

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2 | MAROC | SEMESTRIEL Marché des Taux

T3

T4

UNE PERSPECTIVE CRÉDIBLE DE **STABILITÉ** DES **TAUX**

- 04 | Après le choc Covid-19, une solide reprise économique est en vue
- 05 | Un marché local de la dette qui demeure sous de faibles pressions
- 08 | Poursuite du glissement de la courbe primaire durant le S1-2021
- 10 | Un marché obligataire sous le signe de la stabilité au S2-2021
- 11 | Le décalage des levées extérieures, principale source de volatilité des taux



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

En dépit de l'accroissement des besoins de financement du Trésor durant ces deux dernières années sous l'effet du réajustement important de la politique budgétaire, les taux obligataires n'ont pas connu de tensions particulières durant le 1^{er} semestre 2021.

Rappelons que les répercussions négatives de la crise sanitaire sur les deux circuits Offre / Demande ont porté le déficit budgétaire à 7,6% du PIB en 2020. En 2021, le déficit se maintiendrait à des niveaux élevés de 6,3% du PIB contre un niveau normatif de 3,5% et ce, en raison de l'adoption d'une politique budgétaire contra-cyclique⁽¹⁾.

Grâce à une politique monétaire accommodante de Bank Al-Maghrib marquée par un abaissement historique du taux directeur à 1,5% et une orientation vers le financement extérieur à travers une levée record de 3 MM\$, le Trésor a bénéficié d'une baisse sensible de son coût de financement depuis 2020.

À la lumière de notre analyse semestrielle, cinq messages clés sont à retenir :

- Après une année 2020 marquée par une récession inédite de -6,3%, l'économie marocaine devrait connaître un solide rebond de 5,8% en 2021E. Les signes de redressement tangibles du PIB se sont reflétés positivement sur les finances publiques de l'État durant ce 1^{er} semestre. En atteste la bonne exécution budgétaire des prévisions de la Loi de Finances 2021 ;
- Malgré un recours quasi-exclusif du Trésor au marché intérieur, la courbe des Taux n'a pas subi de pressions visibles. Bien au contraire, celle-ci a poursuivi son glissement durant ce 1^{er} semestre 2021. En effet, le redressement meilleur que prévu de l'économie a contribué à soutenir la situation confortable des finances publiques ;
- Nous maintenons notre scénario central qui privilégie la stabilité des Taux obligataires durant le second semestre 2021. Toutefois, le retard visible des levées à l'international du Trésor, à travers un taux d'exécution de seulement 22% à fin juin, pourrait générer des tensions « passagères » sur la courbe des Taux durant le T4-21 ;
- Le sujet de « l'inflation » est au cœur de notre scénario de stabilité des Taux en 2021. En effet, le contexte inflationniste au Maroc demeure globalement maîtrisable, écartant ainsi tout risque de durcissement monétaire de Bank Al-Maghrib à CT ;
- La hausse significative de l'endettement public est à relativiser. D'une part, la charge d'intérêt a suivi une tendance baissière depuis 2015 en raison de la baisse des coûts de financement du Trésor tant sur le marché intérieur qu'extérieur. D'autre part, l'augmentation de l'encours de la Dette du Maroc devrait être analysée dans le cadre de la nouvelle tendance Mondiale post-Covid-19. À cet effet, l'évolution de l'endettement du Royaume se révèle moins prononcée par rapport aux pays émergents.

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.

SOMMAIRE

APRÈS LE CHOC COVID-19, UNE SOLIDE REPRISE ÉCONOMIQUE EST EN VUE

Un rebond économique attendu à plus de 5,0% en 2021E ...
..se reflétant positivement sur la situation des finances publiques au 1^{er} semestre 2021

UN MARCHÉ LOCAL DE LA DETTE QUI DEMEURE SOUS DE FAIBLES PRESSIONS...

Malgré un recours quasi-exclusif au marché intérieur durant le 1^{er} semestre 2021...
... la politique d'émission du Trésor n'a pas exercé de grandes pressions

... MARQUÉ PAR UN REPROFILAGE DE LA DETTE DU TRÉSOR

Le Trésor confirme son appétit pour les tranches de maturités CMT
Un repli sensible de la Demande des investisseurs en BDT durant le T2-21

UN INTÉRÊT TOUJOURS VISIBLE DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Des conditions de liquidité toujours favorables sur le marché monétaire
Une collecte nette positive des OPCVM obligataires

POURSUITE DU GLISSEMENT DE LA COURBE PRIMAIRE DURANT LE S1-2021

Une confrontation Offre/Demande...
...qui favorise le glissement de la courbe des Taux

« L'INFLATION » AU CŒUR DE NOTRE SCÉNARIO DE STABILITÉ DU TAUX DIRECTEUR

UN MARCHÉ OBLIGATAIRE SOUS LE SIGNE DE LA STABILITÉ AU S2-2021

Un recours sans grandes pressions du Trésor au marché intérieur en 2021E
Une politique d'émission confortable du Trésor durant le second semestre 2021

LE DÉCALAGE DES LEVÉES EXTÉRIEURES, PRINCIPALE SOURCE DE VOLATILITÉ DES TAUX

Une hausse « passagère » des Taux au T4-2021 est un scénario envisageable
Toutefois, les conditions de financement à l'international demeurent un facteur d'assurance

UNE AUGMENTATION DE L'ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE À RELATIVISER

Une politique contra-cyclique du Trésor impactant l'encours de la dette publique
Néanmoins, sans impact visible sur les charges d'intérêt du Trésor

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

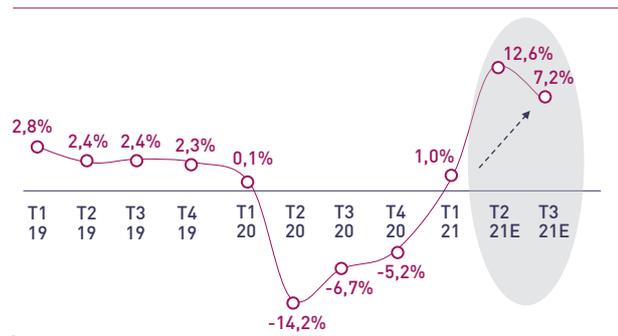
APRÈS LE CHOC COVID-19, UNE SOLIDE REPRISE ÉCONOMIQUE EST EN VUE

Un rebond économique attendu à plus de 5,0% en 2021E ...

