

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Marché des Taux

DES **COÛTS DE FINANCEMENT FAVORABLES** À UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE **CONTRA-CYCLIQUE**

- 03 | Une situation confortable des finances publiques au T1-2021...
- 04 | ... induisant un recours modéré du Trésor au marché intérieur
- 06 | Une évolution baissière des Taux obligataires au T1-2021
- 08 | Des perspectives stables du marché obligataire pour 2021
- 09 | Un reprofilage de la dette du Trésor en 2021



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

Les exercices 2020 et 2021 demeurent particuliers eu égard au réajustement important de la politique budgétaire. Celle-ci tient compte des répercussions de la crise sanitaire sur les deux composantes Offre/Demande ainsi que des nouvelles orientations de l'Exécutif en termes d'investissement.

Le reprofilage des recettes et des dépenses de l'Etat a porté le déficit budgétaire à 7,6% du PIB en 2020, contre un niveau normatif autour des 3,5%. En 2021, l'Etat maintient une politique budgétaire contra-cyclique⁽¹⁾ à travers un déficit budgétaire attendu à 6,3% du PIB (prévisions Loi de Finances 2021). L'objectif est double. D'une part, soutenir les secteurs productifs à travers le déploiement du plan de relance économique. D'autre part, réduire les disparités sociales via la généralisation de la protection sociale à l'ensemble de la population.

En dépit de l'accroissement des besoins de financement du Trésor, les taux obligataires ont connu une tendance baissière durant ces deux dernières années. En marge de notre analyse, cinq messages clés sont à retenir :

- Au T1-21, les finances publiques de l'Etat affichent une situation confortable à travers des taux satisfaisants de l'exécution des prévisions de la LF 2021. Ainsi, les excédents de trésorerie du Trésor placés sur le marché monétaire demeurent toujours importants ;
- Tenant compte d'une Offre en BDT maîtrisée du Trésor sur le marché des adjudications et d'une Demande des investisseurs toujours importante, les taux obligataires se sont orientés à la baisse durant ce premier trimestre de 2021 ;
- En 2021, notre scénario central d'évolution des taux prévoit une quasi-stabilité des niveaux actuels. Ce scénario tient compte d'un statu quo de la politique monétaire de BAM durant le reste de l'année 2021 conjugué à un recours toujours modéré du Trésor au marché intérieur ;
- Le financement extérieur s'érige comme une alternative incontournable pour diversifier les sources de financement du Trésor et réduire les pressions sur les liquidités domestiques. Dans ce sens, le Maroc semble toujours bénéficier de conditions avantageuses lui permettant de poursuivre ses levées à l'international sans grandes difficultés ;
- Il est réconfortant de constater que le consensus des prévisions de croissance du Maroc en 2021 sont positives. Celles-ci sont soutenues par une campagne agricole exceptionnelle et le début de redressement de plusieurs secteurs d'activités. Par conséquent, le réajustement progressif des taux d'endettement du Trésor est un scénario crédible sur un horizon MT.

Lamyae Oudghiri

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

Meryeme Hadi

Associate
+212 529 03 68 17
m.hadi@attijari.ma

(1) Une politique budgétaire qui se déroule en s'opposant aux cycles de croissance. L'objectif étant de relancer l'économie au moment où celle-ci est au ralenti.

UNE SITUATION CONFORTABLE DES FINANCES PUBLIQUES AU T1-2021...

Une exécution favorable des prévisions de la LF 2021 à fin mars 2021...

L'Etat poursuit durant ce premier trimestre de l'année 2021, une bonne gestion de ses finances publiques contribuant ainsi à contenir l'Offre de BDT du Trésor sur le marché de la dette intérieure à l'instar de l'année 2020. À l'analyse des arrêtés budgétaires au T1-21, force est de constater la bonne exécution des prévisions de la LF-21 à travers notamment :

- Le repli largement anticipé des recettes ordinaires par rapport à mars 2020 de -4,2% à 61,5 MMDH en raison de la baisse des recettes IS et de la non constatation de la contribution sociale de solidarité de 2,1 MMDH. En 2021, cette contribution serait affectée au Fonds d'appui à la protection sociale en vertu de la LF 2021 ;
- La baisse des dépenses ordinaires de -2,0%. Pour rappel, les dépenses globales ont affiché une hausse de +16,3% au T1-21 et ce, en dépit de la baisse des dépenses d'investissement. À noter la mobilisation d'un montant d'environ 17,1 MMDH au profit du fonds spécial Covid-19 ;
- Le creusement du déficit à -6,7 MMDH à fin mars 2021 contre un excédent de 5,6 MMDH en mars 2020. Un effet de base non comparable en raison de l'impact limité de la crise sanitaire sur les finances publiques au T1-20.

TRÉSOR: CHARGES ET RESSOURCES AU T1-21

| | T1-20 | T1-21 | LF 21 | |
|---------------------|---------|-------|-------|---|
| | En MMDH | | | |
| Recettes ordinaires | 64,2 | 61,5 | 236,9 | ↓ |
| Dépenses ordinaires | 64,0 | 62,7 | 246,9 | ↓ |
| Dépenses globales | 58,6 | 68,1 | 308,0 | ↑ |
| Déficit budgétaire | 5,6 | -6,7 | -71,1 | ↓ |

LF 2021: TAUX DE RÉALISATION AU T1-21



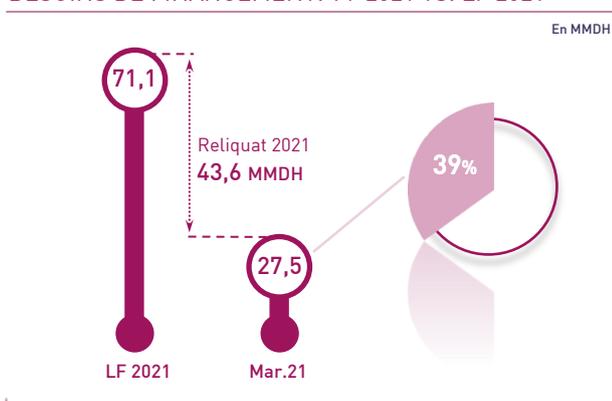
...se reflétant sur la situation nette de la trésorerie de l'argentier de l'Etat

Au T1-21, le besoin de financement du Trésor ressort à 27,6 MMDH tenant compte d'un niveau d'arriérés important de 20,9 MMDH, soit 39,0% du besoin de financement global durant l'exercice 2021. [Cf-Budget Focus Mars 2021].

