

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | FÉVRIER 2021

## FINANCES PUBLIQUES : UNE EXÉCUTION SIMILAIRE AUX NIVEAUX D'AVANT-CRISE

- 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

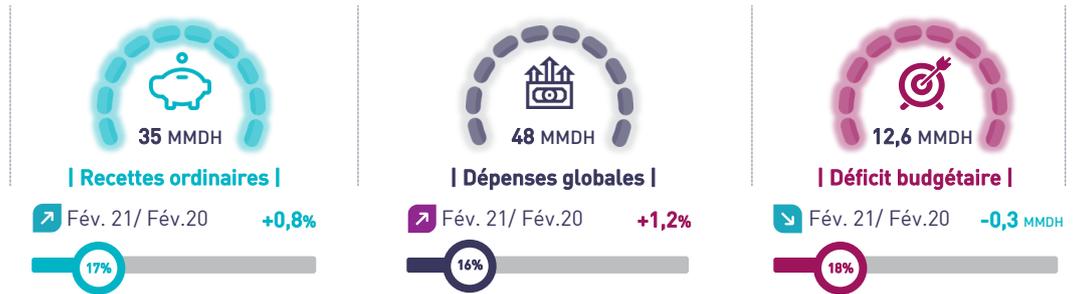


# MONTHLY BUDGET FOCUS

## FIXED INCOME

01 AVRIL  
2021

### TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2021 | À FIN FÉVRIER 2021 |



### VUE D'ENSEMBLE : UN TAUX DE RÉALISATION DU DÉFICIT EN LIGNE AVEC LE NIVEAU DE 2020

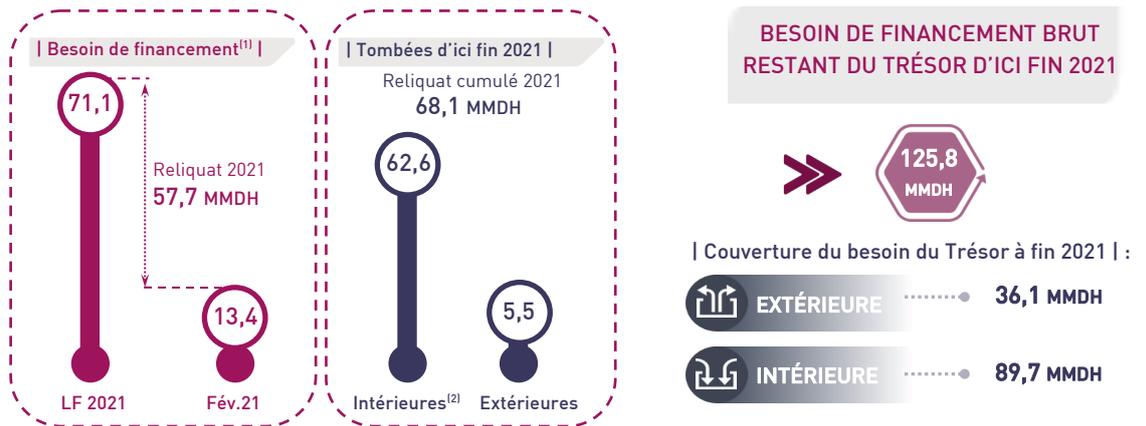
L'exécution budgétaire au titre des deux premiers mois de 2021 s'est soldée par un déficit de 12,6 MMDH, soit quasiment le même niveau enregistré un an auparavant.

En effet, les recettes ordinaires se sont améliorées en une année de 0,8% à 35,3 MMDH. Pour leur part, les dépenses ordinaires ont régressé sur la même période de -2,5% à 42,3 MMDH, reflétant le repli des dépenses des autres Biens & Services, des intérêts de la dette ainsi que la hausse des charges de personnel en raison du dialogue social.

Par ailleurs, les dépenses d'investissement ont régressé de -6,5% à 15,2 MMDH, portant les dépenses globales à 47,9 MMDH, en hausse de 1,2%.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 0,9 MMDH, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 13,4 MMDH, en aggravation de 3,4 MMDH par rapport à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par un financement extérieur à hauteur de 3,7 MMDH et des ressources intérieures d'un montant net de 9,7 MMDH.

### BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN DU TRÉSOR MODÉRÉ, SANS PRESSIONS SUR LES TAUX



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

### 9,0 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

Le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2021 devrait, selon nos estimations, s'établir à 125,8 MMDH. Celui-ci comprend :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor estimés par la LF 2021 à 57,7 MMDH ;
- (2) Les tombées du Trésor en 2021, hors celles des mois de janvier et février, de 68,1 MMDH, dont 62,6 MMDH intérieures et 5,5 MMDH extérieures.

Selon les prévisions de la LF 2021, l'argentier de l'État couvrirait 36,1 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat équivalent à 89,7 MMDH serait ainsi satisfait sur le marché domestique.

Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois ressort à des niveaux corrects de 9,0 MMDH en moyenne en 2021. Selon nous, ce recours ne devrait pas induire de grandes pressions sur les taux obligataires à CT.

### AVIS D'EXPERT

*Durant les deux premiers mois de l'année 2021, les conditions de financement du Trésor sur le marché intérieur sont restées quasi-stables soutenues par une situation des finances publiques confortables. En effet, l'offre en BDT du Trésor sur le marché de la dette est restée limitée autour de 10,0 MMDH face à des besoins annoncés de 11,6 MMDH en moyenne sur la même période.*

*Selon nous, cette tendance stable des taux obligataires devrait se poursuivre en 2021. À l'origine, nous relevons les conditions favorables à l'international pour l'exécution des financements extérieurs estimés à 41 MMDH par le PLF 2021. Aussi, le maintien d'une politique monétaire accommodante de Bank Al-Maghrib à travers un taux directeur historiquement bas de 1,5%, contribuerait à contenir le coût de refinancement du Trésor à des niveaux faibles.*

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

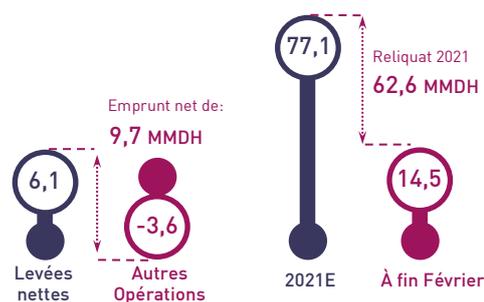
Manager  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari  
Global Research

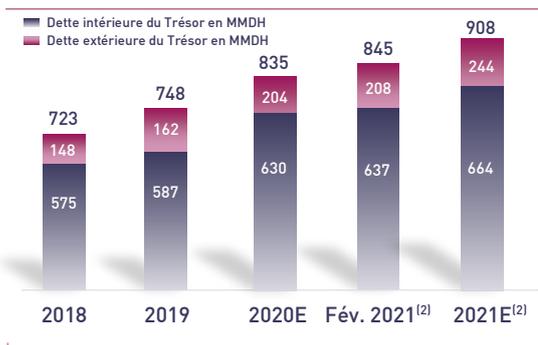
## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Février 2021 | | Tombées du Trésor<sup>(1)</sup> |



(1) Incluant les échanges de BDT

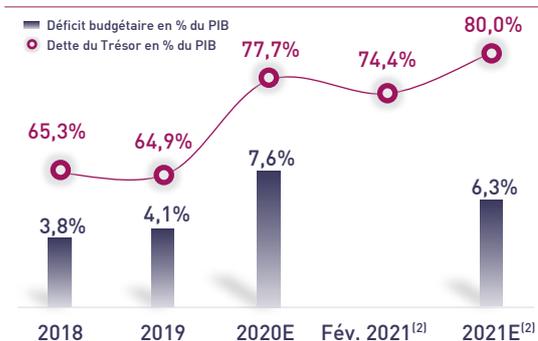
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



Afin de faire face au creusement significatif du déficit budgétaire à 82,4 MMDH en 2020 et 71,1 MMDH en 2021E, la dette du Trésor devrait davantage augmenter à 845 MMDH à fin février 2021E, contre 835 MMDH à fin 2020E. Plus en détails :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 637 MMDH à fin février 2021E, en hausse de 7 MMDH par rapport à son niveau en 2020E ;
- (2) La dette extérieure du Trésor devrait légèrement augmenter de 1,8%, passant de 204 MMDH en 2020E à 208 MMDH à fin février 2021E.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