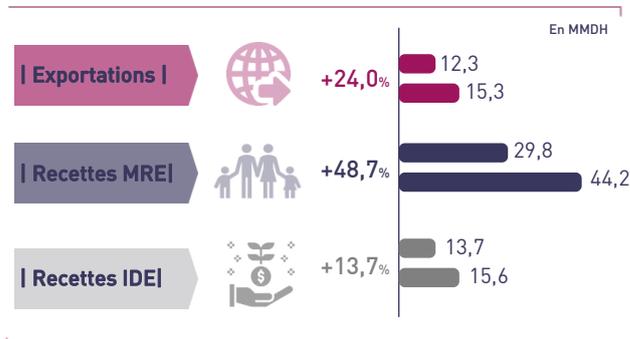
Après une année 2020 marquée par une récession inédite de -6,3%, l'économie marocaine devrait connaître un solide rebond de 5,8% en 2021E, selon les dernières projections du HCP. À l'origine de cette reprise plusieurs facteurs :

- (1) Une campagne agricole record au titre de 2021 dépassant la barre historique des 100 MQx contre 32 MQx en 2020 et une moyenne de 65 MQx durant le dernier quinquennat ;
- (2) Un retour à la normale assez rapide des principaux secteurs stratégiques de l'économie soutenu par le lancement d'un plan d'investissement d'envergure de plus de 120 MMDH. Cette évolution favorable a été permise grâce au déploiement réussi de la campagne de vaccination au Maroc à travers un taux de vaccination dépassant les 50% de la population ayant reçu au moins la 1^{ère} dose du vaccin contre la Covid-19 ;
- (3) Un redressement de la Demande étrangère adressée au Maroc conjuguée à la mise en place de l'opération « Marhaba » dont les répercussions s'avèrent positives à la fois sur la dynamique de la Demande intérieure et sur la balance des paiements. Au terme de ce 1^{er} semestre, les recettes MRE et les recettes des IDE affichent des hausses intéressantes de +48,7% et +13,7% respectivement.

MAROC: ÉVOLUTION DU PIB NOMINAL TRIMESTRIEL



MAROC: BALANCE DES PAIEMENTS À FIN JUIN 2021



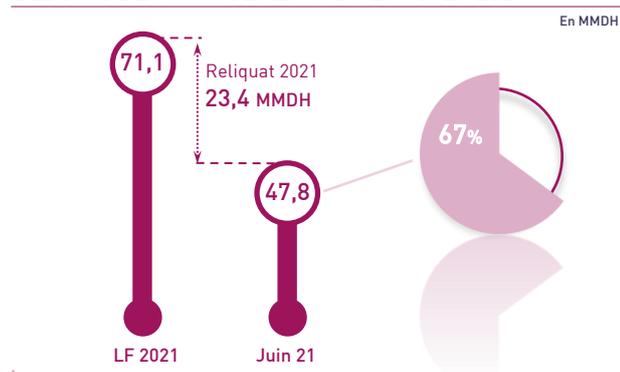
...se reflétant positivement sur la situation des finances publiques au 1^{er} semestre 2021

Les signes de redressement tangibles de l'économie nationale se reflètent positivement sur les finances publiques de l'État durant ce 1^{er} semestre. Au terme de cette période, le Trésor a financé près de 67% de son besoin de financement annuel annoncé pour l'exercice 2021, soit 47,8 MMDH (Cf-Budget Focus Juin 2021).

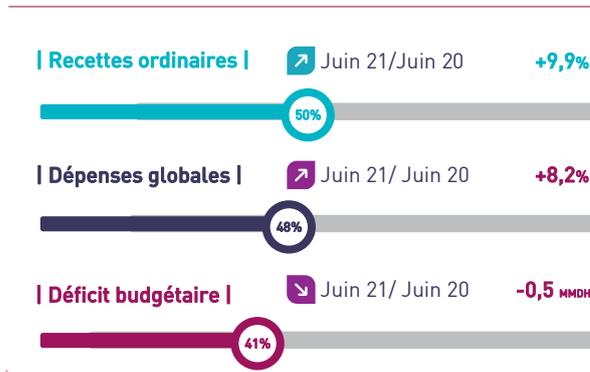
Parallèlement, nous relevons une bonne exécution budgétaire des prévisions de la LF-21 au S1-21 à travers :

- Une amélioration des recettes fiscales de +8,3% à 107,9 MMDH (à l'exception de l'IS qui demeure pénalisé par la décélération de l'activité en 2020). En tenant compte de la contribution de solidarité de 3,5 MMDH affectée au Fonds d'appui à la protection sociale, la progression serait plus importante de l'ordre de +12% ;
- Une augmentation des dépenses ordinaires de +5,4% à 127,8 MMDH, reflétant la hausse des dépenses du personnel, notamment sous l'effet des mesures de la 3^{ème} tranche de hausse des salaires dans le cadre du dialogue social ;
- Un déficit budgétaire à -29,5 MMDH à fin juin 2021 quasiment au même niveau de l'année précédente. Rappelons, qu'en juin 2020, le Trésor a constaté un excédent de 15,3 MMDH grâce au fonds spécial Covid-19.

BESOINS DE FINANCEMENT: S1-21 VS. LF 2021



LF 21: TAUX DE RÉALISATION VS. VARIATION AU S1-21



Sources : Bank Al-Maghrib, Office des Changes, Ministères des finances, Calculs & Analyse AGR

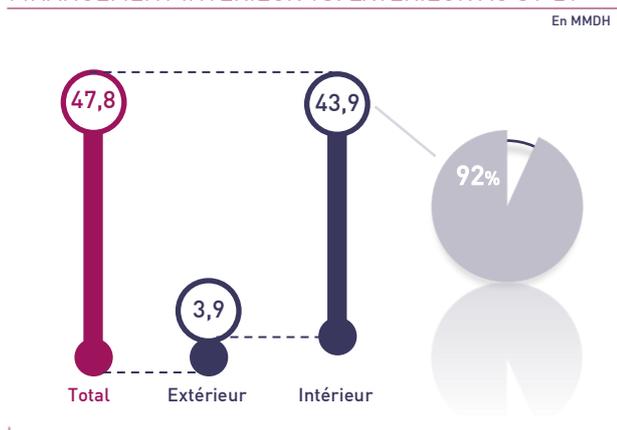
UN MARCHÉ LOCAL DE LA DETTE QUI DEMEURE SOUS DE FAIBLES PRESSIONS...

Malgré un recours quasi-exclusif au marché intérieur durant le 1^{er} semestre 2021...