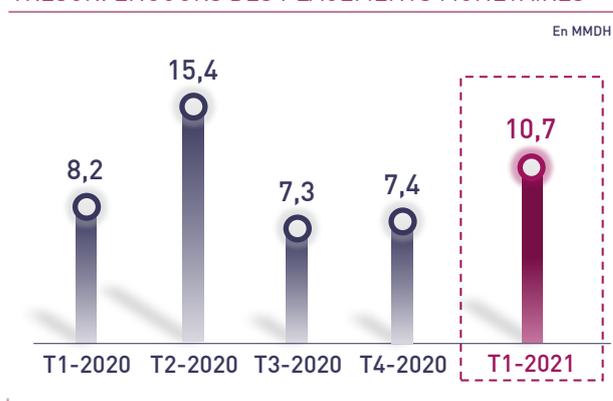
Néanmoins, ce niveau demeure à relativiser. En effet, le Trésor affiche une situation excédentaire de sa trésorerie durant ce trimestre, comme en attestent les niveaux importants de ses placements sur le marché monétaire. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension a dépassé les 10,0 MMDH en moyenne quotidienne sur le T1-21, soit des hausses respectives de 45,3% et 29,9% comparativement au T4-20 et au T1-20. À l'origine de cette situation :

- La multiplication des opérations d'échanges de BDT durant le T1-21 ayant permis de réajuster le profil de la dette et de lisser ses tombées à CT ;
- L'effet expansif des deux dernières sorties du Trésor à l'international de respectivement 1,0 MM€ et 3,0 MM\$ durant le S2-20.

BESOINS DE FINANCEMENT: T1-2021 VS. LF 2021



TRÉSOR: ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



Sources : Ministères des finances, Calculs & Analyse AGR

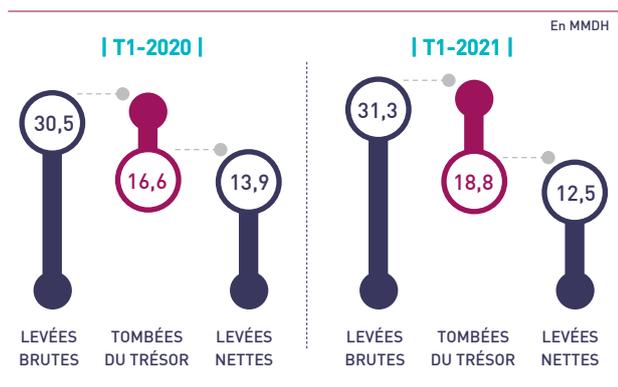
... INDUISANT UN RECOURS MODÉRÉ DU TRÉSOR AU MARCHÉ INTÉRIEUR

Une Offre maîtrisée du Trésor en BDT au T1-21

Tenant compte des tirages extérieurs effectués par le Trésor à fin mars 2021 de 6,3 MMDH auprès de ses partenaires bilatéraux et en l'absence d'une nouvelle sortie à l'international, les besoins du Trésor durant le T1-21 ont été financés à hauteur de 83,5% sur le marché intérieur. Dans ces conditions, le recours du Trésor aux adjudications s'est légèrement intensifié, avec des levées brutes passant de 30,5 MMDH au T1-20 à 31,3 MMDH au T1-21, soit une hausse de 2,6%.

Néanmoins, cette évolution haussière s'inverse au niveau des levées nettes du Trésor. Celles-ci s'élèvent à 12,5 MMDH au T1-21 contre 13,9 MMDH au T1-20 tenant compte des tombées en capital et en intérêt plus importantes sur ce premier trimestre. Ces dernières sont passées de 16,6 MMDH à 18,8 MMDH durant la période étudiée. Les opérations d'échange de BDT ont abouti au lissage des tombées de la dette durant le T1-21. Ces dernières ont plus que triplé avec un montant de près de 7,4 MMDH durant le T1-21 contre 2,3 MMDH au T1-20.

TRÉSOR: ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES



TRÉSOR: OPÉRATIONS D'ÉCHANGE EN BDT



Une reconfiguration des levées du Trésor orientées principalement vers le CMT

La politique d'émission du Trésor durant le T1-21 s'est caractérisée par la prédominance des souscriptions du Trésor sur le segment court et moyen de la courbe, en nette rupture avec la structure des levées brutes observée durant le T1-20. Ainsi, les poids des souscriptions du Trésor sur ces deux tranches de maturités ont progressé de 15% au T1-20 à 24% au T1-21 pour le CT et de 29% à 47% pour le MT sur la même période. À l'inverse, le poids des maturités longues a été divisé par deux, passant de 56% à 28% durant la période d'analyse. Ces constats révèlent les orientations suivantes du Trésor :

- Optimiser son coût de financement sur le marché local dans un contexte marqué par une durée confortable de la dette publique, soit autour de 6,6 ans en 2020. Une configuration lui offrant une latitude pour s'orienter vers les maturités courtes et moyennes présentant des taux de rémunération plus faibles que ceux du long terme ;
- Eviter de marquer les taux de rendement de la tranche de maturité longue à la hausse. À cet effet, il est important de rappeler que les investisseurs ont sensiblement relevé leurs exigences de rémunération sur le LT durant cette période.

