pbs pour les prêts à l'habitat contre seulement 1 Pb pour les crédits à la consommation.

En dépit de la hausse des taux débiteurs, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires au secteur non financier (**graphe 8**) s'est fortement accéléré pour passer à 8%, en glissement annuel, enregistré à fin 2022 contre seulement 2,9% une année auparavant. Ce fort rebond résulte de la progression conjuguée des crédits au secteur privé, particulièrement les entreprises sous format de crédit à l'équipement et les facilités de trésorerie, que ceux destinés aux entreprises publiques ayant connu une envolée importante au cours des deux derniers mois de l'année écoulée.

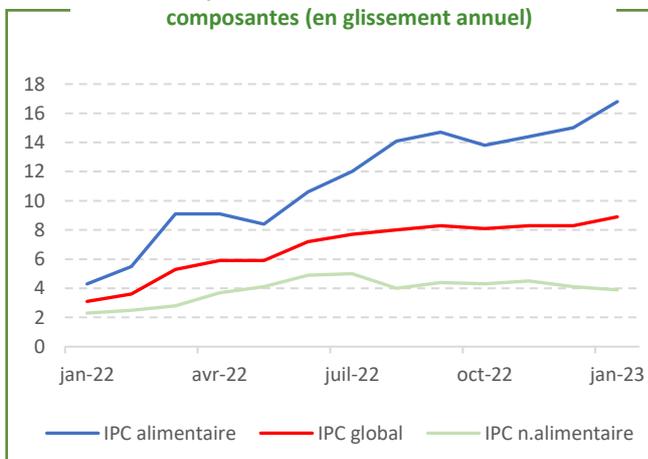
S'agissant des taux créditeurs bancaires (**graphe 9**), reflétant la deuxième partie du canal de transmission « taux » de la politique monétaire, ils ont enregistré des augmentations respectives de 46 Pbs pour les dépôts à terme à 1 an contre seulement 20 Pbs pour ceux à 6 mois.

Dans ce cadre, le processus d'accentuation de la liquidité des dépôts bancaires (**graphe 10**), entamé depuis le déclenchement de la crise covid19, se poursuit mais à un rythme plus atténué avec une baisse, en glissement annuel, des dépôts à terme de -4,6% à fin janvier 2023 contre un accroissement de 8,8% des dépôts à vue et de 11,3% pour la circulation fiduciaire

En résumé, sur la base des indicateurs de haute fréquence publié par Bank Al-Maghrib, la transmission des deux hausses du taux directeur, de 100 Pbs en T4-2022, vers les taux débiteurs et créditeurs demeure partielle. De même, l'impact escompté sur la distribution des crédits (canal crédit) n'est pas encore recensé.

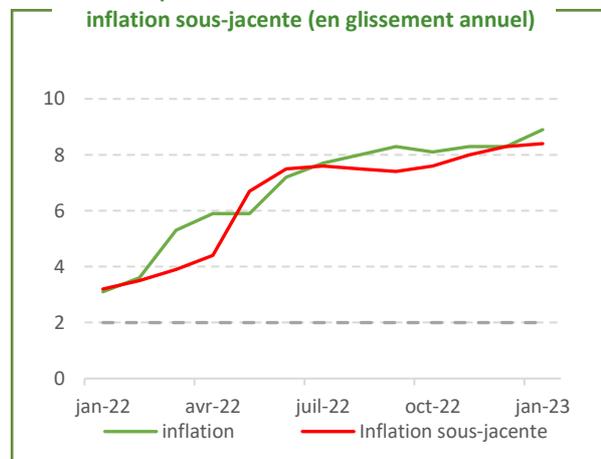
3. Une poursuite de la montée de l'inflation et la composante sous-jacente sous le triple effet : d'un choc exogène, de la sécheresse et d'une transmission vers les prix des biens non échangeables

Graphe 11 : Evolution de l'IPC et ses composantes (en glissement annuel)



Source : HCP

Graphe 12 : Evolution de l'inflation et inflation sous-jacente (en glissement annuel)



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 8,9% à fin janvier 2023 contre 3,1% enregistré une année auparavant.

Cette envolée découle de trois 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 et (iii) la

transmission de la hausse des prix vers les biens non échangeables avec l'international, en liaison avec la hausse des 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 un niveau historiquement élevés de la composante alimentaire de 16,8% et de 3,9% 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, continue d'afficher des niveaux historiquement élevés de 8,4% à fin janvier 2023 et 8,3% le mois précédent.

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 11,8% en 2022, et la faible reprise des crédits à la consommation de seulement 3,3% en glissement annuel à fin 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 décembre 2022.

- **Au niveau international :**

- La poursuite du resserrement des politiques monétaires, adoptées par la quasi-majorité des Banques centrales au niveau international, bien que certaines Banques ont ralenti leur rythme et d'autres ont marqué un temps d'arrêt tout en surveillant la transmission vers l'économie réelle. Toutefois, les signes de surchauffe économique avec des taux de chômage historiquement bas pourraient motiver un retour vers un rythme plus restrictif.

- **Au niveau national :**

- 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 en liaison, notamment, avec la poursuite du processus de la transmission de la hausse des prix des biens échangeables vers les biens non échangeables.
- La forte reprise des crédits en dépit de la réaction partielle des taux débiteurs face à la hausse de 100 Pbs du taux directeur et la poursuite de l'accélération de la masse monétaire, notamment la composante liquide compte tenu des niveaux toujours bas des taux créditeurs bancaires.
- Les perspectives favorables de la croissance économique en 2023 compte tenu principalement du bon déroulement de la saison agricole 2022/2023.

Tenant compte de l'ensemble de ses évolutions et perspectives et de la forte volonté de Bank Al-Maghrib de maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation, **nous pensons qu'il est plus probable que le Conseil de Bank Al-Maghrib augmente, pour la troisième fois consécutive, le taux directeur, avec une nouvelle hausse prévue de 50 Pbs, ramenant ainsi, le taux directeur à 3%.**

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.

L'exception 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 nationale, 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

- 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.

Inconvénients

- 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.
- Dégradation de la performance des entreprises cotées.



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