

Economiste

Ahmed Zhani

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le premier Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2021, se tiendra le 23 mars pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Ce Conseil intervient après une année 2020 exceptionnelle marquée par une forte dégradation des certains équilibres macro-économiques, notamment une décroissance du PIB associée à une déstabilisation de l'équilibre des finances publiques. Face à cela, les instances gouvernementales ont mis en place une panoplie de mesures visant d'une part, à amortir le choc sur les agents économiques aussi bien les ménages démunis que les entreprises touchées par la crise et d'autre part, à accompagner la reprise en facilitant l'accès au financement à des conditions avantageuses.

A cet égard, il convient de rappeler que depuis le début de la pandémie, la banque centrale a adopté une série de mesures expansionnistes 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.

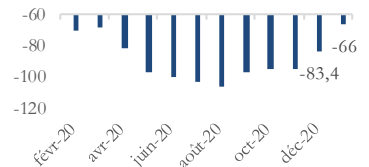
Sur la base des évolutions récentes, au niveau des plans monétaire, financier et réel, et des perspectives y afférentes, nous essayerons de déterminer les changements possibles en terme de conduite de la politique monétaire.

I. Atténuation du déficit de liquidité du secteur bancaire sous l'effet (i) d'une amélioration des avoirs officiels de réserve de change, (ii) d'un ralentissement du taux d'accroissement de la circulation fiduciaire et (iii) d'une légère baisse des créances nettes sur l'Etat :

Le déficit de liquidité du système bancaire (graphe 1) s'est atténué passant à - 97,4 MrdDH enregistré en septembre 2020 à 66 MrdDH en janvier 2021. Cette amélioration s'explique particulièrement par un rebond significatif des avoirs officiels de réserve (graphe 2) ayant passé de 306,4 MrdDH au terme du troisième trimestre de l'année écoulée à 320,6 MrdDH enregistré à fin 2020 et 313,9 MrdDH à fin janvier 2021. Cette progression découle principalement de la sortie du Trésor public à l'international avec une levée exceptionnelle de 3 Mrd USD.

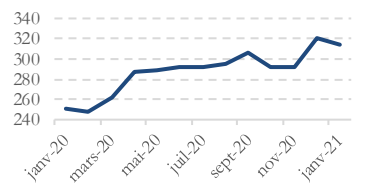
Parallèlement, après la montée en puissance de la circulation fiduciaire (graphe 3) au cours des trois premiers trimestres de l'année 2020, passant de 251 MrdDH à fin 2019 à 302,7 MrdDH neuf mois plus tard, cet agrégat a légèrement baissé au cours de T4-2020 pour s'établir à 300,6 MrdDH à fin 2020 avant de s'accroître de 3 MrdDH en janvier 2021.

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



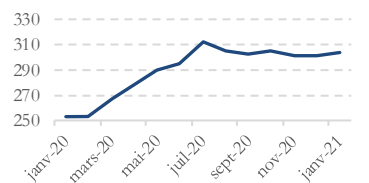
Source : Bank Al-Maghrib

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



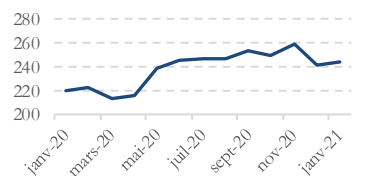
Source : Bank Al-Maghrib

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

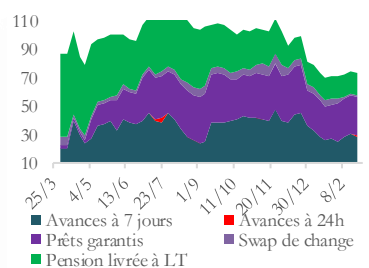


Source : Bank Al-Maghrib

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



Graphe 5: interventions de Bkam (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

De même, les créances nettes sur l'Etat (graphe 4) ont fortement reculé depuis septembre 2020 en liaison avec l'amélioration de la situation du Trésor public, après la sortie à l'international susmentionnée, et les opérations de rachat de BDT menées en vue de lisser les tombées en 2021. En effet, les créances nettes sur le secteur public ont reculé de 253 MrdDH à fin septembre 2020 à 244 MrdDH à fin janvier 2021.

Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a baissé l'encours de ses interventions (graphe 5) auprès des banques, passant à 72,7 MrdDH enregistré en février 2021 contre 95,9 MrdDH deux mois auparavant. 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.

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. Légère hausse du Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) conjugué à un recul additionnel du taux d'accroissement des crédits bancaires:

Malgré la transmission incomplète des deux baisses du taux directeur de 75 Pbs, de mars (-25 Pbs) et juin (-50 Pbs) 2020, vers les taux débiteurs, le TMPGD (graphe 7) a légèrement augmenté de 8 points de base en T4-2020 à 4,42%, et ce après une baisse de 21 points enregistrée au trimestre précédent. Cette faible hausse s'explique par l'accroissement des taux assortissant les prêts aux entreprises de 12 points, traduisant des hausses de 17 points pour les prêts aux grandes entreprises et de 3 points pour les crédits aux TPME. Cependant, les taux appliqués aux particuliers ont accusé un repli de 17 points, recouvrant une diminution des taux relatifs aux comptes débiteurs et aux crédits à la consommation ainsi qu'une stabilité de ceux des prêts à l'habitat.