TRÉSOR: RÉPARTITION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



TRÉSOR: ÉVOLUTION DE LA DURÉE DE LA DETTE



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

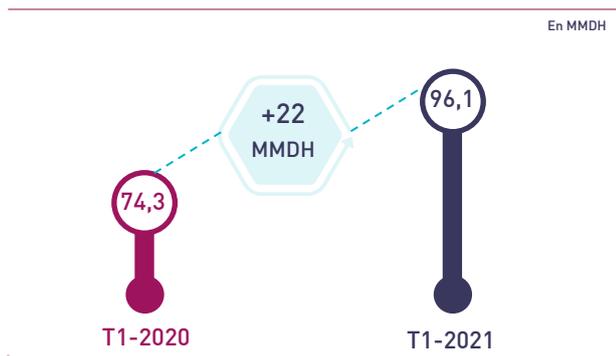
UNE DEMANDE STRUCTURELLEMENT IMPORTANTE EN BDT

Un appétit grandissant des investisseurs pour la tranche longue de la courbe des Taux

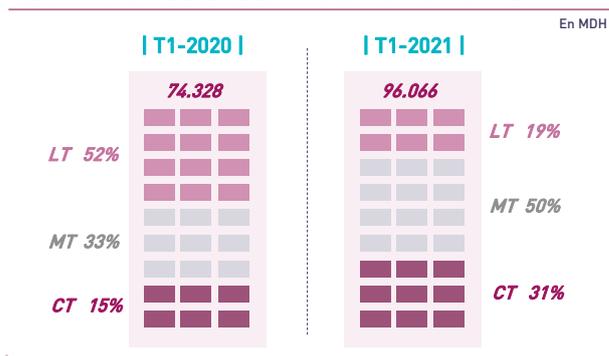
Les investisseurs continuent à afficher un réel appétit pour les BDT durant le T1-21, un placement considéré offrant le meilleur couple liquidité et risque. Ainsi, la Demande des investisseurs en BDT a connu une hausse importante de 29,3% passant de 74,3 MMDH au T1-20 à 96,1 MMDH au T1-21.

Durant le T1-21, nous avons aussi relevé un intérêt des investisseurs pour les maturités courtes et moyennes de la courbe primaire. À cet effet, les poids de la Demande des opérateurs de marché sur ces deux tranches de maturités ont progressé respectivement de 15% au T1-20 à 31% au T1-21 et de 33% à 50% durant la même période. À l'origine de ce constat : (1) l'orientation des placements des institutionnels vers les maturités CMT dans l'attente d'une normalisation des taux à l'avenir et (2) l'appréciation des placements obligataires des banques à travers l'accroissement visible de leur portefeuille titre qui demeure à caractère court terme.

TRÉSOR: ÉVOLUTION DE LA DEMANDE



RÉPARTITION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



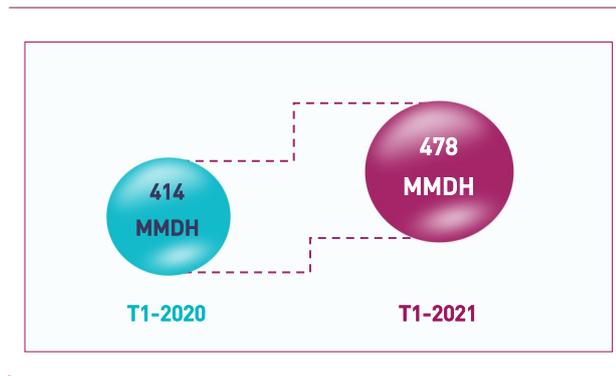
Un excédent de liquidité apparent chez les investisseurs en BDT

La tendance haussière de la Demande des investisseurs durant le T1-21 s'explique principalement par la structure de la dette intérieure de l'Etat qui révèle une nette prédominance des banques et des sociétés de gestion. Ces derniers représentent plus de la moitié de la Demande en BDT. Deux constats majeurs sont à souligner durant ce T1-21:

- (1) L'atténuation du déficit de liquidité bancaire de 11,6% passant de 71,8 MMDH au T1-20 à 63,5 MMDH au T1-21. Cette orientation est soutenue par l'augmentation des avoirs en devises de 16,8% à 305,1 MMDH à fin mars 2021 en lien avec les sorties à l'international du Trésor ;
- (2) L'appréciation de l'Actif sous gestion obligataire des OPCVM de 15,5% à 478 MMDH durant la même période. Aussi, nous relevons un intérêt plus prononcé envers le CT, à travers des variations de l'Actif sous gestion des OPCVM monétaires et obligataires CT de près de 22,5% et 53,7% respectivement durant la même période.

Au final, nous relevons une amélioration notable des volumes échangés au sein du compartiment secondaire, passant d'une moyenne de 88,5 MMDH durant les trois derniers trimestres à 99,3 MMDH durant le T1-21. Ce dynamisme dénote d'une situation de liquidité confortable des opérateurs locaux conjuguée au rehaussement du volume de papier neuf du Trésor émis sur le marché primaire durant le T1-21.

ACTIF SOUS GESTION OBLIGATAIRE



VOLUME: COMPARTIMENT SECONDAIRE



Sources : Ministères des finances, AMMC, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

UNE ÉVOLUTION BAISSIÈRE DES TAUX OBLIGATAIRES AU T1-2021

Une confrontation Offre/Demande en BDT globalement maîtrisée ...

Tenant compte de la bonne exécution de la LF 2021 durant ce premier trimestre se reflétant à travers un besoin de financement maîtrisé et une Demande en BDT toujours importante, les taux obligataires se sont orientés à la baisse sur le T1-2021. Cette tendance résulte principalement des deux principaux facteurs Offre/Demande en BDT. Il s'agit :

- D'une évolution plus soutenue de la Demande des investisseurs en BDT par rapport aux levées brutes du Trésor durant le T1-21. Cette configuration s'est traduite par une baisse du taux moyen de satisfaction de 8,5 pts, passant de 41,0% au T1-20 à 32,6% au T1-21. Une orientation qui a contribué à réduire les exigences de rémunération des opérateurs locaux envers les BDT ;
- D'une Offre en BDT globalement contenue du Trésor. En raison de la situation confortable des finances publiques au T1-21 et des excédents de trésorerie accumulés après les deux dernières sorties à l'international en 2020, le recours du Trésor au marché intérieur est resté modéré, n'induisant pas des pressions haussières. Ce constat se reflète parfaitement sur le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor. Ce taux ressort à 86,4% contre un dépassement de 104,3% durant la même période de l'année précédente.

