

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

SORTIE À L'INTERNATIONAL DU TRÉSOR: UN REPROFILAGE DE LA DETTE SE DESSINE...

- 03 | Une opération réussie, attestant de la qualité de signature du Maroc
- 04 | Une sortie à l'international qui répond à deux impératifs majeurs
- 05 | Vers un reprofilage de la dette du Trésor durant la période 2020-2021



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

La récente sortie à l'international du Trésor du 24 septembre 2020, atteste clairement de la confiance des bailleurs de fonds étrangers. Une opération réussie d'un Eurobond de 1 MM€ sursouscrite 2,5 fois et dont les primes de risque exigées par les investisseurs s'avèrent largement inférieures à celles des pays émergents.

Il est réconfortant de constater que le Maroc profite toujours de conditions relativement avantageuses à l'international, grâce notamment à la préservation de sa notation *Investment Grade*. Rappelons que le Royaume est le seul pays africain à bénéficier de cette notation.

Au-delà des aspects techniques de cette levée en devise, notre analyse s'articule autour de 4 points majeurs :

- La récente émission du Trésor s'avère en dessous des attentes du marché qui prévoyait au moins 2 MM€. Selon les opérateurs locaux, une telle émission permettrait d'une part, de faire face à une tombée de 1,0 MM€ prévue le 5 octobre 2020 et d'autre part, de soulager davantage les pressions de liquidité sur le marché domestique ;
- Le timing de sortie du Trésor en septembre paraît judicieux. L'argentier de l'État a différé la décision de son émission à septembre 2020, lui permettant ainsi d'éviter une phase défavorable marquée par une forte hausse des spreads ;
- Le rehaussement attendu des besoins du Trésor impliquerait un recours plus prononcé aux emprunts en devise sur la période 2020-2021. Dans ces conditions, la structure d'endettement du Trésor devrait s'aligner à court terme sur celle de son benchmark de référence. Il s'agit d'une quote-part cible de la dette extérieure de 25% contre 22% actuellement équivalente à une marge de manœuvre supplémentaire de +40 MMDH ;
- Le recours à la dette extérieure est une alternative indispensable permettant de faire face à trois risques majeurs : */1/* un effet d'éviction du financement du Trésor aux dépens du secteur privé, */2/* Une détérioration des réserves de change laissant présager un élargissement des bandes de fluctuation du dirham dans un contexte économique plus contraignant et enfin, */3/* une volatilité accrue du marché obligataire impactant négativement l'épargne nationale.

Lamyae Oudghiri

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

Taha Jaidi

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

UNE OPÉRATION RÉUSSIE, ATTESTANT DE LA QUALITÉ DE SIGNATURE DU MAROC

Une levée d'un milliard d'euros..., qui demeure toutefois en deçà des attentes du marché

Le 24 septembre dernier, le Maroc a émis des obligations souveraines d'un milliard d'euros sur le marché international. Cette nouvelle sortie s'est opérée en deux tranches de 500 M€ chacune. La première est sur une maturité de 5 ans et demi à un taux d'intérêt de 1,375%, tandis que la seconde est sur une maturité de 10 ans à un taux d'intérêt de 2,0%. Pour rappel, les conditions de la précédente sortie de novembre 2019 étaient nettement plus favorables. Celle-ci avait porté sur un montant similaire avec une durée de 12 ans et un taux de 1,50%. Il s'agit d'un plus bas historique pour le Maroc.

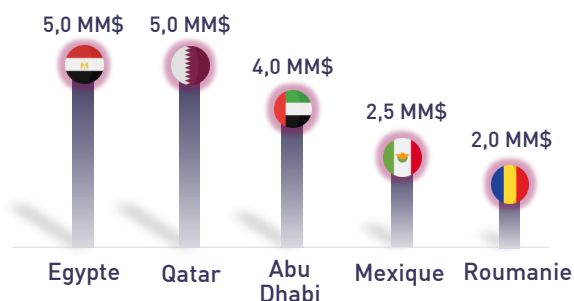
Alors que le consensus du marché prévoyait une sortie à l'international d'au moins 2 MM€ en septembre, le Trésor s'est finalement contenté de la moitié. Ces anticipations élevées étaient alimentées par trois constats :

- Une levée de 2 MM€ permettrait à la fois de faire face à une tombée de 1 MM€ prévue en octobre 2020 et de soulager davantage les pressions de liquidité sur le marché domestique ;
- Une abondance de liquidités sur le marché international conjuguée à des taux de rendement relativement bas ;
- Une série d'émissions records réalisées par les pays comparables. À titre indicatif, l'Egypte et la Roumanie avaient réussi à lever en mai dernier 5 et de 2 MM\$ respectivement.

