

Flash pré-Conseil de Bank Al-Maghrib

Economiste

Ahmed Zhani

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le troisième Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2020, se tiendra le 22 septembre pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Il est à rappeler que lors des deux derniers Conseils tenus en mars et juin 2020, des décisions expansionnistes ont été prises en vue d'accompagner l'économie nationale à surmonter les effets de la pandémie Covid19, visant aussi bien une réduction du coût de financement de l'économie qu'un allègement du déficit de liquidité du système bancaire.

Ainsi, les décisions prises par le Conseil de Bank Al-Maghrib lors des deux dernières réunions sont :

- **Conseil de mars 2020 : Baisse de 25 Pbs du taux directeur à 2%.**
- **Conseil de juin 2020 : Baisse de 50 Pbs du taux directeur à 1,5% et délibération totale de la Réserve Monétaire Obligatoire, soit l'équivalent d'une injection structurelle de 12 MrdDH.**

Parallèlement, la conduite de la politique monétaire a connu des changements importants dans ce contexte de crise, particulièrement en termes d'instruments utilisés pour alimenter le déficit de liquidité bancaire, avec un recours plus important aux instruments de long terme, en l'occurrence (i) les pensions livrées à long terme (sur 1 mois et 3 mois), (ii) les prêts garantis aux TPME sur 1 an, (iii) les prêts accordés dans le cadre du programme « Intilaka », sur 1 an, à un taux concessionnel de 1,25% et (iv) 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 à environ 30% de l'encours global des interventions de la Banque centrale contre 90% auparavant.

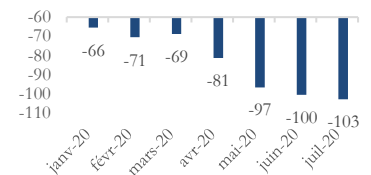
Sur la base des évolutions récentes, aux niveaux des plans monétaire, financier et réel, et les perspectives y afférent, nous essayerons de déterminer les changements possibles, en respectant le processus analytique de Bank Al-Maghrib.

I. Fort creusement du déficit de liquidité bancaire sous l'effet d'une montée en puissance de la circulation fiduciaire:

Le déficit de liquidité du système bancaire (graphe 1) a fortement augmenté passant à une moyenne de -102,7 MrdDH enregistrée en juillet 2020 contre -81,2 MrdDH et -65,5 MrdDH respectivement en mois d'avril et janvier 2020.

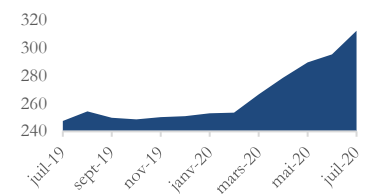
Cet effet est dû particulièrement à un fort accroissement de la circulation fiduciaire (graphe 2), passant de 250 MrdDH à fin 2019 à 312 MrdDH à fin juillet 2020, soit une hausse de 62 MrdDH en sept mois, contre une moyenne de 15 MrdDH enregistrée au cours des trois dernières années fermes. Cette tendance s'explique d'une part, par les retraits importants de cash en liaison avec l'état d'urgence sanitaire et d'autre part, par la

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



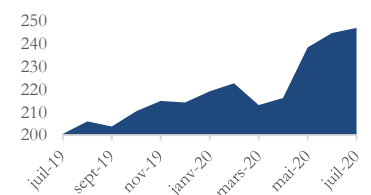
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 2: Evolution de la circulation fiduciaire (en MrdDH)



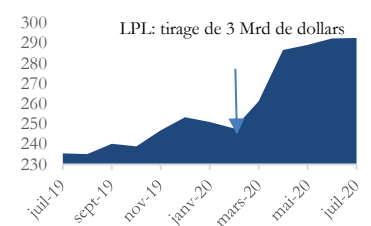
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 3: Evolution des créances nettes sur l'Etat (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 4: Evolution des avoirs officiels de réserve (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

forte baisse des taux créditeurs qui décourage les dépôts bancaires, particulièrement les comptes sur carnet et les dépôts à terme.

De même, les créances nettes sur l'Etat (graphe 3) ont considérablement augmenté au cours des quatre derniers mois en liaison avec la hausse des besoins du Trésor public. En effet, les recettes fiscales ont reculé face à une hausse des charges ordinaires, principalement la masse salariale et les dépenses de fonctionnement.