ÉVOLUTION DU TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



ÉVOLUTION DES TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



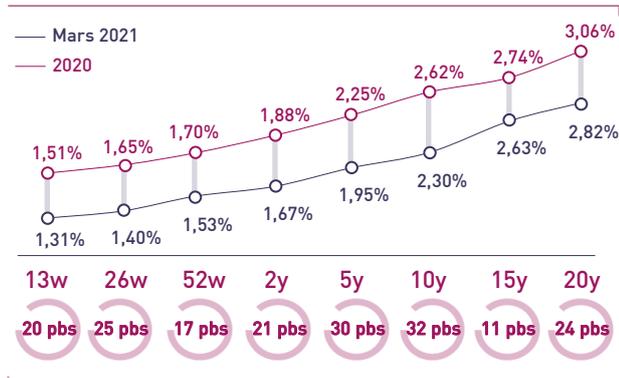
...induisant une baisse généralisée des taux primaires et secondaires durant le T1-21

Au-delà des facteurs fondamentaux cités plus haut, l'optimisme des investisseurs quant au redressement de l'activité économique a contribué à la détente de l'aversion au risque au sein du marché financier marocain (Cf. *AGR Indice de Confiance*). Cette situation a favorisé une orientation baissière des taux sur les compartiments primaire et secondaire.

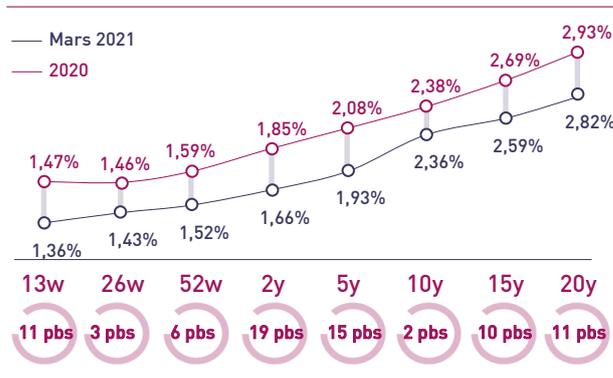
Plus en détails, nous relevons des baisses plus prononcées au niveau du compartiment primaire. Ce dernier ayant connu une volatilité accrue :

- **Courbe primaire:** La tranche de maturité CT a connu des baisses variant dans une fourchette entre [17 ; 25 PBS], tandis que les maturités du segment MLT ont oscillé dans un intervalle entre [11 ; 30 PBS] ;
- **Courbe secondaire:** Les maturités courtes ont baissé de 6,7 PBS durant le T1-21, tandis que les maturités moyen long termes se sont repliées sur la même période de 11,4 PBS en moyenne.

COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

DES PERSPECTIVES STABLES DU MARCHÉ OBLIGATAIRE POUR 2021

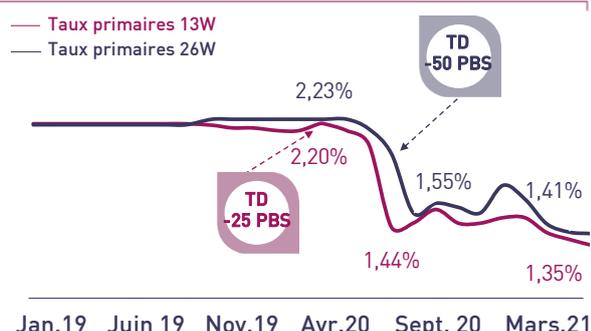
Le compartiment court terme toujours piloté par la politique monétaire de BAM

Le coût de refinancement du Trésor demeure étroitement lié à la politique monétaire à travers l'impact direct du taux directeur sur l'orientation du segment CT de la courbe des taux. Pour rappel, les maturités 13 et 26 semaines ont reculé de 54 PBS en moyenne en l'espace de 4 séances d'adjudication suite à la baisse du TD de 50 PBS en juin 2020.

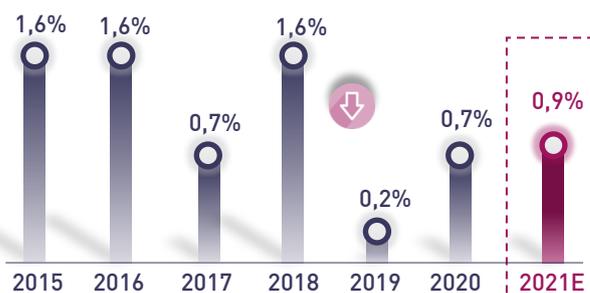
Selon nous, BAM pourrait garder inchangée sa politique monétaire à travers un TD stable à 1,5% durant le reste de 2021. À notre sens, plusieurs facteurs fondamentaux confortent ce scénario:

- Un contexte inflationniste globalement maîtrisable à travers un niveau des prix à la consommation évoluant en dessous des 2,0% en 2021E (*estimations BAM*). Cette évolution s'expliquerait en partie par la baisse attendue des prix des produits alimentaires sous l'effet d'une campagne agricole exceptionnelle ;
- La capacité de BAM d'accompagner la hausse prévisionnelle des besoins de liquidité bancaire, soit de +25,6% à 84,1 MMDH en 2021E. Le triplement de la capacité de refinancement des banques auprès de la Banque Centrale soutient cet avis ;
- La transmission graduelle des décisions monétaires vers la sphère réelle. Selon nous, les taux débiteurs n'ont pas intégré entièrement la baisse cumulée du TD de 75 PBS en 2020. Ceci s'expliquerait par la hausse naturelle des primes de risque dans un contexte marqué par un manque de visibilité au sein du segment Corporate ;
- Les perspectives d'évolution modérée des crédits bancaires à 3,6% en 2021E contre 3,9% en 2020 et 5,5% en 2019. L'activité bancaire fait face à une montée des risques de solvabilité des ménages et des entreprises. L'encours des créances en souffrance s'inscrit en hausse de 14,7% dépassant les 80,0 MMDH en 2020.