MAROC : DERNIÈRES LEVÉES À L'INTERNATIONAL

	Montant	Coupon	Maturité	Spread
2010	1,0 MM€	4,6%	10 ans	200 PBS
2012	1,0 MM\$	4,4%	10 ans	275 PBS
	500 M\$	5,6%	30 ans	290 PBS
2014	1,0 MM€	3,5%	10 ans	215 PBS
2019	1,0 MM€	1,5%	12 ans	140 PBS
2020	500 M€	1,4%	5,5 ans	190 PBS
	500 M€	2,0%	10 ans	240 PBS

BENCHMARK : LEVÉES DEPUIS AVRIL 2020



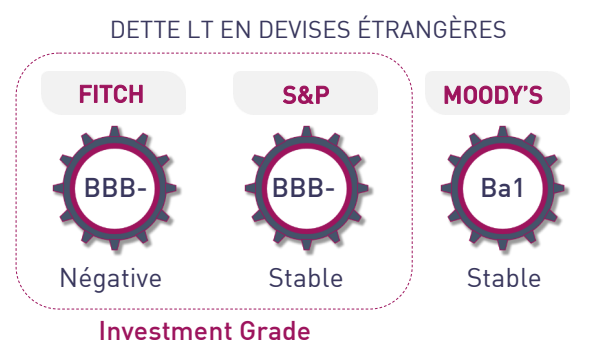
Un timing de sortie à l'international opportun pour le Maroc

La prime de risque exigée par les investisseurs pour cette nouvelle ligne Eurobond du Maroc s'est établie à 190 PBS pour la tranche de maturité 5,5 ans et à 240 PBS pour la maturité 10 ans. Ce niveau est pratiquement le double du spread de taux observé lors de la dernière sortie du Trésor en 2019. En effet, depuis le début de la crise sanitaire du Covid-19, les spreads de la catégorie *Investment Grade* ont connu un réajustement haussier en raison de la forte Demande émanant des émetteurs conjuguée à la détérioration de la qualité de signature de plusieurs pays sous l'effet de la crise sanitaire.

Toutefois, le choix du timing de sortie du Trésor s'avère très judicieux. Ce dernier a différé la décision de sa sortie à fin septembre 2020 lui permettant ainsi d'éviter une phase défavorable marquée par une hausse des spreads. Pour rappel, la prime de risque relative aux pays émergents a atteint un niveau élevé de 662 PBS en avril sur les émissions en dollar.

Au final, le Maroc semble toujours bénéficier de conditions avantageuses à l'international grâce notamment au maintien des agences Fitch et S&P de la notation *Investment Grade* de sa dette souveraine. Dans ces conditions, le Maroc demeure l'unique pays africain à bénéficier de cette notation.

MAROC : NOTATIONS DES PRINCIPALES AGENCES



PAYS ÉMERGENTS : SPREAD DE CRÉDIT⁽¹⁾



(1) Indice benchmark EMBI- Différentiel entre le rendement des obligations souveraines USD et celui des PE

Sources : Ministères des finances, Bloomberg, Calculs & Analyse AGR

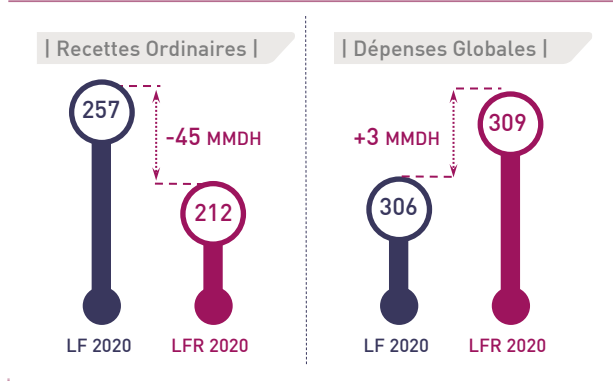
UNE SORTIE À L'INTERNATIONAL QUI RÉPOND À DEUX IMPÉRATIFS MAJEURS

Un recours à l'endettement extérieur afin d'alléger les pressions sur la liquidité domestique ...