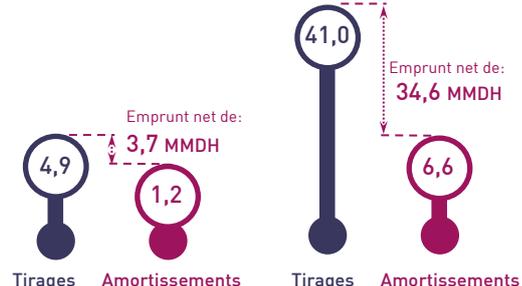
(2) Estimations AGR

Afin de financer son déficit croissant, l'État a été amené à contracter de nouveaux emprunts venant alimenter le stock de dette du Trésor. Celui-ci avoisinait les 65,0% à fin 2019.

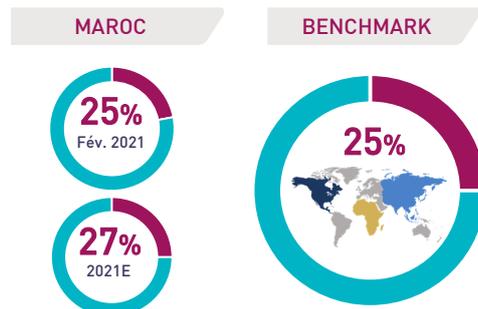
En raison de la contraction du PIB dans un contexte de crise sanitaire, l'impact sur le niveau d'endettement du Trésor est significatif. Celui-ci évoluerait vers de nouvelles références, au-delà des ratios conventionnels de 60% du PIB.

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Février 2021 | | Prév. LF 2021 |



## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

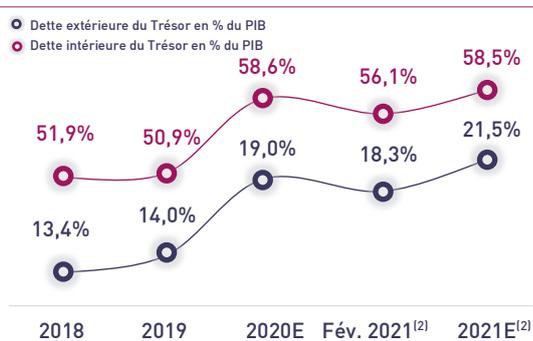


À fin 2021, la dette totale du Trésor atteindrait 908 MMDH. La composante intérieure s'élèverait à près de 664 MMDH contre 244 MMDH pour celle extérieure.

Dans ces conditions, la part de la dette extérieure avoisine les 25% de la dette globale du Trésor à fin février 2021E, et devrait atteindre 27% à fin 2021E. Rappelons que celle-ci s'est limitée en moyenne à 21,4% durant la période 2017-2019.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait dépasser pour la 1<sup>ère</sup> fois son Benchmark de référence, soit les 25%.

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le taux d'endettement du Trésor devrait ainsi atteindre le seuil des 80,0% en 2021E après s'être établi à 77,7% en 2020E. À fin février 2021E, celui-ci ressortirait à 74,4%.

Rapporté au PIB, l'endettement intérieur devrait passer de 58,6% en 2020E à 56,1% à fin février 2021E. Pour sa part, le taux d'endettement extérieur atteindrait 18,3% à fin février 2021E contre 19,0% en 2020E.