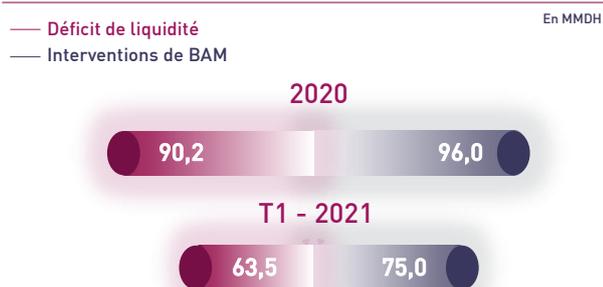
MAROC : TAUX DIRECTEUR VS. TAUX PRIMAIRE



MAROC : ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2015-2021E

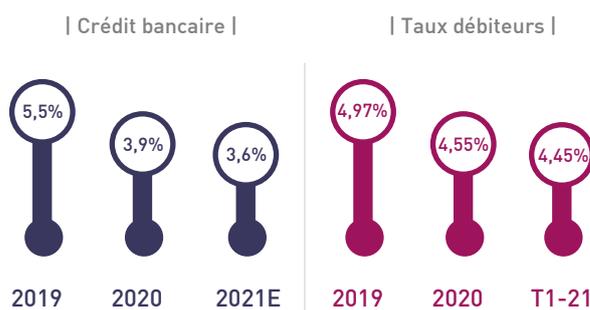


DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. INTERVENTIONS DE BAM*



*Moyenne des avances à 7 jours, prêts garantis, pensions livrées et swap de change

MAROC : CRÉDITS BANCAIRES VS. TAUX DÉBITEURS



Il est évident que cette nouvelle ère de politique monétaire ultra-accommodante de Bank Al-Maghrib permet de soutenir la liquidité des secteurs productifs de l'économie à travers le maintien du système financier sous perfusion monétaire. Une orientation qui devrait jouer un rôle crucial dans la reprise attendue de l'économie en 2021.

Il est important de souligner que BAM dispose toujours d'une marge de manœuvre intéressante pour assouplir davantage sa politique monétaire et ce, dans le cas où les conditions de financement de l'économie l'exigeraient. Aujourd'hui, nous pensons que la priorité est accordée en premier lieu au redressement de l'activité économique, reléguant au second plan les enjeux de la rémunération de l'épargne nationale.

Sources : Bank Al-Maghrib, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

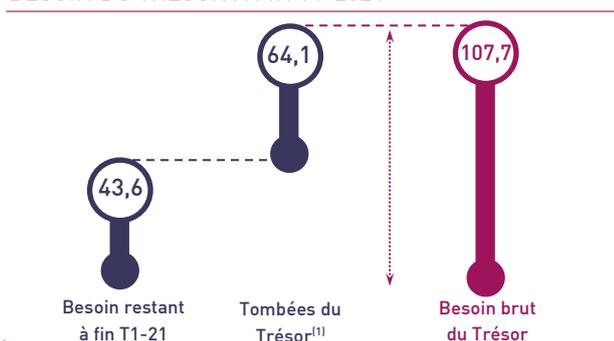
DES PERSPECTIVES STABLES DU MARCHÉ OBLIGATAIRE POUR 2021

En 2021, un recours du Trésor au marché intérieur sans grande pression sur les Taux

La politique budgétaire de l'Etat devrait poursuivre son orientation expansionniste et contra-cyclique à travers un déficit de 6,3% du PIB en 2021E contre 7,6% en 2020. Outre l'enjeu majeur qui consiste à atténuer les conséquences économiques de la crise sanitaire, la LF 2021 s'articule aussi autour de la rationalisation des dépenses et la mobilisation de recettes additionnelles. Il s'agit principalement des privatisations pour un montant global de 4,0 MMDH. Sur la base des prévisions de la LF 2021 et du niveau des tombées estimées du Trésor de 64,1 MMDH durant le reste de l'année 2021, le besoin de financement brut moyen du Trésor par mois devrait s'établir à 8,1 MMDH d'ici la fin de l'année 2021. [Cf-Budget Focus Mars 2021].

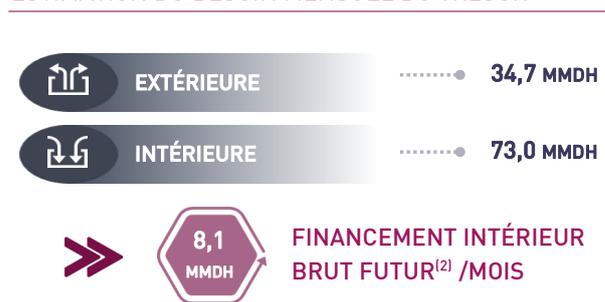
Dans ces conditions, le recours du Trésor au marché intérieur à CT ne devrait pas induire des pressions significatives sur l'Offre de BDT du Trésor. *Tenant compte du statu quo de la politique monétaire de BAM et d'une Demande soutenue des investisseurs en BDT, nous anticipons une stabilité des taux obligataires durant les deux prochains trimestres.*

BESOIN DU TRÉSOR À FIN T1-2021



(1) Tombées intérieures et extérieures

ESTIMATION DU BESOIN MENSUEL DU TRÉSOR



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

Le financement extérieur au chevet de la préservation de la liquidité domestique

La diversification des sources de financement du Trésor à travers l'orientation vers les tirages extérieurs s'érige comme une alternative incontournable afin d'alléger les pressions sur les liquidités domestiques et d'éviter un renchérissement du coût de financement de l'économie. Par conséquent, le Trésor compte mobiliser des ressources externes à hauteur de 41,0 MMDH en 2021, contre un plafond relevé à 60,0 MMDH en 2020. En dépit de l'abaissement de sa notation souveraine, le Maroc bénéficie de leviers positifs lui permettant de réussir de nouvelles sorties à l'international sans difficulté et à des conditions de financement toujours favorables. À titre d'exemple nous relevons :