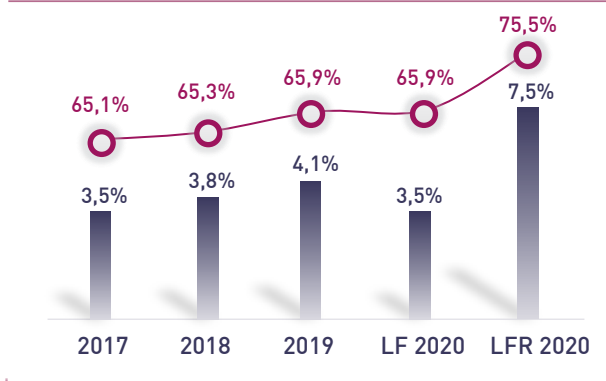
La stratégie de l'exécutif visant à atténuer les effets de la crise sanitaire sur le tissu productif et à soutenir le plan de relance économique continuera à peser sur la situation des finances publiques. À cet effet, le déficit serait projeté vers un nouveau palier historique en raison de la dégradation attendue des recettes fiscales et de la poursuite de la hausse des dépenses difficilement compressibles par l'État. Plus en détails, le déficit budgétaire est attendu à 7,5% du PIB en 2020 selon les nouvelles prévisions de la LFR 2020 contre 3,5% prévu initialement.

Dans ces conditions, le recours au financement extérieur paraît indispensable afin d'accompagner l'effort budgétaire de l'État tout en évitant d'exercer des pressions supplémentaires sur les liquidités domestiques. Celles-ci sont pénalisées par l'affaiblissement de l'épargne nationale en raison de la crise sanitaire. Rappelons que le déficit de liquidité bancaire a atteint un record historique de 106,2 MMDH à fin août 2020 en hausse de +11,2% en glissement annuel.

BUDGET DE L'ÉTAT : LF 2020 Vs. LFR 2020



DÉFICIT BUDGÉTAIRE Vs. ENDETTEMENT DU TRÉSOR



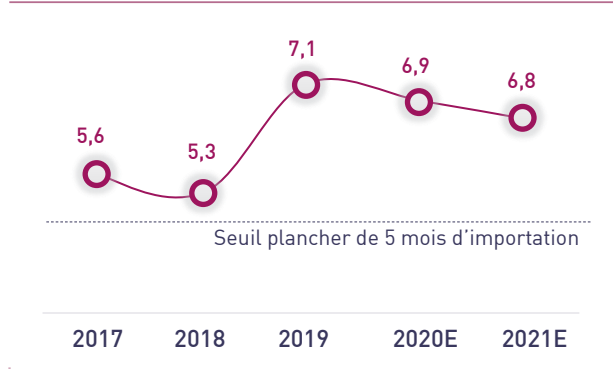
... et de consolider les réserves en devises au-dessus du seuil plancher des 5 mois d'importation

En raison du choc exogène sur la Demande extérieure, la préservation d'un niveau de réserves en devises adéquat s'érige parmi les préoccupations majeures à la fois de l'Exécutif et des autorités monétaires. Cette dernière émission Eurobond du Maroc devrait ainsi permettre de consolider les réserves de change suite au remboursement d'une ligne de 1,0 MM€ qui arrive à échéance le 5 octobre prochain. Notons que les avoirs nets en devises devraient s'établir à 298 MMDH en 2020, soit près de 6,9 mois d'importation de Biens & Services.

Parallèlement aux sorties à l'international, nous relevons deux mesures supplémentaires visant le soutien des réserves de change du Maroc. Il s'agit de :

- (1) L'activation de la Ligne de Précaution et de Liquidité (LPL) de 3,0 MM\$ en avril dernier mise à disposition par le FMI. Celle-ci est considérée comme une assurance pour faire face à une éventuelle dégradation de la balance des paiements. Concrètement, cette ligne de précaution faciliterait davantage les sorties du Trésor à l'international plutôt que le financement de son déficit ;
- (2) L'élargissement de la bande de fluctuation du dirham de $\pm 5,0\%$ sur la base d'un panier de devises constitué de 60% en € et de 40% en \$. Cette décision a pour objectif d'amortir relativement les chocs externes sur les réserves en devises du Maroc.

MAROC : RÉSERVES⁽¹⁾ DEVISES EN MOIS D'IMPORT



MAROC : LEVIERS DES RÉSERVES EN DEVISES



(1) Avoirs Officiels en Réserve calculés par Bank Al-Maghrib

Sources : LFR 2020, Bank Al-Maghrib, Calculs & Analyse AGR

VERS UN REPROFILAGE DE LA DETTE DU TRÉSOR DURANT LA PÉRIODE 2020-2021

Un contexte favorisant la poursuite du financement du Trésor sur le marché international ...

