

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS  
| MONTHLY | SEPTEMBRE 2020

## TRÉSOR : VERS UN RATTRAPAGE DES DÉPENSES AU T4-20

- 02 | Point sur les besoins de financement brut du Trésor
- 03 | Point sur le niveau d'endettement du Trésor
- 04 | Annexes: Situation des Charges & Ressources du Trésor



Attijari  
Global Research



# MONTHLY BUDGET FOCUS

## FIXED INCOME

### TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LFR 2020 | À FIN SEPTEMBRE 2020



Recettes ordinaires		166 MMDH
↘	Sept. 20/ Sept.19	-8,4%
Dépenses globales		209 MMDH
↘	Sept. 20/ Sept.19	-0,5%
Déficit budgétaire		42,8 MMDH
↗	Sept. 20/ Sept.19	+14,3 MMDH

### VUE D'ENSEMBLE : UN DÉCALAGE VISIBLE DU RYTHME D'EXÉCUTION DU BUDGET

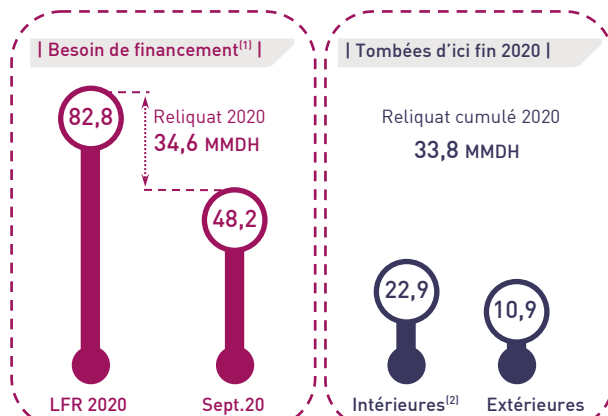
Les finances publiques de l'État demeurent marquées par l'impact négatif de la pandémie de Covid-19. Entre la mise en place des mesures budgétaires visant à limiter les effets socioéconomiques de la crise sanitaire et la baisse de la Demande, le budget de l'État reste sous pression. En atteste l'effet ciseau marqué par le repli des recettes en septembre 2020 de -8,4% sur une année glissante et la hausse des dépenses ordinaires de +5,6% au terme de la même période.

Dans ces conditions, le déficit budgétaire se creuse

significativement à 42,8 MMDH à fin septembre 2020, soit une dégradation de plus de 14 MMDH par rapport à la même période de l'année précédente.

Relativement à la Loi de Finances Rectificative, les rythmes d'exécution des dépenses et des recettes à fin septembre 2020 ressortent en retard avec les prévisions. Ainsi, la réalisation du budget s'établit à 52% à fin septembre 2020 au lieu de 74% en septembre 2019. A cet effet, nous nous attendons à une accélération des dépenses du Trésor durant le dernier trimestre 2020.

### BESOIN DU TRÉSOR : ATERRISSAGE PRÉVISIONNEL À FIN 2020E



(1) Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor  
(2) Données Salle des marchés Attijariwafa bank

### BESOIN DE FINANCEMENT BRUT RESTANT DU TRÉSOR D'ICI FIN 2020

68,3 MMDH

| Couverture du besoin du Trésor à fin 2020 | :

EXTÉRIEURE	27,9 MMDH
INTÉRIEURE	40,5 MMDH

### 13,5 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup> /MOIS

(3) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2020 devrait s'établir à 68,3 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor estimés par la LFR à 34,6 MMDH ;
- (2) Les tombées du Trésor restantes à fin 2020 sur les marchés intérieur et extérieur, soit un cumul de 33,8 MMDH.

Afin de satisfaire ce besoin de financement croissant, le Trésor devrait recourir aux emprunts en devise à hauteur de 27,9 MMDH. En effet, selon la LFR 2020, les tirages extérieurs atteindraient 60 MMDH, dont 32,1 MMDH déjà servis.

Par conséquent, le besoin de financement brut du Trésor sur le marché intérieur s'établit à 40,5 MMDH, soit 13,5 MMDH en moyenne durant les trois mois à venir. Selon nous, ce niveau de recours ne devrait pas induire de pressions haussières significatives sur la courbe des taux primaires au Maroc.

### AVIS D'EXPERT

À fin septembre 2020, l'impact de la crise sanitaire est clairement visible sur les finances publiques. Celles-ci font état d'une dégradation des recettes ordinaires face à des dépenses difficilement compressibles. Dans ces conditions, le déficit budgétaire devrait franchir le palier des 7,5% en 2020E contre 3,5% prévu initialement, soit l'un des niveaux les plus élevés depuis 2012.

Néanmoins, tant que les conditions à l'international demeurent globalement favorables, le financement des besoins du Trésor devrait s'opérer sans grande difficulté. En atteste la dernière sortie à l'international du mois de septembre 2020 de 1,0 MM€ et dont le taux de sursouscription s'est élevé à plus de 2,0x.