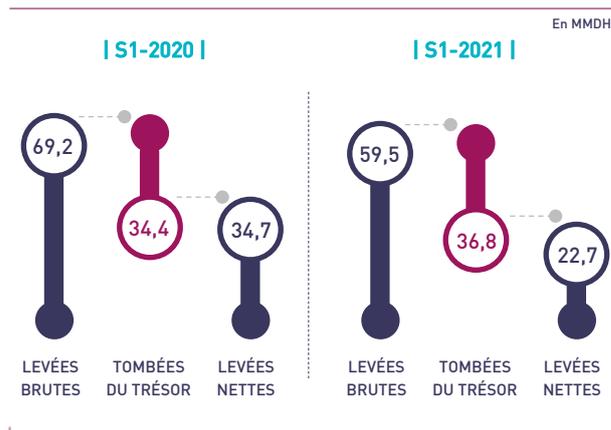
En l'absence de nouvelles sorties à l'international, les besoins de financement du Trésor sur le 1^{er} semestre 2021 ont été majoritairement satisfaits sur le marché domestique, soit à hauteur de 92%. Malgré le recours quasi-exclusif du Trésor au marché intérieur, ses levées brutes⁽¹⁾ sur le marché des adjudications se sont établies à près de 60,0 MMDH au S1-21, en baisse de -13,9% par rapport à la même période de l'année précédente.

Cette évolution est encore plus prononcée au niveau des levées nettes⁽²⁾ du Trésor durant ce premier semestre 2021. Ces dernières ressortent à 22,7 MMDH au S1-21 contre 34,7 MMDH au terme de la même période de l'année précédente, soit un repli significatif de -34,5%. À l'origine, des tombées en capital et en intérêt plus importantes sur ce premier semestre. Pour rappel, celles-ci sont passées de 34,4 MMDH à 36,8 MMDH durant la période étudiée.

FINANCEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR AU S1-21



TRÉSOR: ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾



... la politique d'émission du Trésor n'a pas exercé de grandes pressions

La baisse des emprunts bruts de l'État sur le marché des adjudications s'explique principalement par l'évolution favorable des finances publiques du Trésor et une situation confortable de sa trésorerie. Ceci a permis de contenir l'Offre en BDT sur le marché de la dette intérieure.

L'effet expansif de la dernière sortie à l'international de 3,0 MM\$ en décembre dernier demeure toujours visible sur les comptes du Trésor. Celui-ci affiche une situation excédentaire de sa trésorerie durant le S1-21. Les niveaux importants de ses placements sur le marché monétaire en attestent. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension a dépassé les 11,0 MMDH en moyenne quotidienne sur le S1-21, en hausse de +51,3% par rapport au S2-20.

Parallèlement, la multiplication des opérations d'échanges de BDT durant le S1-21 a permis de réajuster le profil de la dette du Trésor et de lisser ses tombées à court terme. Ces dernières ont augmenté de 3,0 MMDH, passant de 7,4 MMDH au S1-20 à plus de 10,5 MMDH au S1-21.

TRÉSOR: ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



TRÉSOR: OPÉRATIONS D'ÉCHANGE EN BDT



(1) Levées brutes du Trésor sur le marché des adjudications hors remboursements des BDT arrivés à échéance.

(2) Levées nettes du Trésor incluant les tombées du Trésor en BDT.

... MARQUÉ PAR UN REPROFILAGE DE LA DETTE DU TRÉSOR

Le Trésor confirme son appétit pour les tranches de maturités CMT

À l'instar du S1-20, la politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prédominance des levées de l'argentier de l'Etat sur le segment court et moyen termes de la courbe. Ainsi, le poids des souscriptions du Trésor sur ces deux tranches de maturités a progressé de 75% au S1-20 à 79% au S1-21. À l'opposé, la part des maturités longues a régressé de 6 pts, passant de 26% à 20% durant la même période. Selon nous, ces orientations révèlent deux principaux constats :

- (1) Conforté par une duration confortable supérieure à 6,5 ans, le Trésor bénéficie d'une marge de manœuvre assez confortable lui permettant d'optimiser son coût de financement sur le marché intérieur en s'orientant vers les maturités CMT. Ces dernières présentent des exigences de rentabilité inférieures à celles des maturités longues ;
- (2) Dans un contexte marqué par un manque de visibilité, les investisseurs ont tendance à relever leurs exigences de rémunération sur le long terme. Dans ces conditions, le Trésor aurait évité de marquer à la hausse les taux de rendement des maturités longues.

TRÉSOR: RÉPARTITION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



TRÉSOR: ÉVOLUTION DE LA DURATION DE LA DETTE



Un repli sensible de la Demande des investisseurs en BDT durant le T2-21

Après une hausse de 30% durant le 1^{er} trimestre 2021, la Demande des investisseurs en BDT recule de -11% au terme du S1-21, passant de 190,2 MMDH à 169,1 MMDH sur cette période. Cette évolution s'explique principalement par le repli de la Demande durant le T2-21 de -37,0%, soit une baisse de plus de 40,0 MMDH. À l'origine, un effet de base important au T2-20 qui a connu un vif intérêt des investisseurs pour les BDT. En effet, les investisseurs ont fait face à une période de forte incertitude marquée par des décisions inédites de confinement de la population. À titre indicatif, la Demande avait dépassé les 115 MMDH au T2-20, contre une moyenne trimestrielle de 85 MMDH en 2019.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs en BDT, nous relevons une hausse des maturités courtes et moyennes dont le poids a progressé de 76% au S1-20 à 83% au S1-21. À l'inverse, le poids des maturités LT a baissé de 24% à 17% sur la même période. À l'origine, l'orientation des stratégies d'investissement des opérateurs locaux vers le CMT et ce, dans l'attente d'une éventuelle normalisation des taux à l'avenir.

DEMANDE DES INVESTISSEURS EN BDT



VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



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

UN INTÉRÊT TOUJOURS VISIBLE DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Des conditions de liquidité toujours favorables sur le marché monétaire

Le recul de la Demande des investisseurs en BDT au S1-21 n'est qu'un réajustement technique du marché obligataire et ce, après une phase exceptionnelle marquée par le déclenchement de la crise sanitaire. Il est à noter que les banques et les sociétés de gestion, qui représentent plus de la moitié de la Demande en BDT, affichent toujours un intérêt prononcé pour les BDT dans un marché marqué par des conditions de liquidité favorables.

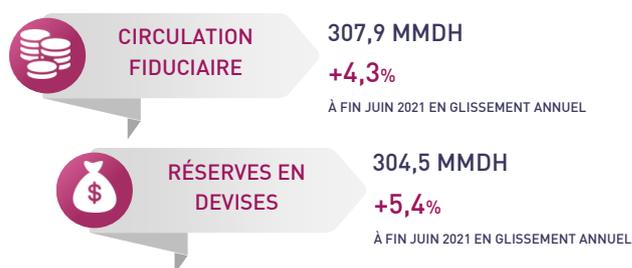
Concernant le déficit de liquidité bancaire, celui-ci s'est atténué de 11,6% passant d'une moyenne de 90,2 MMDH en 2020 à 64,2 MMDH au S1-21. Cette orientation est soutenue par l'augmentation des avoirs en devises de 5,4% à 304,5 MMDH à fin juin 2021 sous l'effet de la dernière sortie du Trésor à l'international ainsi que l'accalmie relative observée au niveau de la circulation fiduciaire. Rappelons que Bank Al-Maghrib continue de satisfaire la totalité des besoins de financement bancaires au cours des deux dernières années.

