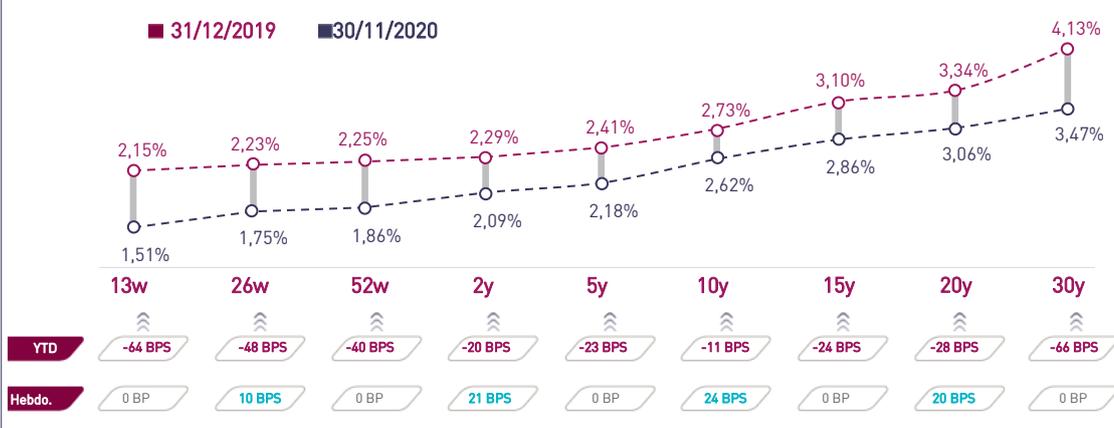


### ADJUDICATION DU 30 NOVEMBRE 2020 : QUELS MESSAGES À RETENIR ?

La dernière adjudication du Trésor du mois de novembre 2020 dévoile la poursuite de la tendance haussière des taux obligataires primaires amorcée il y a moins d'un mois. Néanmoins, cette dernière séance révèle une accélération assez particulière de ce trend haussier avec des variations significatives particulièrement pour le segment long terme, jusqu'à présent épargné.

Dans ce sens, les taux de rendements des maturités 2 ans, 10 ans et 20 ans s'apprécient de 21 PBS, 24 PBS et 20 PBS respectivement, signant ainsi des plus hauts annuels. Au terme de cette séance d'adjudication, la maturité 20 ans est passée au-dessus du seuil symbolique des 3,0% pour s'établir à 3,1%.

#### MAROC : ÉVOLUTION DE LA COURBE DES TAUX PRIMAIRES À FIN NOVEMBRE 2020



Cette nouvelle orientation haussière des taux nous interpelle quant à ses origines, sa soutenabilité sur le MT ainsi que ses conséquences sur l'exigence de rentabilité des investisseurs. À cet effet, 3 principaux constats émergent :

- (1) Les besoins de financement du Trésor sont conséquents d'ici la fin de l'année en raison des pressions significatives sur les finances publiques de l'État. Cette situation se traduit par un creusement significatif du déficit budgétaire en 2020 [Cf- [Budget Focus Octobre 2020](#)];
- (2) La sortie à l'international du Trésor de 1 MM€ en octobre dernier n'a pas permis un allègement du recours massif au marché domestique [Cf- [Un reprofilage de la Dette se dessine](#)]. Pour rappel, le principal objectif de cette opération était le remboursement d'une tombée équivalente durant le même mois;
- (3) Le relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs est induit par le creusement de la liquidité bancaire qui a atteint 95,1 MMDH à fin octobre soit une hausse de près de 30,0% en glissement annuel. Cette situation se reflète clairement sur la dynamique de la Demande des opérateurs du marché financier.

#### AVIS D'EXPERT

Les anticipations haussières de la courbe des Taux sur le MT sont alimentées par la politique budgétaire expansionniste en 2021 visant à soutenir la reprise économique escomptée. Rappelons que les besoins de financements du Trésor seraient toujours importants en raison d'un déficit budgétaire estimé à 6,5% en 2021 et 7,5% en 2020 contre un niveau réalisé de 4,1% en 2019.

En l'absence d'une nouvelle baisse du taux directeur en décembre prochain, d'une nouvelle sortie en devise ou encore de nouvelles opérations de privatisation, la tendance haussière des taux devrait se poursuivre au moins d'ici le premier trimestre 2021.

**Lamae Oudghiri**

Manager  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma

**Taha Jaidi**

Directeur Stratégie  
+212 529 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma

## DES PRÉSSIONS CROISSANTES SUR LES FINANCES PUBLIQUES DURANT LE T4-20...

À deux mois de la fin d'année, le taux de réalisation du déficit budgétaire s'élève à 61,0% par rapport aux estimations de LFR 2020 contre 95,0% en octobre 2019. Ce décalage porte les besoins de financement bruts du Trésor à près de 46,0 MMDH d'ici la fin de l'année, selon nos estimations. Tenant compte d'un faible taux d'exécution des financements extérieurs de 54%, le Trésor a intensifié son recours au marché intérieur durant ce dernier trimestre.

