

Flash pré-Conseil de Bank Al-Maghrib (prévu le 15 décembre 2020)

Economiste

Ahmed Zhani

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le dernier Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2020, se tiendra le 15 décembre pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Ce Conseil intervient dans un contexte national et international globalement difficile marqué par un fort ralentissement de la croissance, en résultat des mesures de confinement mises en œuvre par les autorités publiques en vue de limiter la propagation de la pandémie. A cet effet, les instances gouvernementales ont démontré une forte volonté de soutenir l'économie nationale en facilitant l'accès au financement, avec comme résultat une timide reprise des crédits pour le secteur privé et un renchérissement du coût de financement du Trésor public, et ce en liaison avec la forte dégradation de ses recettes fiscales, générant ainsi, une détérioration de son équilibre budgétaire, particulièrement au niveau de la partie ordinaire.

A cet égard, il est à rappeler que depuis le début de la pandémie, la banque centrale a adopté des mesures expansionnistes à travers :

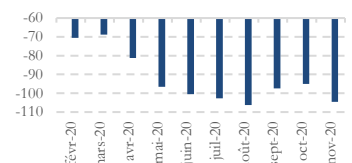
- Les deux baisses du taux directeur de mars (-25 Pbs) et juin (-50 Pbs) avec un élargissement du collatéral et une révision des coefficients de décote des actifs ; et
- Le changement dans son mode d'intervention en termes d'instruments utilisés pour combler le déficit de liquidité bancaire, avec un 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 aux TPME sur 1 an, les prêts accordés dans le cadre du programme « Intilaka », sur 1 an, à un taux concessionnel de 1,25% 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 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 termes de conduite de la politique monétaire.

I. Après une légère atténuation, le déficit de liquidité du secteur bancaire s'accroît, en novembre, sous l'effet de la hausse de la monnaie fiduciaire et des créances nettes sur l'Etat:

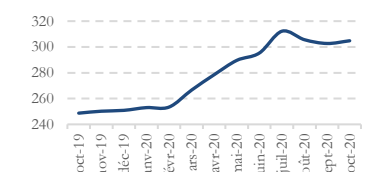
Après le pic de -106 MrdDH enregistré en août, le déficit de liquidité du système bancaire (graphe 1) s'est atténué aux mois de septembre et octobre, passant à respectivement - 97 MrdDH et -95 MrdDH, avant de s'accroître à -105 MrdDH en novembre. Cette évolution s'explique principalement par le fort accroissement de la circulation fiduciaire (graphe 2), passant de 250 MrdDH à fin 2019 à 305 MrdDH à fin octobre 2020, soit une hausse de 55 MrdDH en dix mois, contre une moyenne de 15 MrdDH enregistrée au cours des trois dernières années fermes.

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



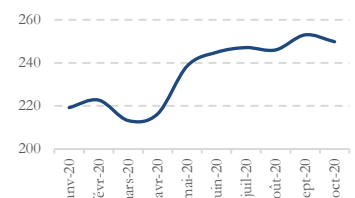
Source : Bank Al-Maghrib

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



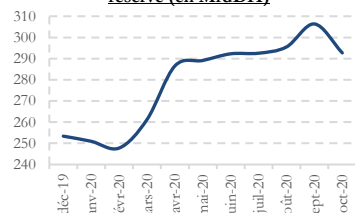
Source : Bank Al-Maghrib

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

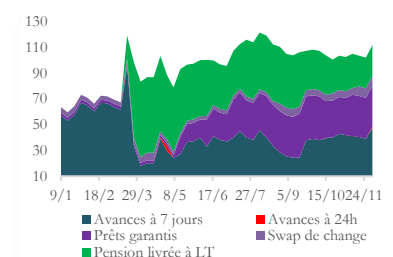


Source : Bank Al-Maghrib

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



Graphe 5: interventions de Bkam (enMrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

Ce fort rebond est dû d'une part, aux retraits importants de cash en liaison avec l'état d'urgence sanitaire et d'autre part, à la 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 de la période de mai à octobre 2020, passant de 216 MrdDH à 250 MrdDH, 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.

Parallèlement, les avoirs officiels de réserve de change (graphe 4) ont légèrement reculé au cours des derniers mois pour passer à 293 MrdDH à fin octobre contre 306 MrdDH un mois auparavant. Ce recul s'explique par le remboursement du prêt du Trésor public à l'international, et dans une moindre mesure, le déséquilibre extérieur essentiellement généré par un recul des recettes touristiques et des flux d'IDE.

Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a augmenté l'encours de ses interventions (graphe 4) auprès des banques, passant à 112,6 MrdDH au début du mois de décembre contre une moyenne de 105,3 MrdDH en septembre 2020. De même, dans la quasi-majorité des appels d'offre à 7 jours, la Banque centrale servait la totalité de la demande des banques en vue de s'assurer de l'équilibre du marché interbancaire.