ÉVOLUTION DU DÉFICIT DE LIQUIDITÉ BANCAIRE



¹ Moyenne des avances à 7 jours, prêts garantis, pensions livrées et swap de change

ÉVOLUTION DES FACTEURS AUTONOMES DE LIQUIDITÉ



Une collecte nette positive des OPCVM obligataires

Les sociétés de gestion continuent à leur tour d'afficher un réel appétit pour les BDT durant le S1-21 et ce, en dépit du retour agressif vers les fonds Actions et diversifiés. Les encours de ces fonds s'apprécient considérablement de 28,1% et 75,5% respectivement au S1-2021 soutenus par l'attractivité relative des rendements offerts par les Actions.

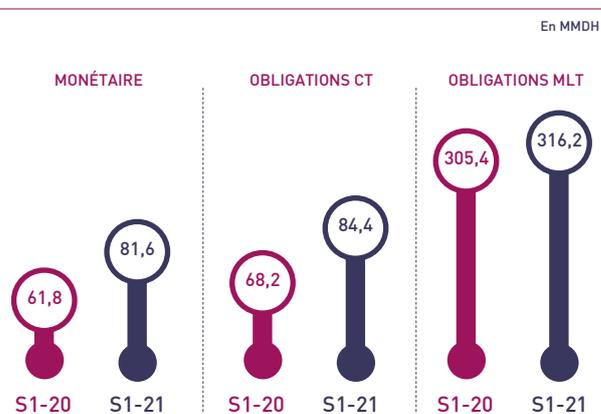
L'Actif sous gestion obligataire des OPCVM ressort à 482 MMDH durant le S1-2021 contre 435 MMDH durant le S1-2020, soit une hausse sensible de +11,0% par rapport à la même période de l'année précédente. Par ailleurs, nous relevons un intérêt plus prononcé envers les maturités courtes se reflétant à travers :

- (1) L'appréciation de l'Actif sous gestion des OPCVM monétaires de 32,1%, passant de 61,8 MMDH au S1-20 à plus de 81,0 MMDH au S1-21 ;
- (2) La hausse de l'Actif sous gestion des OPCVM CT de +23,8% passant de 68,2 MMDH au S1-20 à 84,4 MMDH au terme du S1-2021.

ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



ÉVOLUTION DES ACTIFS SOUS GESTION AU S1-21



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

POURSUITE DU GLISSEMENT DE LA COURBE PRIMAIRE DURANT LE S1-2021

Une confrontation Offre/Demande...

Compte tenu de la baisse plus importante des levées brutes du Trésor par rapport à la Demande des investisseurs, les taux obligataires se sont orientés à la baisse durant ce 1^{er} semestre 2021. En effet, le redressement de l'économie à compter du T2-21 a contribué à soutenir la situation confortable des finances publiques et à maintenir les excédents de trésorerie accumulés par le Trésor depuis décembre 2020. En atteste le taux de satisfaction de la Demande en BDT qui s'est consolidé durant le S1-21 à 35,0% contre 36,0% au S1-20. Cette configuration a tiré vers le bas les exigences de rémunération des investisseurs locaux.

Parallèlement, le recours du Trésor au marché intérieur est resté très modéré et ce, malgré l'absence d'une nouvelle sortie à l'international. Cette situation n'a pas généré des pressions haussières sur les courbes obligataires. Ce constat se reflète sur le taux de réalisation des besoins du Trésor durant la période étudiée. À titre indicatif, le Trésor a souscrit un montant de 59,5 MMDH durant le S1-21 face à des besoins en financement annoncés de 68,3 MMDH. Il s'agit d'un taux de réalisation de 86% contre un dépassement de 25% en glissement annuel une année auparavant.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



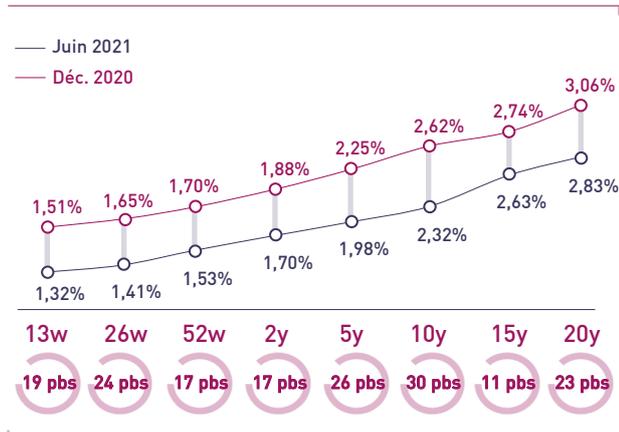
...qui favorise le glissement de la courbe des Taux

Concrètement, nous avons assisté à une orientation baissière des taux sur les compartiments primaire et secondaire durant le S1-21 :

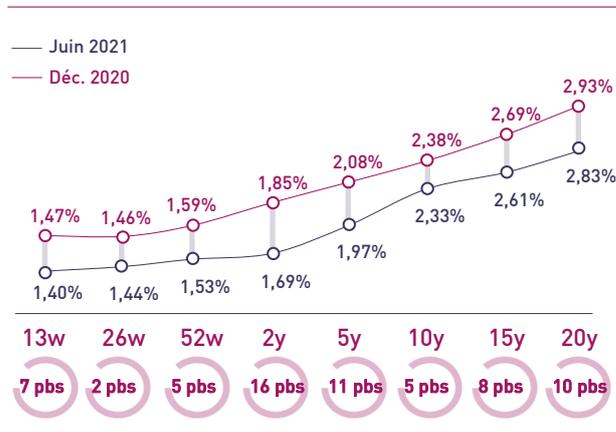
- **Courbe primaire :** La tranche de maturité CT a connu des baisses variant dans une fourchette de [17 à 24 PBS], tandis que les maturités du segment MLT ont oscillé dans un intervalle de [11 à 30 PBS] ;
- **Courbe secondaire :** Les maturités courtes ont reculé de 4,7 PBS en moyenne durant le S1-21, tandis que les maturités moyennes et longues se sont repliées sur la même période de 10,0 PBS en moyenne.

La baisse des exigences de rendement des investisseurs locaux traduit aussi l'amélioration de leur niveau de confiance envers l'économie. Celui-ci se reflète clairement dans les résultats de l'AGR Indice de Confiance relatif au T2-21 et dont le score a franchi pour la 1^{ère} fois depuis 2016 la barre des 60 pts (*Cf. AGR Indice de confiance*).