### BESOINS DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À FIN 2020



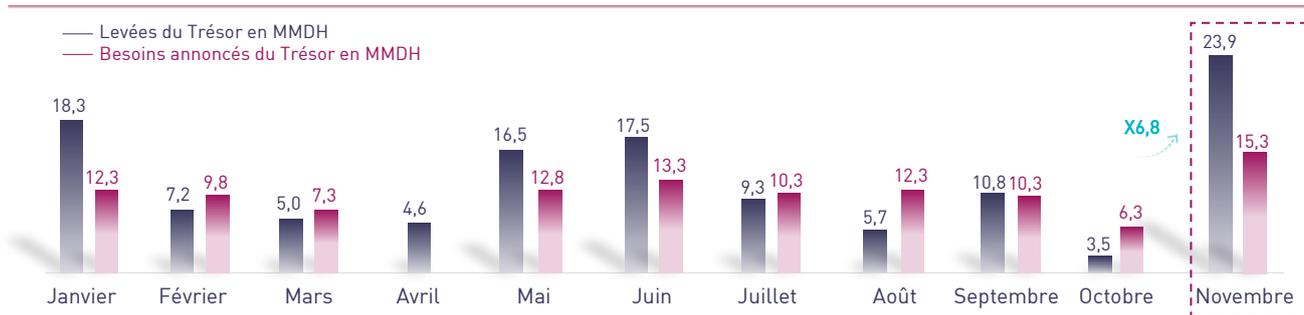
### FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR EN MMDH



## ... SE TRADUISANT PAR UN RECOURS MASSIF AU MARCHÉ DOMESTIQUE SUR LE MOIS DE NOVEMBRE...

Durant le seul mois de novembre, le Trésor satisfait quasiment la moitié de ses besoins restants d'ici la fin de l'année. En effet, les levées brutes s'établissent à plus de 23,9 MMDH en un mois par rapport à un besoin annoncé initialement de 15,3 MMDH sur la même période. Il s'agit de la plus forte levée mensuelle en 2020, soit 7x plus que la levée d'octobre et plus que le double de la moyenne annuelle des levées. Dans le même sens, le taux de satisfaction de la Demande des investisseurs du mois de novembre s'érige parmi les niveaux les plus élevés en 2020 soit de 71,0% contre une moyenne annuelle de 40,0%.

### ÉVOLUTION DES LEVÉES ET DES BESOINS ANNONCÉS DU TRÉSOR EN 2020



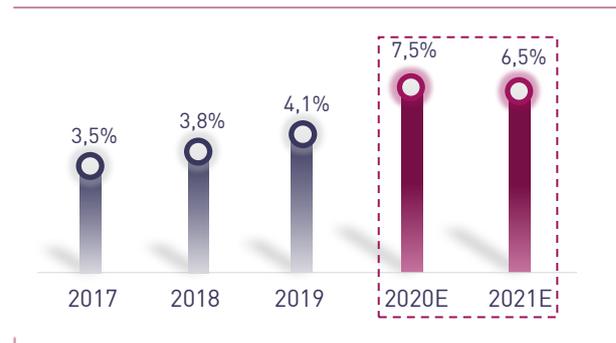
## ... ET ALIMENTENT PAR CONSÉQUENT LES ANTICIPATIONS HAUSSIÈRES DES TAUX À MT

En l'absence de nouvelles sorties à l'international et tenant compte des besoins de financement croissants du Trésor en 2021, les pressions sur le marché domestique devraient en toute logique s'accroître. Ce scénario justifie en grande partie les anticipations haussières des taux durant les mois à venir. Du côté de la Demande, le durcissement visible des conditions de liquidité devrait réorienter à la hausse les exigences de rentabilité des investisseurs.

### DÉFICIT DE LIQUIDITÉ BANCAIRE 2017-2021E EN MMDH



### ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE 2017-2021E (% PIB)



Sources : Marchés des capitaux ATW, Calculs &amp; Estimations AGR

## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhoui  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhoui@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Omar Cherkaoui  
+212 5 22 49 14 82  
o.cherkaoui@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR ECONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

Maria Iraqi  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali  
+212 5 22 49 14 82  
n.jamali@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ANALYST

Inès Khouaja  
+216 31 34 13 10  
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn  
Tunis

### FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam  
+237 233 43 14 46  
j.ouakam@attijarisecurities.com  
Douala

### FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba  
+225 20 21 98 26  
jean-jacques.birba@sib.ci  
Abidjan

## Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui  
+212 5 29 03 68 27  
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria  
+212 5 29 03 68 48  
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares  
+212 5 29 03 68 34  
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa  
+212 5 29 03 68 21  
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya  
+212 5 29 03 68 15  
a.yahya@attijari.ma

### BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari  
+212 5 22 42 87 57  
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine  
+212 5 22 49 59 52  
s.mohcine@wafabourse.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 07 80 68 68  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 10 89 00  
trad.@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou  
+237 2 33 43 14 46  
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mehdi Mabkhout  
+212 5 22 42 87 22  
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 09  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni  
+212 5 22 42 87 74  
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Ahmed Darwich  
+202 27 97 04 80  
ahmed.darwich@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC - GABON

Youssef Hansali  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.com

## AVERTISSEMENT

#### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

#### SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

#### CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

#### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourra entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

#### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