Meryeme HADI

Associate  
+212 529 03 68 19  
m.hadi@attijari.ma

Lamyae OUDGHIRI

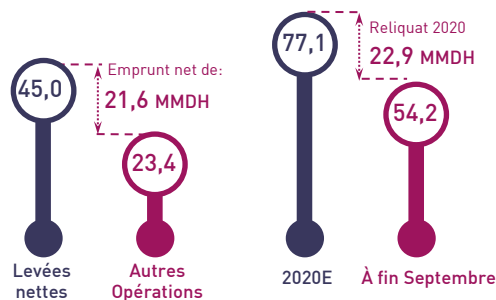
Manager  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari  
Global Research

## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

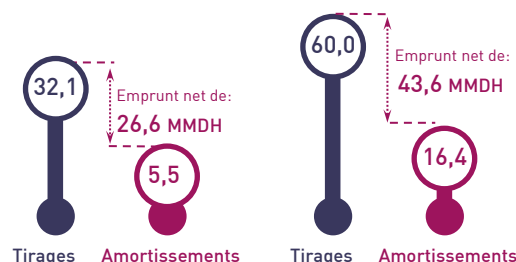
| À fin Septembre 2020 | | Tombées du Trésor<sup>(1)</sup> |



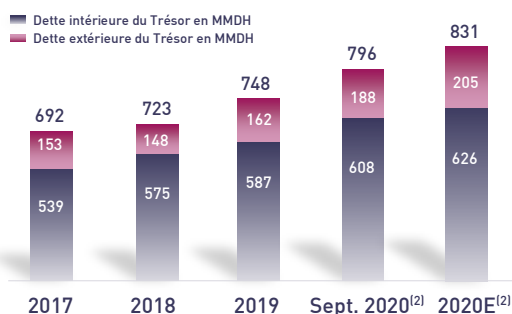
(1) Incluant les échanges de BDT

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Septembre 2020 | | Prév. LFR 2020 |



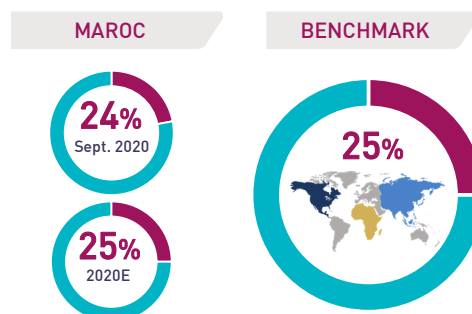
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



Tenant compte de la détérioration du déficit budgétaire prévue en 2020E, la dette du Trésor devrait poursuivre sa trajectoire haussière et s'établir aux alentours de 830 MMDH en 2020E. Plus en détails :

- (1) La dette intérieure devrait s'établir à plus de 625 MMDH en 2020E, en hausse de 6,7% par rapport à son niveau observé en 2019. Celle-ci tient compte d'une levée nette du Trésor à fin septembre 2020 de 21,6 MMDH ;
- (2) La dette extérieure du Trésor devrait augmenter de 27,0%, passant de 161,5 en 2019 à 205 MMDH en 2020E, soit un tirage extérieur net de 43,6 MMDH.

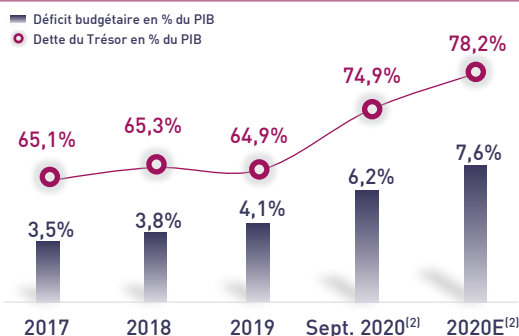
## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Dans ces conditions, la quote-part de la dette extérieure dans la dette globale devrait s'établir à 25,4% en 2020E contre une moyenne de 21,4% durant la période 2017-2019. Cette hausse sensible est justifiée par le relèvement du plafond de la dette extérieure du Maroc à plus de 60 MMDH à l'occasion de la LFR 2020 contre 31 MMDH prévu initialement.

À fin 2020, le poids de la dette extérieure dans l'endettement du Trésor devrait s'aligner avec celui de son benchmark de référence (25%-75%). Ce constat nous pousse à nous interroger sur la nouvelle vision du Trésor dans ce sens.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR

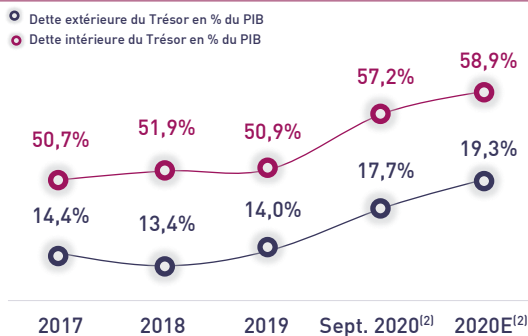


(2) Estimations AGR

Durant cette période de crise, il est difficile pour le Trésor de maintenir le cap de son taux d'endettement en dessous des 65,0% ou encore d'assurer une bonne maîtrise de son déficit budgétaire. D'autant plus que le repli significatif du PIB vient amplifier la détérioration de ces deux agrégats en 2020E.

