CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

FLASH PRÉ-CONSEIL DE BANK ALMAGHRIB

14 Juin 2022

www.cdgcapital.ma

Economiste
Ahmed Zhani
ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Le deuxième Conseil de Bank Al-Maghrib, au titre de l'année 2022, se tiendra le 21 juin pour décider de la conduite de la politique monétaire.

Ce Conseil intervient dans un contexte national et international très difficile marqué principalement par : **(i)** la montée en puissance de l'inflation à des niveaux historiquement élevés, **(ii)** le fort ralentissement prévu de la croissance économique en 2022 en liaison principalement avec le mauvais déroulement de la saison agricole 2021/2022, **(iii)** l'environnement international difficile et incertain, aussi bien sur le plan économique que politique, avec le déclenchement de la guerre Russo-Ukrainienne et (IV) Les réactions restrictives des Banques centrales des pays développés face aux vagues inflationnistes, et leurs impacts sur les mouvements de capitaux et les conditions de financement des économies.

En effet, et à l'image de plusieurs Banques centrales au niveau international, les décisions de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib sont confrontées au dilemme de la relance de la croissance économique post-crise covid 19 dans un contexte hyper inflationniste, nécessitant un retour vers des politiques monétaires restrictives. Notons à cet égard, , que dans le cadre du rapport relatif au Nouveau Modèle de Développement, la Commission spéciale a retenu comme principale recommandation pour améliorer la conduite de la politique monétaire au Maroc : **« une conduite de la politique monétaire qui concilie de manière plus équilibrée les objectifs de croissance et d'inflation dans le cadre d'un mandat dual** ».

Dans ce cadre, il convient de rappeler que depuis le déclenchement de la crise covid19 en 2020, Bank Al-Maghrib a adopté une série de mesures expansionnistes en vue d'amortir le choc de la crise sanitaire sur l'économie nationale et faciliter l'accès au financement à travers :

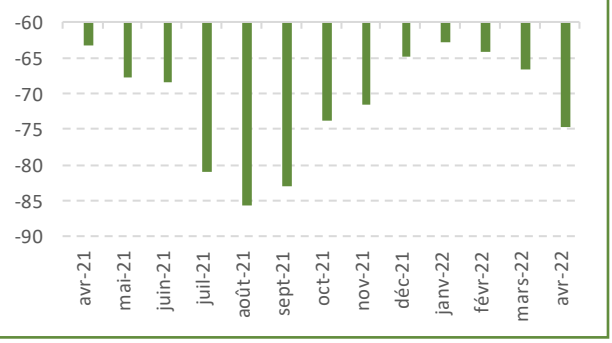
- Les deux baisses du taux directeur de mars (-25 Pbs) et juin (-50 Pbs) 2020 avec un élargissement du collatéral et une révision des coefficients de décote des actifs ;
- Le changement dans son mode d'intervention en termes d'instruments utilisés pour combler le déficit de liquidité bancaire, avec un 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 ; et
- La satisfaction de la totalité de la demande des Banques lors des appels d'offre à 7 jours en vue de garantir la stabilité du TMP interbancaire au niveau du taux directeur (1,5%).

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

I. Creusement du déficit de la liquidité du secteur bancaire en résultat d'une baisse des avoirs officiels de réserve conjuguée à une hausse importante de la circulation fiduciaire :

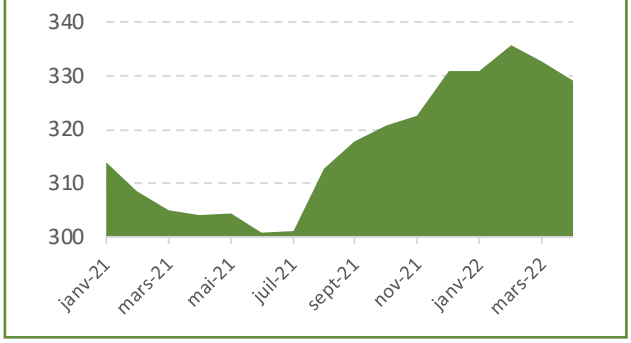
Après une atténuation enregistrée en T4-2021 et janvier 2022, le déficit de la liquidité du système bancaire (graphe 1) a renoué avec la hausse, à partir de février 2022, pour passer à -74,8 MrdDH en moyenne hebdomadaire en avril 2022 contre -66,7 MrdDH et -64,2 MrdDH enregistrées respectivement les deux mois précédents.