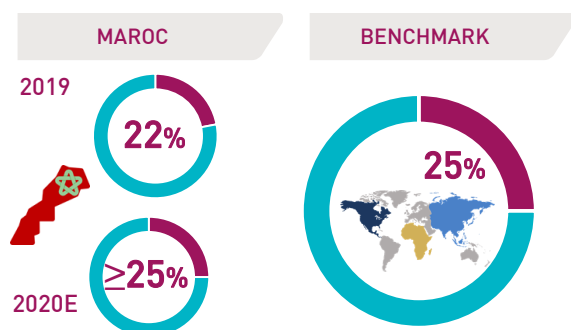
Tenant compte d'un financement extérieur estimé à 60 MMDH par la LFR 2020, le Trésor devrait poursuivre son recours au financement extérieur auprès des institutions internationales ou encore sur les marchés des capitaux de la dette en devise d'ici la fin de l'année. Ainsi, le reliquat à financer par tirages extérieurs est estimé à près de 25 MMDH au T4-20.

Dans ces conditions, la quote-part de la dette extérieure pourrait franchir la barre des 25% suite au relèvement du plafond de la dette extérieure du Maroc, un niveau en ligne avec le benchmark de référence du Trésor. Ainsi, la dette extérieure devrait dépasser les 200 MMDH et sa part dans la dette globale évoluerait de 22% en 2019 à plus de 25% courant 2020.

Notre scénario est soutenu par les constats suivants:

- La bonne signature du Maroc dans la catégorie *Investment Grade* conjuguée à des coûts de financement faibles. En effet, le marché de la dette souveraine à l'international est marqué par des taux négatifs en Europe et des taux historiquement bas aux États-Unis ;
- L'abondance des liquidités à l'international. À titre indicatif, la dernière émission Eurobond du Royaume a connu un réel appétit de la part des investisseurs à travers un taux de de sursouscription de 2,5x.

POIDS DETTE EXTÉRIÈRE: MAROC VS. BENCHMARK



LFR 2020: RELÈVEMENT DU PLAFOND DE LA DETTE

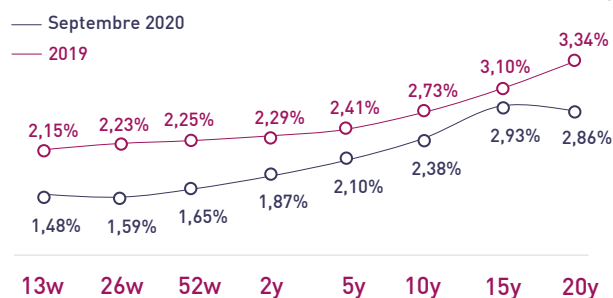


... et permettant d'écarter trois facteurs de risque qui pèsent sur l'économie marocaine

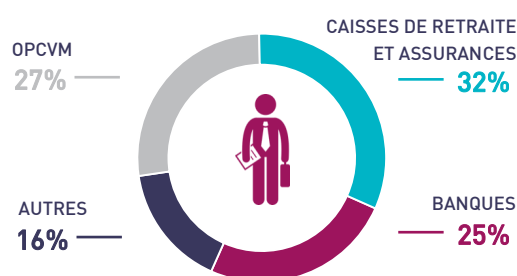
Cette orientation stratégique du Trésor en faveur du financement en devise durant la période 2020-2021 permettrait de faire face à trois risques potentiels :

- (1) Un effet d'éviction du financement du Trésor aux dépens du secteur privé. Ce dernier a plus que jamais besoin d'un financement à moindre coût afin de réussir sa sortie de crise ;
- (2) Une détérioration significative des réserves de change induite par la dégradation de la balance commerciale et de la balance des paiements. Un scénario qui pourrait inciter la banque centrale à élargir davantage la bande de fluctuation du dirham dans des conditions économiques moins favorables ;
- (3) Une volatilité accrue des taux souverains sur le court terme. Cette situation risque d'impacter négativement la dynamique du secteur bancaire ainsi que la valorisation de l'épargne publique. Pour rappel, les institutionnels locaux et les OPCVM s'accaparent plus de 60% de la dette intérieure du Trésor.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



MAROC : STRUCTURE DE LA DETTE INTÉRIÈRE ⁽¹⁾



(1) Données à fin 2018

Sources : Ministère des finances, LFR 2020, Calculs & Analyse 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.@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 ses 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.