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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

« L'INFLATION » AU CŒUR DE NOTRE SCÉNARIO DE STABILITÉ DU TAUX DIRECTEUR

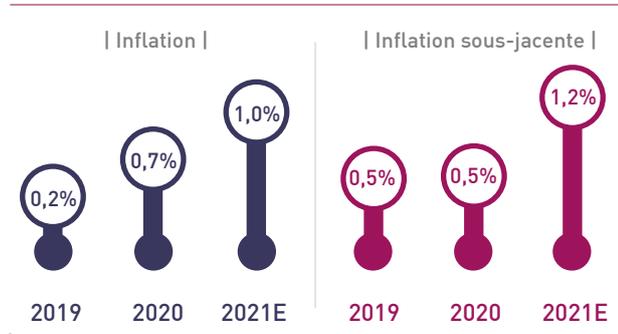
Tenant compte des conditions de liquidité du marché monétaire, de l'évolution des coûts de refinancement de l'économie ainsi que des perspectives d'évolution des crédits bancaires à CT, *nous maintenons notre scénario de stabilité du taux directeur à 1,5% courant le second semestre 2021*. Cet indicateur est en étroite liaison avec l'évolution des maturités courtes de la courbe des taux. À cet effet, les facteurs fondamentaux qui justifient ce scénario nous semblent toujours d'actualité. Ces derniers ont été exposés lors de notre édition relative au T1-21 (*Cf- Trimestriel Taux T1-2021*).

Pour rappel, notre scénario de stabilité des Taux repose sur un contexte inflationniste globalement maîtrisable. Il est vrai que l'indice des prix à la consommation a connu une accélération durant le S1-21, en cohérence avec la tendance mondiale. À titre d'exemple, l'inflation aux États-Unis devrait passer de 1,8% en 2020 à 2,3% en 2021E. Dans la Zone Euro, l'indice des prix s'établirait à 1,2% sur l'ensemble de l'année 2021E, contre 0,3% en 2019. Néanmoins, nous sommes confiants quant à une maîtrise de l'inflation au Maroc en dessous des 2,0% durant la période 2021E-2022E. Un tel scénario écarterait tout risque de durcissement monétaire de BAM à CT.

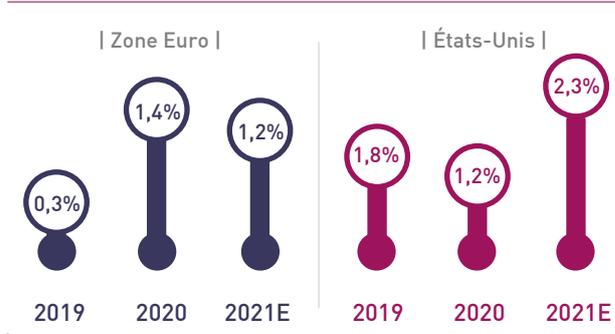
Au final, nous relevons quatre principaux constats concernant le sujet « inflation » :

- Les grandes Banques Centrales à l'image de la FED et de la BCE, s'accordent sur le caractère temporaire des tensions inflationnistes récentes. En effet, celles-ci ne présenteraient pas une véritable source d'inquiétude aux yeux de ces institutions. Dans ces conditions, les principales Banques Centrales à l'international laissent entendre le maintien de leurs politiques monétaires accommodantes en 2021E ;
- Selon Bank Al-Maghrib, l'inflation s'établirait autour de 1,0% en 2021E contre 0,7% en 2020. Celle-ci évoluerait à 1,4% à compter de 2022E. À l'origine, la hausse des prix des matières premières, en l'occurrence ceux du pétrole et des huiles brutes. Rappelons que le cours du Brent s'est apprécié de plus de 45% sur le S1-2021 ;
- La maîtrise des prix de la composante alimentaire sous l'effet d'une campagne agricole exceptionnelle conjuguée à une reprise sans grande pression de la Demande intérieure permettraient de contenir l'indice des prix au Maroc à des niveaux modérés ;
- Nous écartons le scénario d'une forte dégradation de la situation sanitaire au S2-21. Après avoir surpassé le pic de contamination en août 2021 et tenant compte du rythme d'évolution de la campagne de vaccination au Maroc, nous demeurons confiants quant à un retour progressif à la normale des différents secteurs d'activité touchés par cette crise sanitaire.

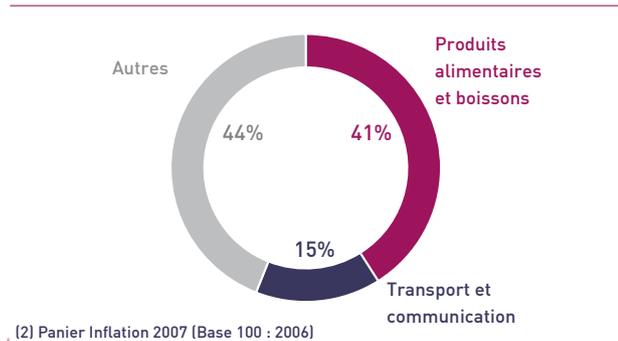
MAROC: INFLATION VS. INFLATION SOUS JACENTE



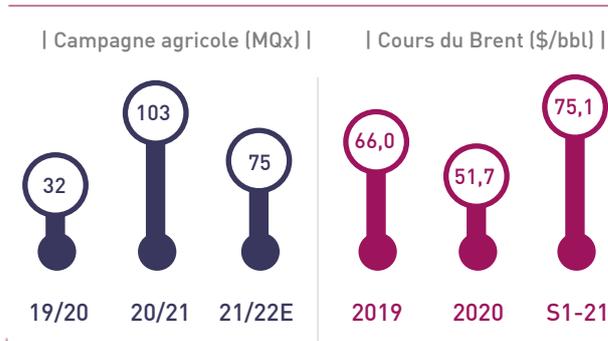
BENCHMARK : INFLATION À L'INTERNATIONAL (%)



MAROC : PANIER D'INFLATION⁽²⁾



MAROC : CAMPAGNE AGRICOLE VS. COURS DU BRENT



Sources : Bank Al-Maghrib, FMI, HCP, Ministère de l'agriculture, Bloomberg, Calculs & Analyse AGR

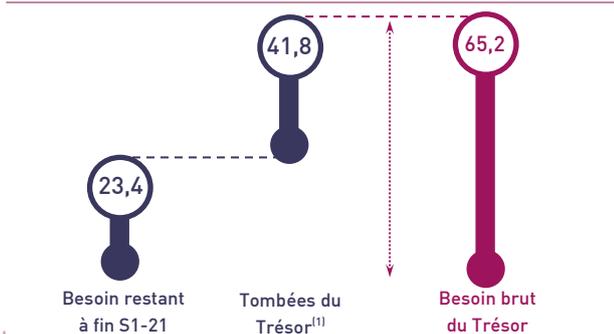
UN MARCHÉ OBLIGATAIRE SOUS LE SIGNE DE LA STABILITÉ AU S2-2021

Un recours sans grandes pressions du Trésor au marché intérieur en 2021E

Sur la base des prévisions de la LF 2021 et du niveau des tombées du Trésor estimées à 41,8 MMDH durant le reste de l'année 2021, nous estimons que le besoin de financement brut moyen du Trésor par mois devrait s'établir à 5,5 MMDH au second semestre [Cf-Budget Focus Juin 2021]. Ce niveau jugé faible tient compte de l'hypothèse de la concrétisation de la totalité des financements du Trésor à l'international prévue à plus de 32 MMDH durant le 2^{ème} semestre 2021.