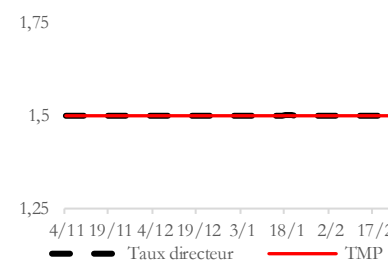
Dans ces conditions, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires (graphe 8) a légèrement reculé, passant à 4,1 % en janvier 2021 contre une moyenne de 5,3% enregistrée en 2020 et 5,1% un an auparavant. Cette légère baisse résulte de la baisse/ralentissement du taux d'accroissement de l'ensemble des catégories de prêts, et ce à l'exception des crédits de trésorerie et comptes débiteurs dont le taux a progressé de 6,3% à 13%. Ainsi, le taux d'évolution en glissement annuel, à fin janvier 2021 comparativement à une année auparavant, est passé de (i) 4,1% à -3,6% pour les crédits à la consommation, (ii) 5,7% à -2,6% pour les crédits à l'équipement et (iii) 3,4% à 2,3% pour les crédits à l'immobilier.

III. L'inflation continue à évoluer à des niveaux faibles en raison d'une déflation alimentaire conjuguée à un faible accroissement de la composante non alimentaire:

Suite à une amélioration des conditions climatiques qui laisse présager une bonne campagne agricole 2020/2021, l'inflation alimentaire a fortement reculé en décembre 2020 et janvier 2021 pour s'établir à -1,5% et -0,8% respectivement contre 1,3% enregistré une année auparavant. De même, la composante non alimentaire continue à évoluer à de faibles niveaux, soit de 0,6% en janvier 2021 contre 1,4% enregistré un an auparavant. Par conséquent, l'inflation globale mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) ressort nulle à fin janvier 2021 avec une prévision moyenne de 0,6% sur l'année en cours, selon Bank Al-Maghrib.

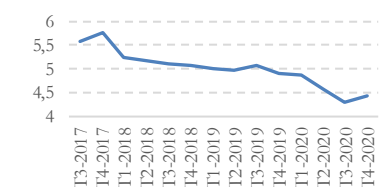
Parallèlement, l'inflation sous-jacente (graphe 10), qui exclut les prix des produits volatiles et administrés, représentant ainsi la véritable cible de la politique monétaire, demeure faible évoluant à des niveaux en dessous de 0,5% au cours des quatre derniers mois, soit 0,4% enregistrée à fin janvier 2021 et 0,6% prévue en moyenne sur l'année en cours

Grappe 6 : Evolution du TMP interbancaire (en%)



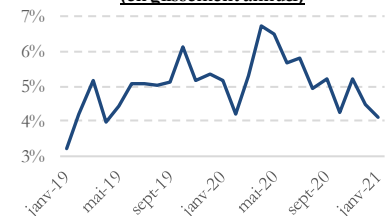
Source : Bank Al-Maghrib

Grappe 7 : Evolution du TMPGD (en%)



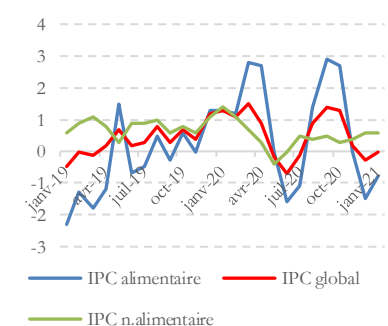
Source : Bank Al-Maghrib

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

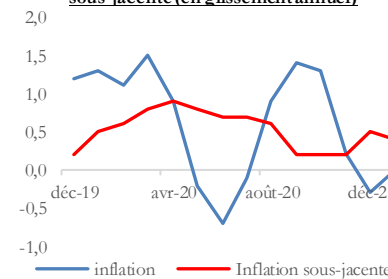


Source : Bank Al-Maghrib

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



Grappe 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 ralentissement du taux d'accroissement des transferts des MRE et la baisse des crédits accordés aux ménages.

Toutefois, il convient de rappeler que malgré les deux baisses du taux directeur de 75 Pbs en 2020, la transmission vers les taux débiteurs, particulièrement ceux relatifs aux entreprises, demeure incomplète en liaison d'une part, avec la hausse du risque associé à cette catégorie de prêt et d'autre part, la durée nécessaire pour ajuster à la baisse le coût moyen des ressources bancaires afin de préserver la marge d'intermédiation. Parallèlement, le taux d'accroissement des crédits continu à ralentir en liaison avec la mauvaise conjoncture économique et l'affaiblissement de la capacité de crédit des ménages.

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 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-économique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions**Fatima Zahra BENJDYA**

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILLI

sarah.grilli@cdgcapital.ma

Manal ALAOUI

manal.alaoui@cdgcapital.ma

Avertissement

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.