Dans ces conditions, le taux d'endettement du Trésor devrait dépasser selon nos estimations le seuil des 78,0% en 2020E contre une moyenne de 65,1% durant la période 2017-2019.

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Pour rappel, ce dernier avoisinerait les 75,0% en septembre 2020.

Rapportée au PIB, la dette intérieure devrait s'accroître de 8,0 pts, passant de 50,9% en 2019 à 58,9% en 2020E. De son côté, le taux d'endettement extérieur devrait dépasser le seuil des 19,0% en 2020E contre 14,0% en 2019.



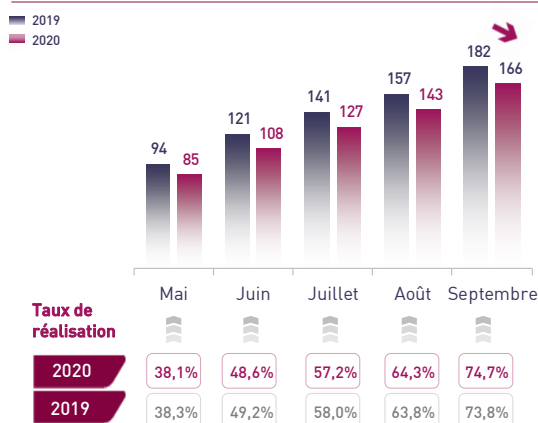
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN SEPTEMBRE 2020

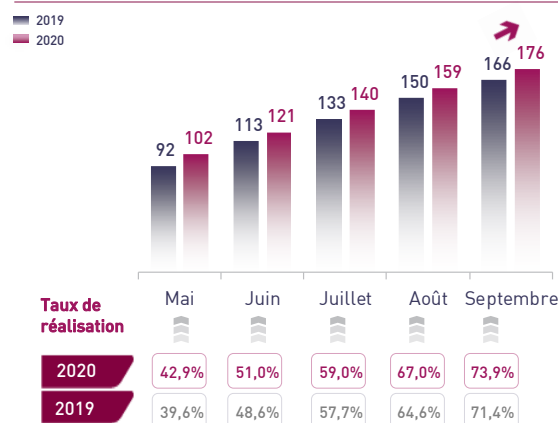
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN SEPTEMBRE 2020 |

EN MMDH	Sept. -19	TR Sept.- 19	Sept. - 20	LFR 2020	TR Sept. - 20
<b>Recettes fiscales</b>	159,0	72,3%	147,3	185,8	79,3%
Impôts directs (IS+IR)	72,6	70,7%	70,8	87,5	80,9%
Impôts indirects (TVA+TIC)	67,0	74,6%	60,1	77,7	77,3%
<b>Recettes non fiscales</b>	20,3	89,3%	16,8	33,7	49,9%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>181,6</b>	<b>73,8%</b>	<b>166,3</b>	<b>222,5</b>	<b>74,7%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	166,3	71,4%	175,6	237,5	73,9%
Dépenses de fonctionnement	132,7	71,1%	142,5	197,3	72,2%
Intérêt de la dette publique	22,3	80,8%	22,5	28,3	79,4%
Compensation	11,2	61,0%	10,6	11,9	89,0%
<b>Investissement</b>	47,0	81,6%	43,9	70,8	62,0%
<b>Dépenses globales</b>	<b>210,0</b>	<b>72,3%</b>	<b>209,0</b>	<b>305,3</b>	<b>68,5%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-28,5</b>	<b>74,2%</b>	<b>-42,8</b>	<b>-82,8</b>	<b>51,6%</b>

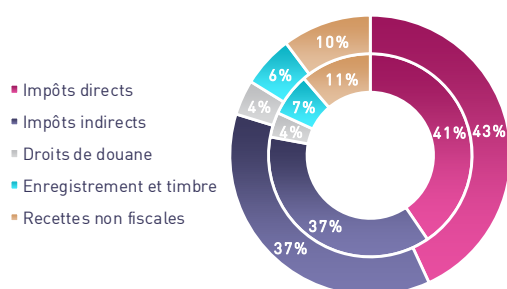
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES

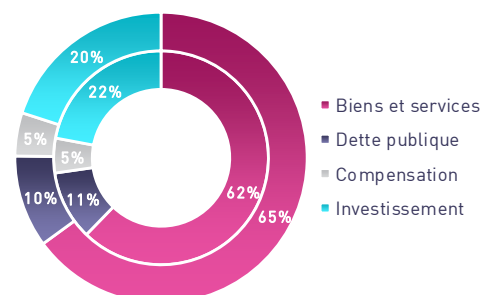


## ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR



Anneau extérieur  
Septembre 2020  
Anneau intérieur  
Septembre 2019

## ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR



Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & 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 Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@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 Iraqui  
+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 49 59 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.f@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.