Sources : SCR Ministère des Finances, LFR 2020 & LF 2021, Calculs & Estimations AGR



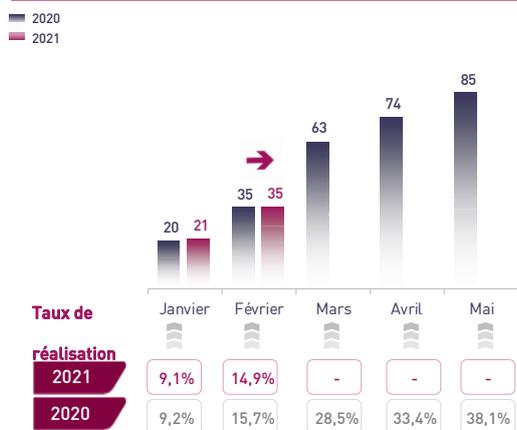
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN FÉVRIER 2021

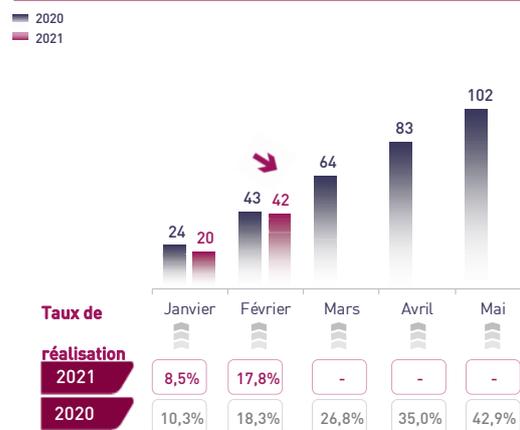
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN FÉVRIER 2021 |

EN MMDH	Fév. -20	TR Fév.- 20	Fév. - 21	LF 2021	TR Fév. - 21
<b>Recettes fiscales</b>	33,5	18,0%	33,0	195,6	16,9%
Impôts directs (IS+IR)	11,1	12,7%	11,8	80,1	14,7%
Impôts indirects (TVA+TIC)	15,9	20,5%	15,1	90,0	16,8%
<b>Recettes non fiscales</b>	1,1	3,2%	1,8	38,0	4,6%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>35,0</b>	<b>15,7%</b>	<b>35,3</b>	<b>236,9</b>	<b>14,9%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	43,4	18,3%	42,3	246,9	17,1%
Dépenses de fonctionnement	36,3	18,4%	35,6	205,7	17,3%
Intérêt de la dette publique	4,3	15,2%	3,8	27,7	13,9%
Compensation	2,8	23,4%	2,9	13,6	21,4%
<b>Investissement</b>	16,2	22,9%	15,2	68,1	22,3%
<b>Dépenses globales</b>	<b>47,3</b>	<b>15,3%</b>	<b>47,9</b>	<b>308,0</b>	<b>15,5%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-12,3</b>	<b>14,8%</b>	<b>-12,6</b>	<b>-71,1</b>	<b>17,6%</b>

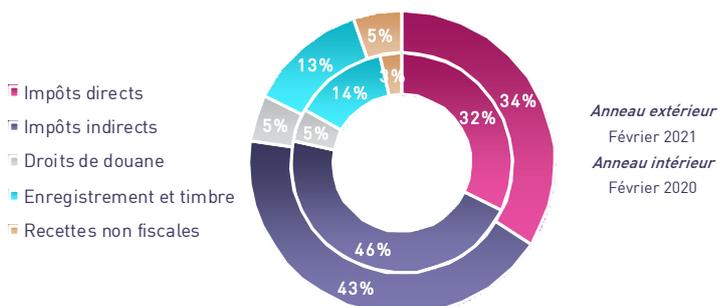
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



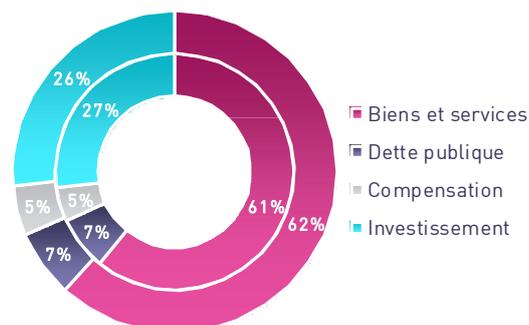
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR



## 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 ÉCONOMIE

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

Ines 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

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

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

### CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 54 42 98  
t.loudiyi@attijariwafa.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 20 21 98 26  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+225 20 21 98 26  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi  
+237 678 43 87 19  
s.ekambi@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 24  
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

Mahmoud Bahaa  
+202 27 97 04 80  
mahmoud.bahaa@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 pourrait 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, repouser 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.