Dans ces conditions, le Trésor serait en mesure de mobiliser les ressources nécessaires sur le marché domestique sans pour autant exercer de fortes pressions sur les rendements obligataires. *Au final, nous maintenons nos prévisions quant à une évolution stable des taux obligataires durant le second semestre 2021* [Cf-Trimestriel Taux T1-2021].

BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À FIN 2021



(1) Tombées intérieures et extérieures restantes

ESTIMATION DU BESOIN MENSUEL DU TRÉSOR



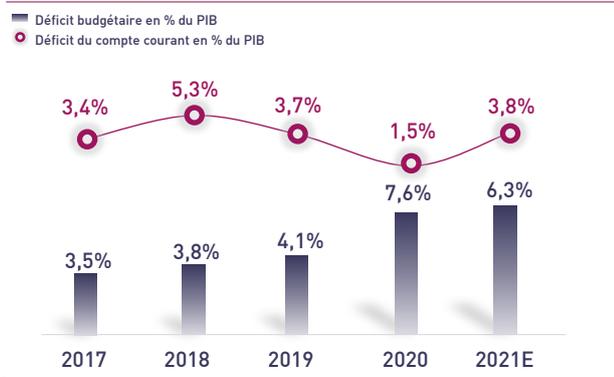
(2) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur

Une politique d'émission confortable du Trésor durant le second semestre 2021

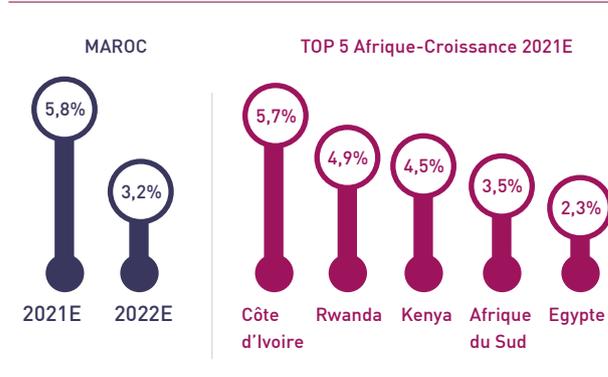
Il est important de souligner que le Trésor bénéficie d'un contexte globalement favorable au Maroc, lui permettant de procéder à une politique d'émission en BDT confortable. À cet effet, nous relevons les constats suivants:

- (1) Une politique budgétaire qui poursuivrait son orientation expansionniste et contra-cyclique à travers un déficit crédible de 6,3% du PIB en 2021E contre 7,6% en 2020. En effet, la LF 2021 s'articule autour de la mobilisation de recettes additionnelles à l'instar des privatisations pour un montant cible de 4,0 MMDH ;
- (2) Un déficit du compte courant en nette amélioration depuis 2012 sous l'effet du repli structurel de la facture énergétique et de la bonne dynamique des exportations en 2021. Ainsi, le déficit du compte courant est passé de 7,5% du PIB en 2012 à 5,3% en 2018 puis autour des 3,8% en 2021E ;
- (3) Des fondamentaux économiques rassurants se reflétant à travers un consensus de prévisions de la croissance du PIB autour des 5,8% en 2021E. À cet effet, l'économie marocaine devrait afficher l'un des meilleurs taux de croissance des économies africaines en 2021E. À compter de 2022E, la croissance économique renouerait avec un rythme normatif supérieur à 3,0% selon les premières prévisions de la LF 2022.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE VS. DÉFICIT DU COMPTE COURANT



MAROC : PRÉVISION DE CROISSANCE DU PIB



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

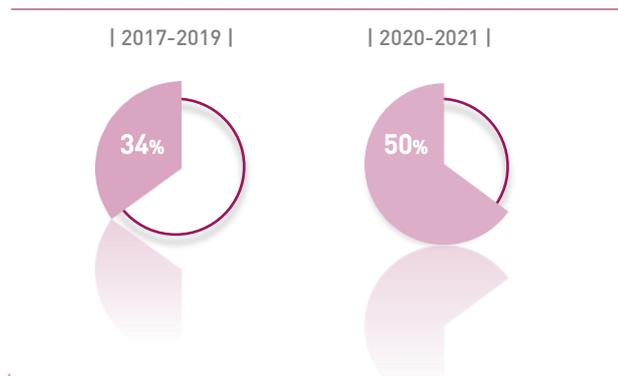
LE DÉCALAGE DES LEVÉES EXTÉRIURES, PRINCIPALE SOURCE DE VOLATILITÉ DES TAUX

Une hausse « passagère » des Taux au T4-2021 est un scénario envisageable

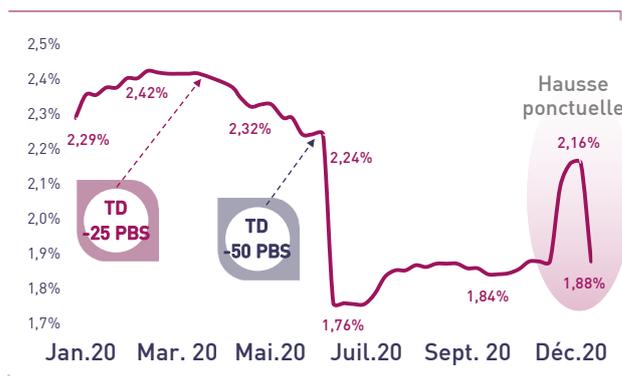
En marge de la crise sanitaire, l'orientation vers les tirages extérieurs s'est érigée comme une alternative incontournable afin d'alléger les pressions sur les liquidités domestiques et d'éviter un renchérissement du coût de financement de l'économie. En 2020, le Trésor a mobilisé des ressources externes de 60,0 MMDH contre une estimation de 41,0 MMDH en 2021E. Dans ces conditions, le marché extérieur devrait couvrir 50% du besoin de financement du Trésor sur la période 2020-2021E contre 34% durant la période 2017-2019.