Graphe 1: Evolution du déficit de la liquidité bancaire



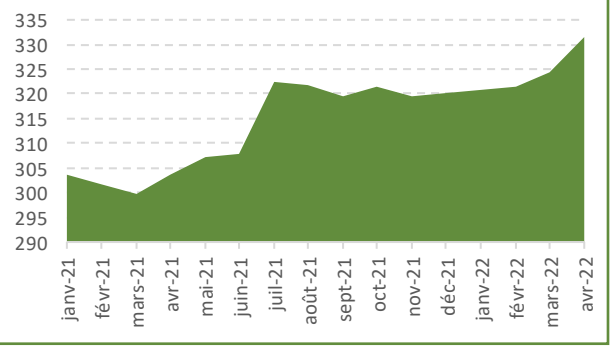
Source : Bank Al-Maghrib

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



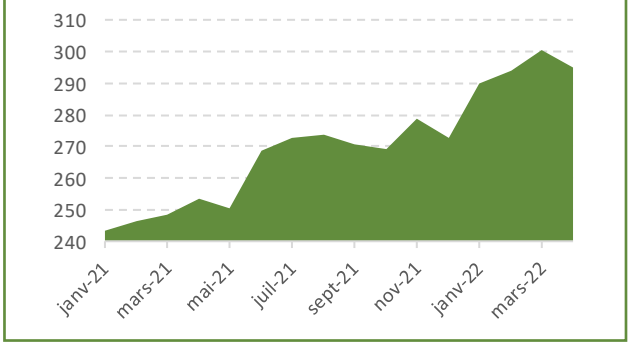
Source : Bank Al-Maghrib

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



Source : Bank Al-Maghrib

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



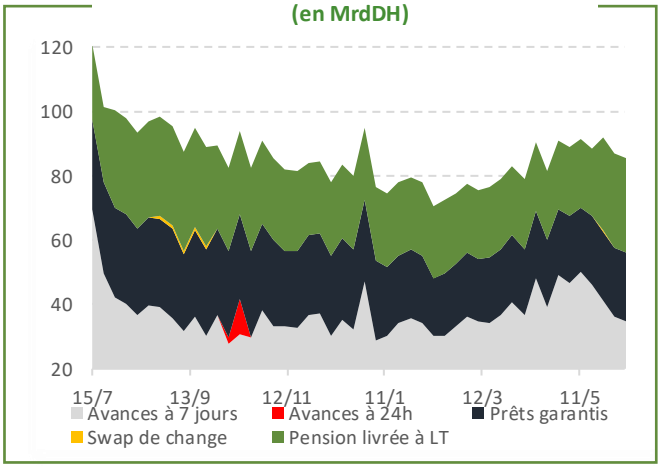
Source : Bank Al-Maghrib

Cette hausse s'explique par une détérioration conjuguée des deux principaux facteurs autonomes de la liquidité bancaire (FALB), en l'occurrence (i) une régression des avoirs officiels de réserve (graphe 2), qui sont passés à 329,2 MrdDH au terme du mois d'avril 2022 contre 332,7 MrdDH et 335,7 MrdDH enregistrés respectivement en mars et février 2022, reflétant ainsi, partiellement le fort creusement du déficit commercial suite à une envolée des importations, notamment en valeurs et (ii) une hausse importante de la circulation fiduciaire (graphe 3) au rythme de 9,4% en glissement annuel à fin avril 2022, soit +28 MrdDH YoY et 11,4 MrdDH au cours des quatre premiers mois de l'année 2022, en liaison principalement avec la baisse importante des taux créditeurs bancaires.

De même, les créances nettes sur l'Etat (graphe 4) ont fortement augmenté au cours du premier trimestre de l'année 2022 de +27,9 MrdDH à 300,4 MrdDH, et ce avant de reculer légèrement d'environ 5 MrdDH en mois d'avril. Cette situation reflète les besoins importants d'un côté, du Trésor public compte tenu du recours

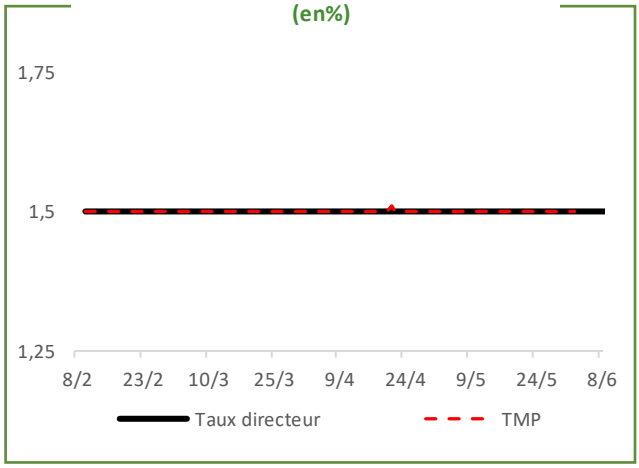
quasi-total au marché intérieur pour son financement et de l'autre, des Entreprises et Etablissements Publics en cette phase de redressement post-Covid19.