- (1) Des fondamentaux économiques solides se reflétant à travers un consensus de prévisions positif à l'échelle locale et internationale pour 2021 ;
- (2) L'abondance des liquidités sur les marchés à l'international se reflétant à travers des taux de rémunération historiquement bas. À titre indicatif, la dernière émission Eurobond du Royaume de 3,0 MM\$ en décembre 2020 a connu un réel appétit de la part des investisseurs à travers une Demande de 13 MM\$ équivalente à un taux de souscription supérieur à 4,0x ;
- (3) Une prime de risque exigée par les investisseurs internationaux à l'égard de la Dette souveraine du Maroc qui demeure à des niveaux relativement attractifs. Celle-ci s'établit en moyenne à 140 PBS contre plus de 300 PBS pour les pays émergents.

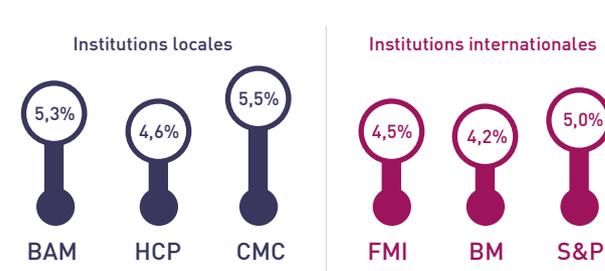
MAROC : PRINCIPALES NOTATIONS DE LA DETTE LT

DETTE LT EN DEVISES ÉTRANGÈRES



Actualisation avril 2021

MAROC : PRÉVISION DE CROISSANCE DU PIB EN 2021



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

UN REPROFILAGE DE LA DETTE DU TRÉSOR EN 2021

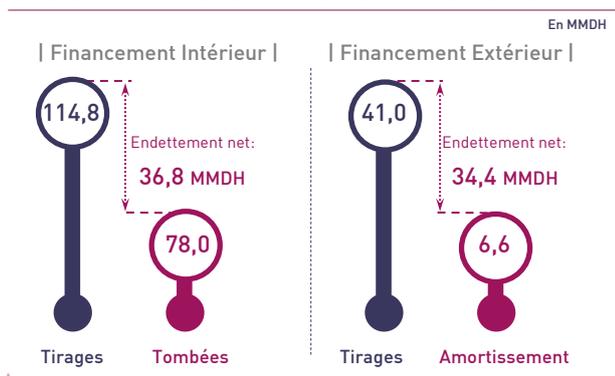
Une hausse de la Dette du Trésor avec des conditions de financement avantageuses

Le maintien du besoin de financement net du Trésor à un niveau élevé de 71,1 MMDH en 2021E devrait impacter l'encours de la Dette publique. La Dette du Trésor devrait, selon nous, dépasser les 900 MMDH en 2021E contre 832 MMDH en 2020. Sa composante intérieure est estimée à 670 MMDH à fin 2021E, en hausse de 36,8 MMDH par rapport à 2020. De son côté, la Dette extérieure du Trésor devrait passer de 200 MMDH en 2020 à 234 MMDH à fin 2021E.

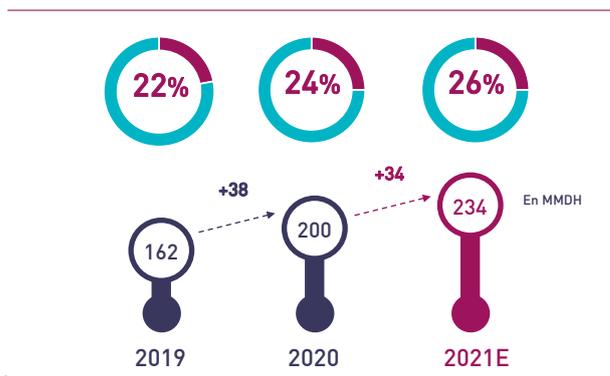
Dans ces conditions, le poids de la Dette extérieure devrait atteindre 26% de la Dette globale du Trésor à fin 2021E, contre 24% en 2020. Pour rappel, ce niveau s'est limité en moyenne à 21,0% durant la période 2017-2019. Néanmoins, la part de la Dette extérieure dans la structure de la Dette globale du Trésor reste en ligne avec son Benchmark de référence, soit oscillant dans une fourchette de [20%-30%].

Nous pensons que le relèvement du poids de la Dette extérieure ne dégraderait pas les conditions avantageuses du Maroc en termes de coût de financement. Aujourd'hui, la viabilité de la Dette du Trésor à LT n'est pas remise en question dans un contexte marqué par une montée généralisée des niveaux d'endettement des pays.

LF 2021: FINANCEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR



POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE EN 2021



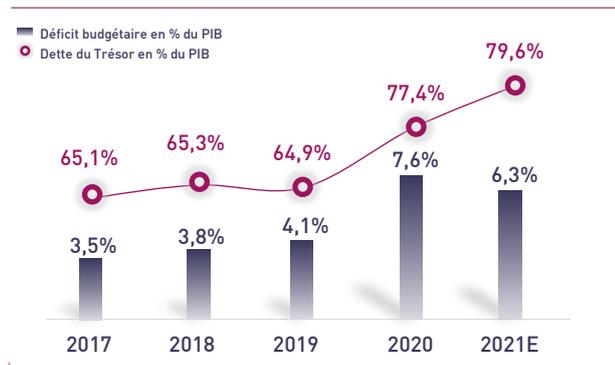
Des taux d'endettement élevés..., mais qui devraient s'améliorer progressivement

Parallèlement, les besoins de financement importants de l'État conjugués à l'impact de la crise sanitaire sur l'activité économique en 2020 devraient impacter significativement le taux d'endettement du Trésor. Ce dernier devrait dépasser les ratios conventionnels de 60% du PIB. Plus en détails :