Le retard visible du recours au financement externe avec un taux d'exécution de 22% à fin juin 2021, pourrait néanmoins générer des tensions « passagères » sur les Taux durant le dernier trimestre 2021. Une situation similaire à celle observée en novembre 2020. À cette date, les taux avaient connu des tensions haussières en raison du recours prononcé du Trésor au marché domestique avant de se réajuster rapidement vers mi-décembre suite à la levée Eurobond de 3 MM\$.

TRÉSOR : POIDS DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



TAUX 2 ANS : HAUSSE PASSAGÈRE EN 2020



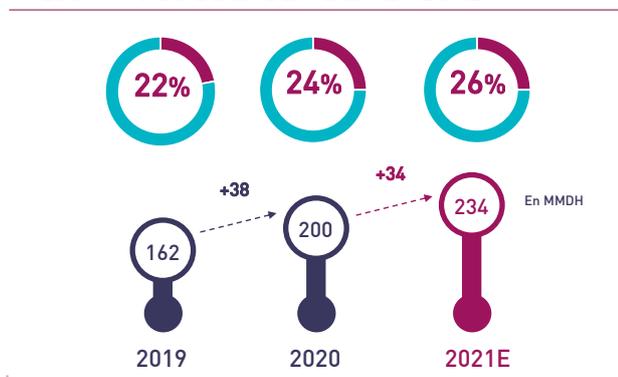
Toutefois, les conditions de financement à l'international demeurent un facteur d'assurance

Les financements extérieurs demeurent un facteur déterminant de la stabilité des taux obligataires en 2021E. Il est vrai que cette nouvelle orientation a relevé la pondération de la dette extérieure du Trésor qui devrait atteindre les 26% en 2021E contre 24% en 2020 et 21,0% en moyenne durant la période 2017-2019. Dans le contexte actuel, ce poids demeure en cohérence avec le Benchmark de référence du Trésor dont le poids de la dette extérieure varie dans une fourchette de [20% à 30%].

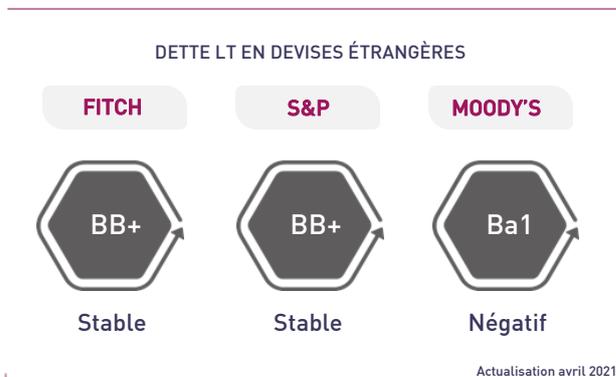
Nous demeurons confiants quant à la capacité du Maroc à réaliser de nouvelles sorties à l'international sans difficulté et à des conditions de financement favorables. Comparativement aux pays émergents, le Royaume bénéficie toujours en 2021 d'une prime de risque à l'international relativement attractive.

Au final, les tensions haussières que pourraient connaître les Taux durant le T4-2021 seraient à caractère « passager ». Par conséquent, celles-ci ne remettent pas en cause notre scénario central qui privilégie une stabilité relative de la courbe des Taux sur le reste de l'année 2021E.

TRÉSOR : POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE



MAROC : PRINCIPALES NOTATIONS DE LA DETTE LT



UNE AUGMENTATION DE L'ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE À RELATIVISER

Une politique contra-cyclique du Trésor impactant l'encours de la dette publique

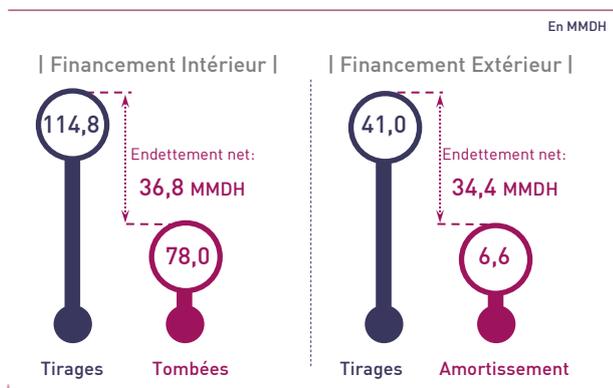
La mise en place d'une politique budgétaire expansionniste afin de contrer les effets néfastes de la crise sanitaire sur le tissu productif de l'économie a impacté l'encours de la Dette publique durant la période 2020-2021. Dans ces conditions, la Dette du Trésor devrait dépasser les 900 MMDH en 2021E contre 832 MMDH en 2020. Le taux d'endettement quant à lui a emprunté une tendance haussière depuis 2020 en raison de l'effet ciseau entre la hausse des besoins du Trésor et le recul du PIB. Le niveau d'endettement s'établirait à 79,6% du PIB en 2021E contre 77,2% en 2020 et une moyenne de 65,1% durant la période 2017-2019. Plus en détails :

(1) La Dette intérieure est estimée à 670 MMDH à fin 2021E, en hausse de 36,8 MMDH par rapport à 2020 ;

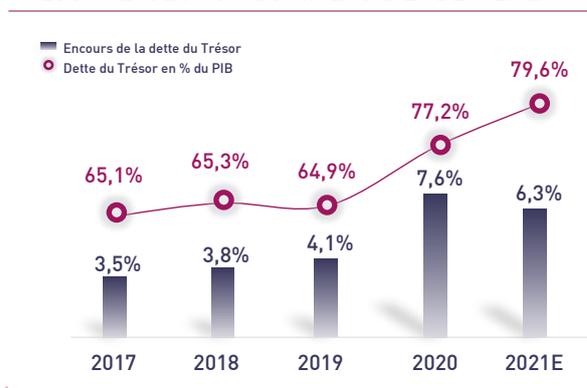
(2) La Dette extérieure du Trésor évoluerait de 200 MMDH en 2020 à 234 MMDH à fin 2021E.

Néanmoins, il est à noter que l'augmentation de l'encours de la Dette du Maroc devrait être analysée dans le cadre de la nouvelle tendance Mondiale post-Covid-19. En effet, l'endettement du Royaume depuis le début de la crise sanitaire se révèle moins prononcé par rapport aux pays émergents. Pour exemple, l'Égypte, l'Afrique du Sud et le Ghana devraient afficher des hausses de leur taux d'endettement en 2021 de 6 pts, 15 pts et 14 pts à 90%, 77% et 78% respectivement.