Graphe 5 : interventions de Bank Al-Maghrib (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib

Graphe 6 : Evolution du TMP interbancaire (en%)

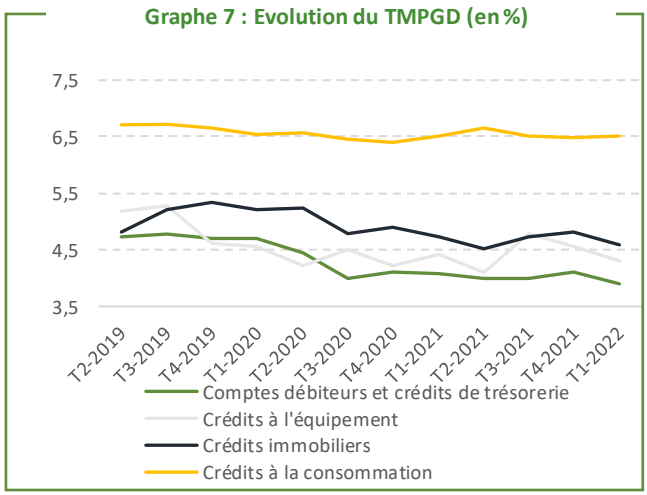


Source : Bank Al-Maghrib

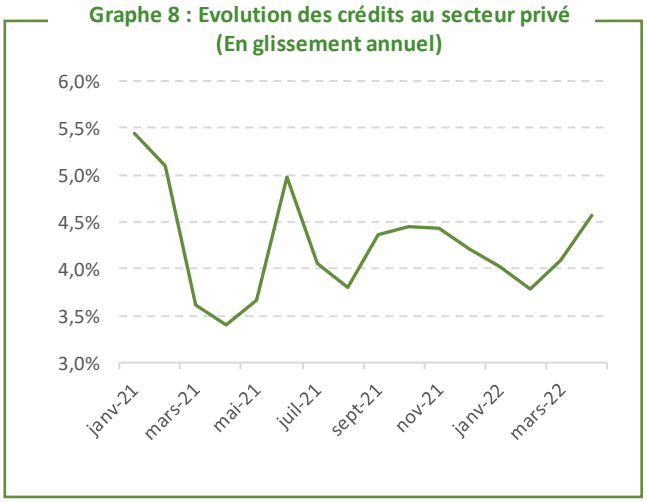
Dans ces conditions, Bank Al Maghrib a augmenté l'encours de ses interventions (graphe 5) auprès des banques, passant à une moyenne d'environ 90,8 MrdDH enregistrée en mois de mai 2022 contre 85,4 MrdDH et 78,7 MrdDH enregistrées respectivement les deux mois précédents . De même, il est à préciser que 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 10 MrdDH au cours du mois d'avril 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 taux directeur (1,5%).

II. Transmission toujours incomplète de la baisse de 75 Pbs du taux directeur en 2020 vers les taux débiteurs et faible réaction des crédits au secteur privé:



Source : Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib

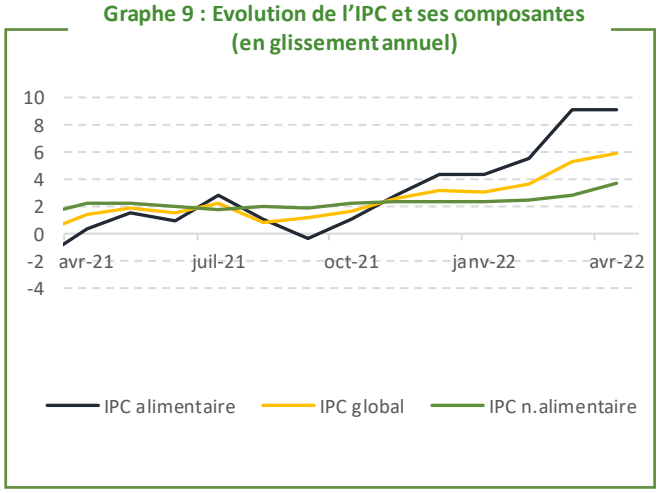
Après la hausse de +9 Pbs du Taux Moyen Pondéré Global Débiteur (TMPGD) enregistrée en T4-2021, le premier trimestre de l'année 2022 a enregistré une correction baissière de -16 Pbs, telle que recensée par l'enquête trimestrielle menée par Bank Al-Maghrib auprès des banques sur les taux débiteurs. Cette baisse reflète principalement la régression des taux assortissant les prêts aux entreprises non financières de 26 Pbs à 4%, avec un abaissement de 26 Pbs pour les crédits à l'équipement et de 21 Pbs pour les comptes débiteurs et les facilités de trésorerie. Cependant, les taux associés aux crédits destinés aux particuliers ont augmenté de 7 Pbs, couvrant ainsi, un accroissement du taux pour les crédits à la consommation de + 3 Pbs contre une baisse équivalente pour ceux à l'habitat.