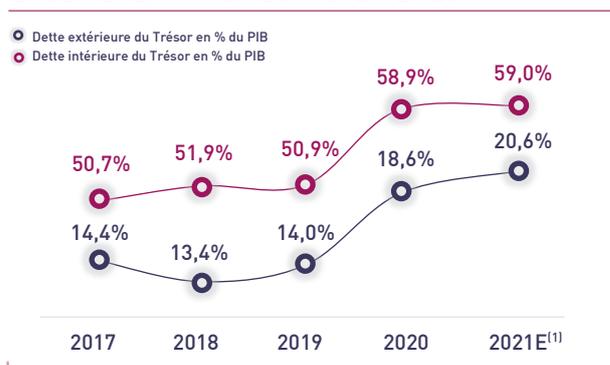
- Le taux d'endettement du Trésor devrait avoisiner le seuil des 80,0% en 2021E contre 77,4% en 2020E rompant ainsi avec les seuils observés durant la période 2017-2019, soit des 65,0% ;
- L'endettement intérieur devrait passer de 58,9% en 2020E à 59,0% en 2021E. Pour sa part, le taux d'endettement extérieur devrait atteindre les 20,6% en 2021E contre 18,6% en 2020E, en hausse sensible de 2,0 pts.

Toutefois, nous restons confiants quant à la capacité du Maroc de réduire à terme, ses niveaux élevés d'endettement. Ce scénario est justifié par : (1) les répercussions positives du plan de relance économique sur la croissance du PIB à MT et (2) la maîtrise du déficit budgétaire à travers l'amélioration attendue des recettes fiscales suite à la reprise de l'activité économique.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE VS. TAUX D'ENDETTEMENT



ENDETTEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR



(1) Estimations AGR

Sources : Ministères des finances, Calculs & Analyse AGR

AGR : MATRICE DES RISQUES QUI PÈSENT SUR LE SCÉNARIO DE STABILITÉ DES TAUX EN 2021

À ce stade de l'analyse, il est important de mettre en évidence plusieurs facteurs de risque qui pourraient remettre en cause notre scénario central, à savoir la stabilité des taux obligataires en 2021. Nous mettons en exergue les différents facteurs de risque pouvant induire une volatilité des taux obligataires à court moyen terme.

| FACTEURS DE RISQUE | Impact économique | Impact Marché | Scénario AGR | Probabilité de concrétisation |
|---|---|---|---|---|
| HAUSSE DE L'INFLATION | Exacerbation des tensions inflationnistes à l'échelle internationale. Pressions importantes sur les prix à l'import. | Éventuel resserrement de la politique monétaire de BAM. Hausse du taux directeur fixé actuellement à 1,5%. | Hausse générale de la courbe des taux sur un horizon CT.  |  Faible Elevé |
| HAUSSE DU PRIX DU PÉTROLE | Dégradation des réserves en devise et hausse de la facture énergétique. Pression sur la charge de la compensation (gaz & sucre). | Tension sur le déficit de liquidité bancaire. Creusement du déficit budgétaire. Baisse de la Demande en BDT et hausse de l'Offre. | Hausse générale de la courbe des taux sur un horizon CT.  |  Faible Elevé |
| ABSENCE DES TIRAGES EXTÉRIEURS | Recours intensif au marché intérieur en l'absence de la concrétisation des tirages extérieurs prévus par la LF 2021 (soit 41 MMDH). | Hausse importante de l'Offre en BDT du Trésor sur le marché domestique. | Tension haussière sur les courbes des Taux primaire et secondaire à CT.  |  Faible Elevé |
| RYTHME DE REPRISE PLUS LENT | Pression sur les recettes fiscales de l'État induisant un creusement des besoins de financement du Trésor. | Éventuel assouplissement de la politique monétaire pour soutenir l'économie. Éventuelle baisse du Taux Directeur. | Baisse du segment CMT et transmission vers le LT.  |  Faible Elevé |
| DÉCALAGE DES OPÉRATIONS DE PRIVATISATION ET CESSION D'ACTIFS | Pression sur les recettes de l'État et sur le déficit. Ces opérations devraient rapporter près de 10 MMDH au budget de l'État. | Hausse de l'Offre en BDT du Trésor sur le marché des adjudications. | Tension haussière sur les courbes des Taux primaire et secondaire.  |  Faible Elevé |
| DÉPLOIEMENT DU GRAND EMPRUNT NATIONAL | Diversifier les sources de financement de l'État. Capoter l'épargne privée. Cette opération est estimée entre 5 et 10 MMDH. | Une Offre de BDT dédiée aux particuliers. Légère baisse de l'Offre des BDT sur le marché des adjudications. | Légère baisse de la courbe obligataire sur ses deux compartiments.  |  Faible Elevé |
| RETOUR DES RESTRICTIONS SANITAIRES | Mise en place de nouvelles mesures budgétaire et monétaire de la part de l'exécutif et de la Banque Centrale. | Éventuelle baisse du taux directeur de Bank Al-Maghrib. | Baisse générale de la courbe obligataire sur ses deux compartiments.  |  Faible Elevé |

Source : Calculs & Estimations AGR

ANNEXE: ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2021

Hypothèses retenues au titre de la LF 2021

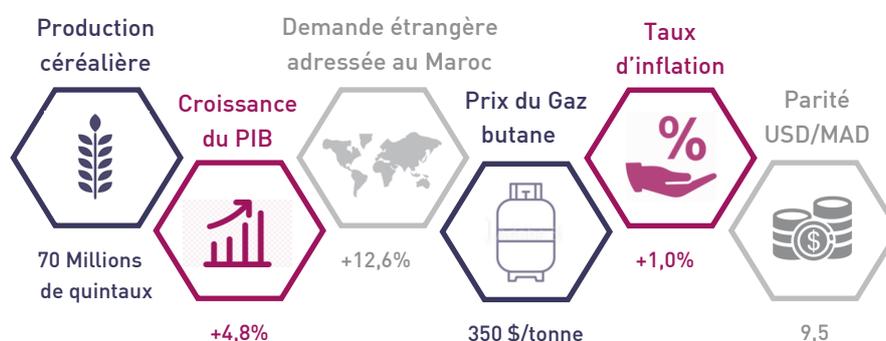


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2021 comparativement à la LFR 2020