LF 2021: FINANCEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR



TRÉSOR : ÉVOLUTION DU NIVEAU D'ENDETTEMENT



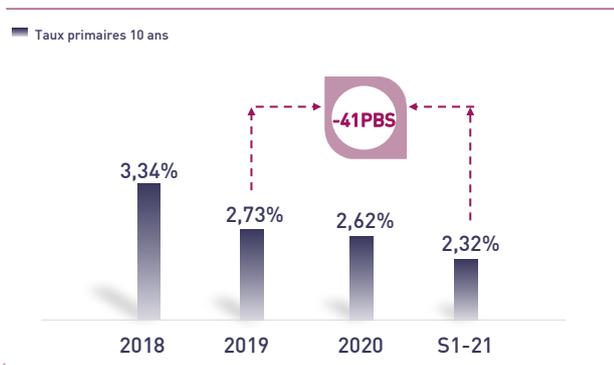
Néanmoins, sans impact visible sur les charges d'intérêt du Trésor

La hausse importante de l'encours de la dette du Trésor est selon nous à relativiser. Cette évolution n'a pas eu un impact visible sur les charges d'intérêt du Trésor durant ces deux dernières années. Au contraire, les intérêts empruntent une tendance baissière depuis 2015. Le poids des charges en intérêt rapporté à la dette extérieure et intérieure ne dépasse pas respectivement 1,0% et 0,6% en 2020 contre 1,3% et 0,7% en 2015.

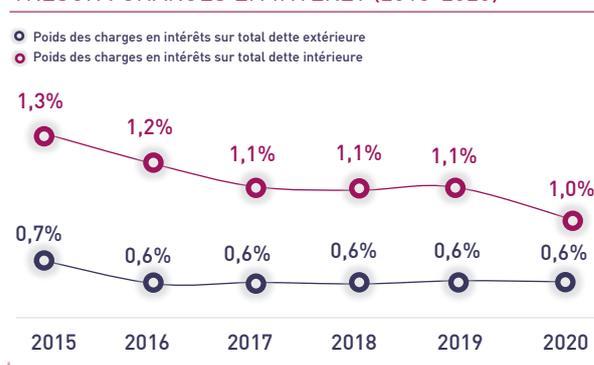
À l'origine, la baisse tendancielle des taux souverains tant sur le marché domestique qu'international. D'une part, nous assistons au recul de plus de 40 PBS du taux 10 ans au Maroc et ce, depuis 2019. D'autre part, nous relevons une baisse des taux d'intérêt de la dernière sortie à l'international du Trésor en euro sur la maturité 10 ans à 2,0% en septembre 2020 contre 3,5% sur une maturité similaire libellée dans la même devise en 2014.

Au final, nous restons confiants quant à la capacité du Maroc à maîtriser ses taux d'endettement en raison des retombées positives du plan de relance économique sur la croissance du PIB ainsi que la maîtrise du déficit budgétaire à travers l'amélioration attendue des recettes fiscales.

TRÉSOR : BAISSÉ DES COÛTS DE FINANCEMENT



TRÉSOR : CHARGES EN INTÉRÊT (2015-2020)



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Bloomberg, FMI, 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 de stabilité des taux obligataires en 2021. Nous mettons en exergue les différents facteurs de risque pouvant induire une volatilité des taux obligataires à court et à moyen terme.

FACTEURS DE RISQUE	Impact économique	Impact Marché	Scénario AGR	Probabilité de concrétisation
HAUSSE DURABLE 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 systématique de la courbe des taux sur un horizon CT. 	 Faible Elevé
HAUSSE DU PRIX DU PÉTROLE	Dégradation des réserves en devises et hausse de la facture énergétique. Pression sur la charge de la compensation du gaz.	Tension sur le déficit de liquidité bancaire. Creusement du déficit budgétaire. Fortes pressions du Trésor sur le marché domestique.	Relèvement sensible 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).	Retour agressif du Trésor sur le marché domestique.	Tension haussière sur la courbe des Taux avec un caractère non durable. 	 Faible Elevé
RYTHME DE REPRISE PLUS LENT QUE PRÉVU	Pression sur les recettes fiscales de l'État et l'effort de soutien à l'économie 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 de la courbe et transmission vers les Taux LT. 	 Faible Elevé
DÉCALAGE DES PRIVATISATIONS 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.	Légères Tensions sur les courbes des Taux primaire et secondaire. 	 Faible Elevé

Source : Calculs & Estimations AGR

ANNEXE : ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2021

Hypothèses retenues au titre de la LF 2021

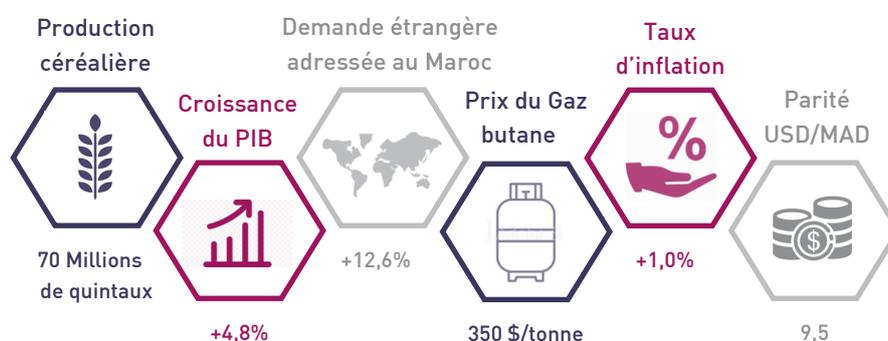


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2021 comparativement à la LFR 2020

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%	
Maîtrise des dépenses	Dépenses globales	308,3	308,0	↔ 0%	
	Dépenses ordinaires	237,5	246,9	↗ +4%	⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins incompressibles en matière de nouvelles créations pour garantir la qualité des services offerts.
	Dépenses de fonctionnement	197,3	205,7	↗ +4%	⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement de l'administration : énergies renouvelables et efficacité énergétique.
	Intérêt de la dette publique	28,3	27,7	↘ -2%	⇒ Amélioration de la gestion des investissements : recours aux mécanismes de financement innovants et la priorisation des 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 à travers la maîtrise des besoins de financement 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%	-6,3%
Valeur ajoutée agricole	Variation annuelle	12,8%	-13,7%	15,2%	3,7%	-5,8%	-8,6%
Valeur ajoutée non agricole	Variation annuelle	3,5%	2,1%	2,9%	2,9%	3,8%	-5,8%
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%	77,8%
Dettes intérieures du Trésor	% du PIB	49,4%	50,8%	50,7%	51,8%	50,9%	59,1%
Dettes extérieures du Trésor	% du PIB	14,3%	14,1%	14,4%	13,4%	14,0%	18,6%
Duration des dettes 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

Felix Dikosso
+237 233 43 14 46
f.dikosso@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'exhaustivité 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.

