

### TRÉSOR : UNE LEVÉE RECORD DANS UN CONTEXTE CRUCIAL

Après une émission de 1,0 MM€ en septembre dernier, le Trésor vient de réussir en ce mois de décembre la plus importante levée en devise de son histoire, soit de 3,0 MM\$. À cet effet, le Maroc rejoint le club des pays ayant opéré des émissions records en 2020, à l'image de l'Égypte qui a levé 5,0 MM\$.

Bénéficiant d'un taux de sursouscription de 4,0x, cette nouvelle émission Eurobond libellée en dollar s'est opérée en 3 tranches avec des niveaux de spread plus attractifs que ceux observés lors de la dernière sortie. Plus en détails :

- La 1<sup>ère</sup> d'un montant de 750 M\$ sur une maturité de 7 ans et associée à un spread de 175 PBS ;
- La 2<sup>ème</sup> d'un montant de 1,0 MM\$ sur une maturité de 12 ans et associée à un spread de 200 PBS ;
- Enfin, la 3<sup>ème</sup> de 1,25 MM\$ sur une maturité de 30 ans et associée à un taux d'intérêt de 4,0%.

#### 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

### TRÉSOR : LEVÉES À L'INTERNATIONAL DURANT LA PÉRIODE 2012-2020 (MONTANTS EN MM)



Notre analyse de cette levée historique, particulièrement dans le contexte actuel, fait ressortir trois points clés :

- (1) Le Maroc continue de bénéficier de la confiance des bailleurs de fonds à l'international avec une Demande qui atteint les 13 MM\$ assortie à des conditions de financement avantageuses. Un constat rassurant dans un contexte marqué par la montée de l'aversion au risque des investisseurs envers le marché de la Dette ;
- (2) Le recours du Trésor au marché domestique devrait s'alléger de manière significative, permettant ainsi de dissiper les pressions haussières sur la courbe des taux observées au cours des dernières semaines. En effet, cette levée historique de 3,0 MM\$ permettrait à l'argentier de l'État de dépasser son financement extérieur cible prévu par la LFR 2020 de 60,0 MMDH ;
- (3) Les réserves en devises devraient dépasser les 310 MMDH à fin 2020E, un niveau record pour le Royaume. Contrairement à l'émission du mois de septembre (1,0 MM€) qui n'avait servi qu'au remboursement d'une tombée équivalente durant le même mois, cette nouvelle levée permettrait de renflouer les réserves en devises et par conséquent, atténuer les pressions de liquidité sur le marché monétaire.

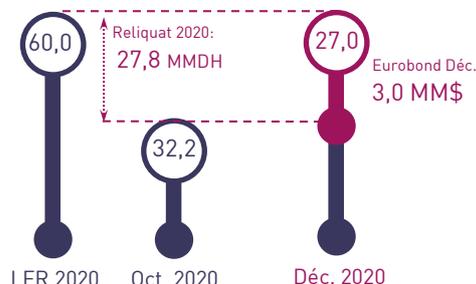
### AVIS D'EXPERT

Concrètement, cette levée historique permettrait d'une part, un allègement visible des pressions sur le coût de financement du Trésor sur le marché domestique et d'autre part, une nette amélioration des conditions de liquidité du marché monétaire. Tenant compte de cette nouvelle donne, le scénario d'une baisse du taux directeur de Bank Al-Maghrib en décembre 2020 devient aujourd'hui moins probable (Cf. Budget Focus octobre 2020).

## UNE OPÉRATION D'ENVERGURE PERMETTANT D'ÉCARTER LES PRESSIONS HAUSSIÈRES SUR LES TAUX

Avec cette nouvelle émission d'environ 27,0 MMDH, le Trésor devrait largement financer ses besoins d'ici la fin de l'année. En effet, cette opération constitue un matelas confortable pour débiter l'année 2021 sans grande pression. Plus en détails, le plafond des financements extérieurs est fixé par la LFR 20 à 60,0 MMDH, alors que le reliquat à fin octobre s'établit à 27,8 MMDH. Au final, nous anticipons une inversion de la récente tendance haussière des taux induite par le recours massif du Trésor au marché intérieur durant la période pré-Eurobond. Rappelons que sur le seul mois de novembre, le Trésor a levé plus de 23,0 MMDH face à un besoin annoncé de 15,3 MMDH.

### TRÉSOR : FINANCEMENT EXTÉRIEUR (MMDH)



### MAROC : COURBE PRIMAIRE DES TAUX OBLIGATAIRES



## UN SIGNAL FORT QUANT À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À L'INTERNATIONAL

En dépit de l'abaissement de la notation souveraine du Maroc par Fitch Ratings en octobre 2020, le Royaume a bénéficié de conditions avantageuses par rapport à la devise d'émission. Ainsi, nous relevons :

- (1) Une prime de risque inférieure à celle de la dernière sortie en septembre. À titre indicatif, le spread de la maturité 12 ans s'établit à 200 PBS pour l'Eurobond libellé en dollar, soit 40 PBS en dessous de celui opéré en euro. Néanmoins, tenant compte d'un écart de rendement positif de plus de 150 PBS entre les obligations européennes et américaines durant l'année 2020, les taux d'intérêts seraient naturellement plus élevés pour cette récente émission en dollar ;
- (2) Le spread moyen de cette dernière sortie s'établit autour des 240 PBS. Un niveau inférieur à la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs à l'égard des pays émergents, soit plus de 330 PBS actuellement.

### MAROC : NOTATIONS DES PRINCIPALES AGENCES

#### DETTE LT EN DEVISÉS ÉTRANGÈRES



### PAYS ÉMERGENTS : SPREAD DE CRÉDIT<sup>(1)</sup>



## UN DOUBLE IMPACT POSITIF, SUR LES FINANCES PUBLIQUES ET LES RÉSERVES EN DEVISÉS

Les retombées positives de cette dernière levée vont au-delà de l'atténuation des pressions sur les finances publiques. Contrairement à l'émission effectuée en septembre, cet Eurobond permettrait une nette amélioration des réserves de change du Royaume. Celles-ci devraient dépasser les 310 MMDH en 2020E tenant compte du tirage de LPL d'un montant similaire en avril dernier. Au final, le Maroc rehausse sa résilience face aux éventuels chocs exogènes supplémentaires sur sa balance des paiements.

### MAROC : DÉFICIT DE LIQUIDITÉ BANCAIRE (MMDH)



### MAROC : AVOIRS OFFICIELS DE RÉSERVE (MMDH)



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

Sources : Bloomberg, Bank Al-Maghrib, 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 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 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 42 87 22  
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.