En MMDH sauf indication contraire

| Objectifs | Rubrique | LFR 2020 | LF 2021 | Variation | Mécanismes |
|--|------------------------------|----------|---------|------------|--|
| Mobilisation des recettes | Recettes ordinaires | 222,5 | 236,9 | ↗ +6% | |
| | Recettes fiscales | 185,8 | 195,6 | ↗ +5% | ⇒ Recours à des mécanismes de financement innovants en partenariat avec des institutionnels: 14 MMDH |
| | Impôts directs | 87,5 | 80,1 | ↘ -8% | ⇒ Poursuite des opérations de privatisation : 4 MMDH |
| | Impôts indirects | 78,0 | 90,0 | ↗ +16% | ⇒ Cession d'actifs : 6 MMDH |
| | Recettes non fiscales | 33,7 | 38,0 | ↗ +13% | |
| Maitrise des dépenses | Dépenses globales | 308,3 | 308,0 | ↔ 0% | ⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins incompressibles en matière de nouvelles créations pour garantir la qualité des services offerts. |
| | Dépenses ordinaires | 237,5 | 246,9 | ↗ +4% | |
| | Dépenses de fonctionnement | 197,3 | 205,7 | ↗ +4% | ⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement de l'administration: Utilisation des énergies renouvelables et des technologies de l'efficacité énergétique. |
| | Intérêt de la dette publique | 28,3 | 27,7 | ↘ -2% | ⇒ Refonte des modalités de gestion des investissements publics: Le recours aux mécanismes de financement innovants et la priorisation de la programmation des engagements relatifs aux projets en cours d'exécution. |
| | Compensation | 11,9 | 13,6 | ↗ +14% | |
| | Investissement | 70,8 | 68,1 | ↘ -4% | |
| Redressement progressif de l'équilibre budgétaire | Déficit budgétaire | -82,8 | -71,1 | ↘ -12MMDH | ⇒ Rationalisation des dépenses de l'Etat qui se reflète à travers la maîtrise des besoins de financement du Trésor en 2021. |
| | En % du PIB | 7,5% | 6,5% | ↘ -100 PBS | |
| | Dette du Trésor | 823,3 | 894,5 | ↗ +71MMDH | ⇒ Orientation haussière de l'endettement du Trésor en lien avec la politique budgétaire contra-cyclique de l'Etat. |
| | En % du PIB | 75,5% | 77,7% | ↗ +220 PBS | |

ANNEXE: TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE 2015-2020

| International | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Croissance mondiale | Variation annuelle | 3,5% | 3,3% | 3,8% | 3,6% | 2,8% | -3,3% |
| Croissance zone euro | Variation annuelle | 2,0% | 1,9% | 2,6% | 1,9% | 1,3% | -6,6% |
| Demande étrangère adressée au Maroc | Variation annuelle | 4,5% | 3,3% | 5,7% | 2,4% | 1,3% | -22,4% |
| Avoirs officiels de réserves | Mois d'importations de B&S | 6,7 | 6,4 | 5,6 | 5,3 | 6,9 | 7,5 |
| Croissance économique | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Croissance nationale | Variation annuelle | 4,5% | 1,1% | 4,2% | 3,1% | 2,5% | -7,0% |
| Valeur ajoutée agricole | Variation annuelle | 12,8% | -13,7% | 15,2% | 3,7% | -5,8% | -8,1% |
| Valeur ajoutée non agricole | Variation annuelle | 3,5% | 2,1% | 2,9% | 2,9% | 3,8% | -6,7% |
| Demande | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Consommation ménages | Variation annuelle | 2,4% | 3,7% | 3,5% | 3,4% | 1,8% | -8,7% |
| Consommation administrations publiques | Variation annuelle | 1,9% | 1,5% | 1,5% | 2,7% | 4,8% | 4,4% |
| Investissement | Variation annuelle | 1,5% | 9,8% | 4,1% | 5,9% | 0,2% | -8,5% |
| Importations B&S | Variation annuelle | -3,1% | 14,7% | 7,9% | 7,4% | 3,4% | -11,5% |
| Exportations B&S | Variation annuelle | 6,0% | 5,5% | 11,1% | 6,0% | 5,6% | -14,8% |
| Endettement du Trésor | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Dettes totales du Trésor | % du PIB | 63,7% | 64,9% | 65,1% | 65,2% | 64,9% | 75,5% |
| Dettes intérieures du Trésor | % du PIB | 49,4% | 50,8% | 50,7% | 51,8% | 50,9% | 57,8% |
| Dettes extérieures du Trésor | % du PIB | 14,3% | 14,1% | 14,4% | 13,4% | 14,0% | 17,7% |
| Duration dette du Trésor | En années | 6,8 | 7,0 | 6,9 | 6,4 | 6,9 | 6,6 |
| Finances publiques | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Pression fiscale* | % du PIB | 20,7% | 20,9% | 21,2% | 21,2% | 20,7% | 18,9% |
| Recettes ordinaires | Variation annuelle | 21,4% | 21,6% | 21,7% | 21,0% | 21,7% | 20,2% |
| Recettes fiscales | Variation annuelle | 18,4% | 18,6% | 18,9% | 18,9% | 18,4% | 16,9% |
| Dépenses ordinaires | Variation annuelle | 20,3% | 20,0% | 19,4% | 19,2% | 19,4% | 21,6% |
| Dépenses d'investissement | Variation annuelle | 5,9% | 6,3% | 6,3% | 5,9% | 6,1% | 6,4% |
| Déficit budgétaire | % du PIB | 4,2% | -4,3% | -3,5% | -3,8% | -4,1% | -7,6% |

* Recettes fiscales (y compris TVA des collectivités locales) / PIB

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.t

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, 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.