Ainsi, depuis la baisse de 25 Pbs de mars 2020, le TMPGD a reculé de 61 Pbs couvrant principalement la baisse de 80 Pbs du taux débiteur associé aux crédits de trésorerie et de 62% pour les crédits immobiliers. Cependant, les taux relatifs aux crédits à l'équipement ont régressé de seulement 26 Pbs et à la consommation que de 5 Pbs. En effet, la transmission des deux baisses du taux directeur, de 75 Pbs en 2020, vers les taux débiteurs demeure partielle, notamment pour deux principales catégories de crédits à l'équipement et à la consommation.

Dans ces conditions, le rythme d'accroissement, en glissement annuel, des crédits bancaires au secteur privé (graphe 8) a légèrement progressé en mois d'avril 2022 de 4,6% contre 3,8% et 4,4% les deux mois précédents et 3,4% une année auparavant. La hausse du taux d'accroissement des crédits demeure toujours alimentée par les comptes débiteurs et les crédits de trésorerie et à l'habitat contre des replis de ceux destinés à l'équipement et à la promotion immobilière.

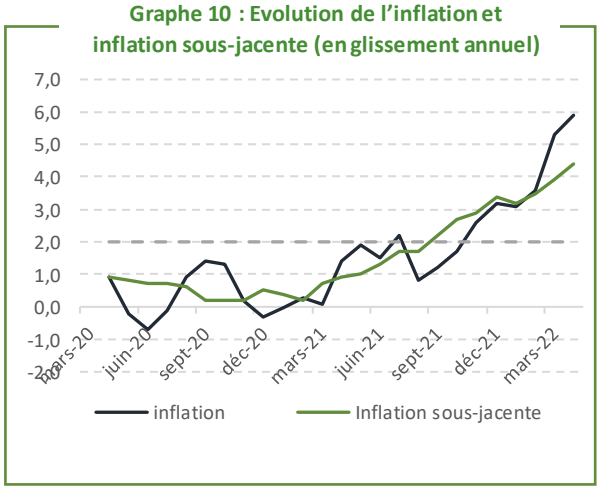
II. En dépit des forts dérapages à la hausse de l'inflation et de la composante sous-jacente, les origines émanent de l'extérieur et d'un choc d'offre sur l'alimentation frais

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



Source : HCP

Graphe 10 : 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 5,9% et 5,3% en avril et mars 2022 contre 1,4% et 0,1% 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 et **(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 34,2% en mai 2022 contre 51,2% une année auparavant

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 9,1% en avril et mars 2022 et une évolution de 5,9% et 5,3% 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 4%, à 4,4% enregistrée à fin avril 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 12,1% en T1-2022 et la faible reprise des crédits à la consommation de seulement 2,3% en glissement annuel à fin avril-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, quatre faits majeurs caractérisent le comportement des sphères monétaire, financière et réelle de l'économie nationale, depuis la tenue du dernier Conseil de Bank Al-Maghrib en mars 2022, en l'occurrence :

- Un creusement du déficit de la liquidité du secteur bancaire sous l'effet d'une baisse des avoirs officiels de réserve conjuguée à un fort accroissement de la monnaie fiduciaire;

- Un fort dérapage à la hausse de l'inflation et de l'inflation sous-jacente à des niveaux historiquement élevés. Toutefois, ces tensions inflationnistes émanent de la composante importée et d'un choc d'offre sur l'alimentation frais, avec une demande des ménages en ralentissement et un accroissement des crédits à la consommation largement en-dessous des niveaux historiques.

- Une transmission toujours incomplète des deux baisses du taux directeur de 2020 vers certains taux débiteurs, particulièrement ceux associés aux crédits à l'équipement et à la consommation des ménages, avec une faible reprise des crédits aux entreprises non financières, particulièrement ceux destinés à l'équipement.

- Un fort ralentissement prévu de la croissance économique en 2022 sous l'effet (i) d'une baisse importante prévue du PIB agricole en résultat du mauvais déroulement de la campagne agricole 2021-2022 et (ii) d'un léger recul de la croissance non agricole compte tenu de la forte hausse des prix des matières premières, des demi-produits et de l'énergie conjuguée à la dissipation de l'effet de base généré par la crise covid19 en 2021.

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 compte tenu (i) de l'origine des tensions inflationnistes, notamment importé et alimentaire frais, limitant ainsi, l'effet d'une action restrictive de la politique monétaire sur la maîtrise de l'inflation et (ii) les conditions de relance post-crise covid19, qui restent fragiles et entourées d'incertitudes.

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

Casablanca, Maroc
Tel : 05 22 23 97 12

Directeur Insight
Radouane SIDKY
Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Actions
Fatima Zahra BENJDYA
fatima-zahra.benjdya@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,