Cependant, en dépit de la hausse des réserves de change (graphe 4), passant à 292,5 MrdDH à fin juillet 2020 contre 251 MrdDH en début d'année, l'impact sur la liquidité bancaire a été marginal compte tenu de l'origine de cette augmentation, qui découle essentiellement: (i) du tirage sur la LPL du FMI, d'un montant d'environ 3 Mrd de dollars, à titre de précaution contre un choc sur l'équilibre extérieur, qui est resté au niveau du bilan de la Banque centrale et (ii) l'effet du taux de change, qui a donné une réévaluation de la valeur en monnaie nationale des réserves en devises.

Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a augmenté l'encours de ses interventions (graphe 4) auprès des banques, passant à 117,3 MrdDH en moyenne en août 2020 contre seulement 98 MrdDH et 88 MrdDH enregistrées respectivement en Avril et mars. De même, comme précisé ci-dessus, les instruments utilisés ont fortement changé, avec un recours plus important à ceux long terme (pensions livrées à long terme et prêts garantis) contre un recul considérable de l'instrument permanent, en l'occurrence les avances à 7 jours sur appel d'offre.

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. Poursuite de la baisse du Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) et faible reprise du taux d'accroissement des crédits bancaires:

Le TMPGD (graphe 7) a de nouveau reculé de -29 Pbs en T2-2019 pour s'établir à 4,58% après un léger recul de 4 Pbs enregistré le trimestre précédent. Cette baisse considérable reflète la transmission complète de la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib, prise en mars 2020, de baisser le taux directeur de 25 Pbs à 2%. Toutefois, la régression a été plus importante pour les entreprises avec -26 Pbs contre seulement -11 Pbs pour les particuliers. Par catégorie, le taux moyen associé aux crédits à l'équipement a enregistré la plus forte baisse avec -31 Pbs à 4,21% contre -23 Pbs pour les crédits de trésorerie à 4,41% et seulement -6 Pbs pour l'immobilier à 5,22%.

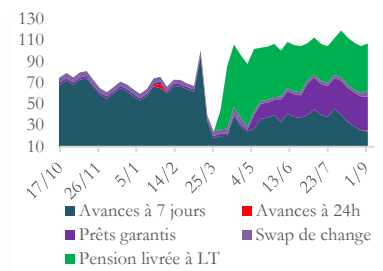
Cependant, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires (graphe 8) a légèrement augmenté, passant à 5,8 % en juillet 2020 contre 5,1% enregistré une année auparavant. De même, cette légère hausse résulte essentiellement d'une montée en puissance des taux de croissance des créances en souffrances (+14,2%) et des comptes débiteurs (+12,7%) contre seulement +4,3% pour l'équipement et +1,8% pour l'immobilier.

III. L'inflation entame un cycle déflationniste sous l'effet d'un IPC alimentaire en recul et une inflation non alimentaire quasi-nulle:

En dépit de la mauvaise campagne agricole 2019/2020, l'inflation alimentaire demeure maîtrisée avec une moyenne de 1,1% enregistrée au cours des trois premiers mois de l'année contre une déflation de 0,9% enregistrée la même période une année auparavant. De même, l'inflation non alimentaire évolue à des niveaux proches de 0%. Dans ces conditions, l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) (graphe 9) a entamé un cycle déflationniste sur la période mai-juillet, ramenant ainsi, l'inflation globale, mesurée par la moyenne sur l'année à un niveau proche de 0, soit 0,5% à fin juillet.

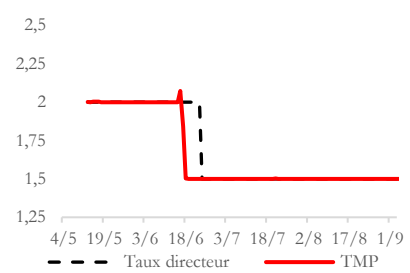
Parallèlement, l'inflation sous-jacente (graphe 10), qui exclut les prix des produits volatiles et administrés, représentant la véritable cible de la politique monétaire, s'affiche à un niveau maîtrisé de 0,7% à fin juillet, bien que ça reste largement inférieure au seuil théorique de 2%.