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) conjugué à un recul du taux d'accroissement des crédits bancaires:

Le TMPGD (graphe 7) a de nouveau reculé de -28 Pbs en T3-2020 pour s'établir à 4,30% après une baisse de -29 Pbs enregistrée le trimestre précédent. Cette deuxième baisse reflète la transmission partielle de la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib, prise en juin 2020, de baisser le taux directeur de 50 Pbs à 1,5%. Ainsi, les taux moyens pondérés ont baissé de 44 pbs à 3,97% pour les facilités de trésorerie, de 43 pbs à 4,79% pour les concours immobiliers et de 62 Pbs à 6,47% pour les prêts à la consommation. En revanche, le TMP associé aux crédits à l'équipement a progressé de 16 pbs à 4,37%.

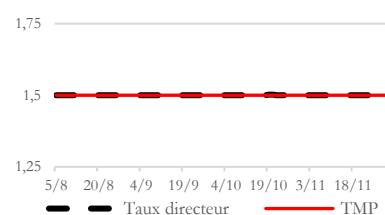
Cependant, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires (graphe 8) a légèrement reculé, passant à 4,3 % en octobre 2020 contre 5,2% et 4,9% enregistrés les deux mois précédents. Cette légère baisse résulte essentiellement d'un ralentissement du taux de croissance des crédits accordés aux entreprises, en l'occurrence les concours à l'équipement et les crédits de trésorerie, face à une poursuite de l'accélération des créances en souffrance à 14,3%, en glissement annuel, à fin octobre contre 12,8% et 11,8% par ordre les deux mois auparavant.

III. Hausse de l'inflation sous l'effet d'une reprise importante de la composante alimentaire:

Compte tenu des mauvaises conditions climatiques ayant marqué le début de la saison agricole en cours avec une faible pluviométrie, l'inflation alimentaire a enregistré une hausse significative au cours des derniers mois avec 2,7% à fin octobre et 2,9% à fin septembre contre des déflations de -1,1% et -1,6% affichées respectivement en juillet et juin. Cette envolée, associée à un ralentissement de la composante non alimentaire, a engendré une hausse de l'inflation globale à 1,3% et 1,4% en octobre et septembre contre -0,1% et -0,7% enregistrées respectivement en juin et juillet.

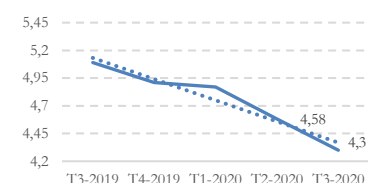
Toutefois, l'inflation sous-jacente (graphe 10), qui exclut les prix des produits volatiles et administrés, représentant la véritable cible de la politique monétaire, a reculé à 0,2% en octobre et septembre contre 0,7% enregistré en juin et juillet, démontrant ainsi, que l'origine de cette envolée conjoncturelle de l'inflation globale est un choc d'offre sur les prix de l'alimentation frais.

Graphe 6 : Evolution du TMP interbancaire (en%)



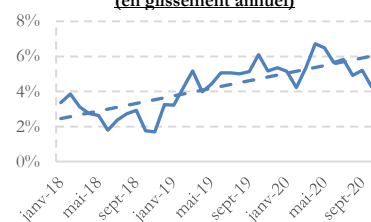
Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 7 : Evolution du TMPGD (en%)



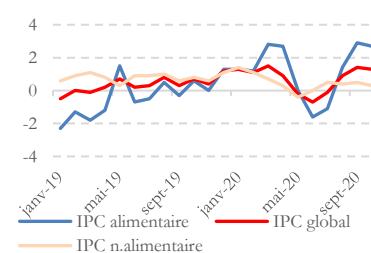
Source : Bank Al-Maghrib

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

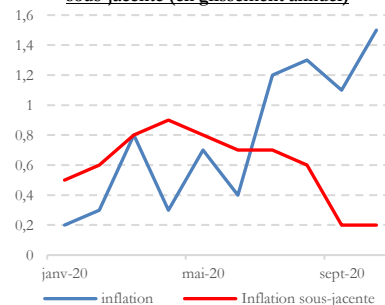


Source : Bank Al-Maghrib

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 :

Certes dans les conditions économiques actuelles, une amélioration supplémentaire des conditions de financement pourrait être bénéfique pour la relance, et ce d'autant plus que les risques inflationnistes à l'horizon de prévision (8 trimestres) sont globalement orientés à la baisse en résultat de la régression prévue de la demande avec la hausse anticipée du chômage, le recul des transferts des MRE et le ralentissement des crédits accordés aux ménages.

Toutefois, il est à rappeler que malgré les multiples baisses du taux directeur par Bank Al-Maghrib et les différentes initiatives des autorités publiques en vue de faciliter l'accès au financement, la reprise des crédits reste limitée en conséquence de la mauvaise conjoncture. De même, la transmission de la baisse de 50 Pbs du taux directeur vers les taux débiteurs n'a été que partielle, nécessitant probablement un certain temps de latence afin d'observer l'effet de cette baisse sur le coût global des ressources des banques.

Par conséquent, 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 reprise de la demande de crédit aussi bien des entreprises que des ménages.

CDG CAPITAL – INSIGHT

Casablanca, Maroc

Tel : 05 22 23 97 12

Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Macro Economique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdya@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

fatima-zahra.benjdya@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 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 Research.

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 Research 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 Research. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.