Graphe 5 : interventions de Bkam (en MrdDH)



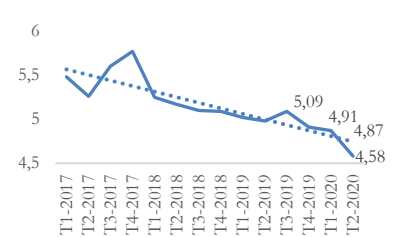
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 6 : Evolution du TMP interbancaire (en%)



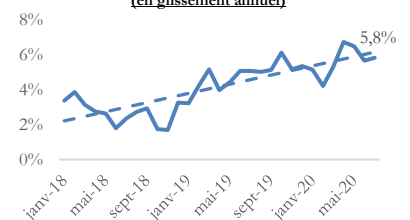
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 7 : Evolution du TMPGD (en %)



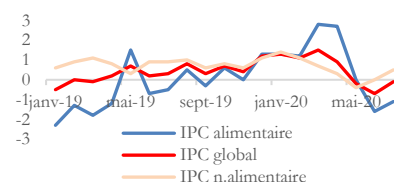
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 8 : Evolution des crédits bancaires (en glissement annuel)

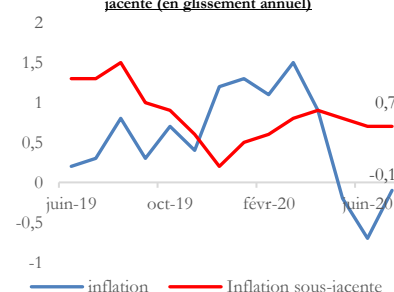


Source : Bank Al-Maghrib

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



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



Source : HCP

Nos prévisions :

Lors des derniers Conseils de Bank Al-Maghrib, les décisions laissent apparaître une nouvelle orientation expansionniste de la politique monétaire après une longue période de statut quo (depuis mars 2016). En effet, le contexte particulier de la pandémie Covid19 et les mesures de confinement sanitaire ont fortement impacté la conjoncture nationale, nécessitant ainsi, la multiplication des efforts en vue d'accompagner le système productif national à surmonter cette crise.

En absence de risques inflationnistes en liaison avec la baisse prévue de la demande, avec la hausse anticipée du chômage, le recul des transferts des MRE et des crédits, Bank Al-Maghrib, en vertu de son statut (article 6), devrait s'inscrire en cohérence avec la politique économique et financière du Gouvernement. Ainsi, l'orientation expansionniste de la politique monétaire devrait se consolider au cours des prochains trimestres, aussi bien en termes de liquidité que de coût de financement de l'économie, et ce en vue de soutenir l'économie nationale à retrouver le cycle de la reprise.

La nouvelle stratégie de Bank Al-Maghrib pour combler le déficit de liquidité du système bancaire, avec un recours plus important aux instruments de long terme au détriment des avances à 7 jours, s'affiche d'une grande efficacité comme en témoigne la maîtrise totale de la cible opérationnelle, en l'occurrence le TMP au niveau du taux directeur.

Toutefois, à l'instar des économies développées et de certaines émergentes, la forte dégradation de la conjoncture et le fort recul du rendement des entreprises, nécessiteraient plus d'effort en termes de réduction du coût de financement aussi bien pour la sphère publique que pour le secteur privé.

Les niveaux des taux débiteurs moyens actuels, particulièrement ceux associés aux crédits à l'équipement et trésorerie, demeurent élevés tenant compte de la conjoncture actuelle et de ses perspectives, notamment la dégradation prévue du rendement du tissu productif, comme en témoigne la décroissance prévue en 2020 des secteurs secondaire et tertiaire, avec des taux de croissance respectifs de -6,9% et -4,5%, tels que prévus par le HCP.

Par conséquent, nous pensons qu'il n'est pas exclu que Bank Al-Maghrib ait recours à de nouvelles baisses du taux directeur lors de ses deux prochains Conseils prévus pour l'année 2020.



CDG Capital Research

Casablanca, Maroc

Tel: 0522 23 97 12

Economiste

Ahmed ZHANI

Ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Research Actions

Fatima-Zahra BENJDYA

Fatima-zahra.benidya@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal ALAOUI

manal.alaoui@cdgcapital.ma

Avertissement

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Research. C'est une Direction indépendante des autres métiers du personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers lors de 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 de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérées par des considérations commerciales. Ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumises à des changements sans la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation de CDG Capital Research.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas une recommandation de CDG Capital Research au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses. 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 leur investissement. Le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande, les taux d'intérêts et les taux de change.

Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital Research. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou divulguer son contenu à des tiers sans l'autorisation de la Direction.