

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | SEPTEMBRE 2021

## BESOIN DU TRÉSOR: DANS L'EXPECTATIVE DE NOUVEAUX FINANCEMENTS EXTÉRIEURS

- 02 | Point sur les besoins de financement brut du Trésor
- 03 | Point sur le niveau d'endettement du Trésor
- 04 | Annexes : Situation des Charges & Ressources du Trésor



Attijari  
Global Research

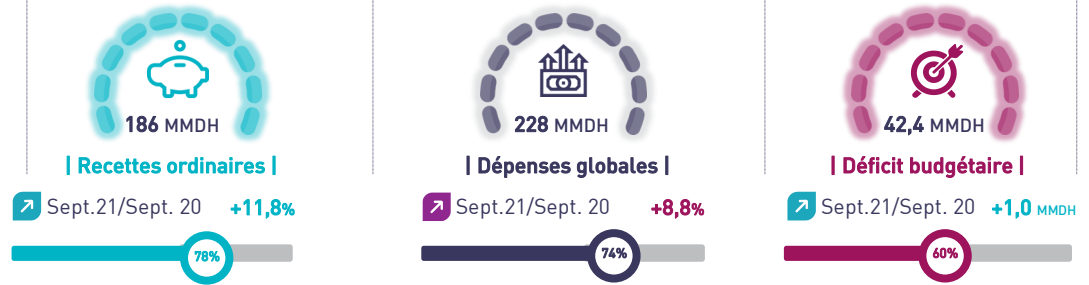


# MONTHLY BUDGET FOCUS

## FIXED INCOME

04 NOVEMBRE  
2021

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



### VUE D'ENSEMBLE : LE MARCHÉ DOMESTIQUE FINANCE 87% DU BESOIN DU TRÉSOR

À fin septembre 2021, le déficit budgétaire s'est amélioré de 1,0 MMDH en une année à -42,4 MMDH. À l'origine, le redressement de l'activité économique en marge de la nette amélioration de la situation sanitaire tant au Maroc qu'à l'international. Actuellement, le taux de vaccination de la population cible avoisine les 60%.

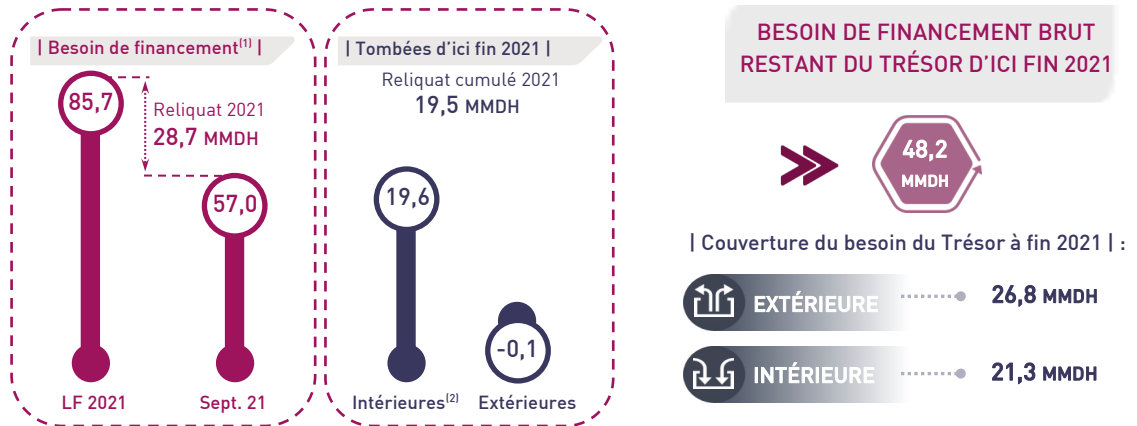
À l'analyse de la situation des charges et des ressources du Trésor à fin septembre 2021, nous relevons :

(1) Une amélioration des recettes ordinaires de +11,8% en lien avec la bonne tenue de l'ensemble des catégories des recettes fiscales, à l'exception de l'IS.

(2) Une hausse de +8,8% des dépenses globales. Les dépenses ordinaires ont augmenté de 13,7 MMDH suite aux mesures de la 3<sup>ème</sup> phase du dialogue social et à la hausse du prix du gaz butane. Par ailleurs, le budget d'investissement a enregistré un taux de réalisation de 70,6%, contre 62,9% un an auparavant ;

Tenant compte de la réduction des opérations en instance de 14,6 MMDH, le besoin de financement du Trésor se creuse à 57,0 MMDH, contre 48,9 MMDH à fin septembre 2020. Celui-ci a été financé en grande partie sur le marché intérieur, soit à hauteur de 87%.

### BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN DE FINANCEMENT SANS GRANDES PRESSIONS SUR LES TAUX



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

### 7,1 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup> /MOIS

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

Le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2021 devrait, selon nos estimations, s'établir à 48,2 MMDH. Celui-ci comprend :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor estimés par la LF 2021 à 28,7 MMDH ;
- (2) Les tombées du Trésor sur le reste de l'année 2021 de 19,5 MMDH, dont 19,6 MMDH intérieures et un excédent de +0,1 MMDH extérieures.

Selon les prévisions de la LF 2021, l'argentier de l'État couvrirait 26,8 MMDH ou 56% de ce besoin sur le marché extérieur. Le reliquat équivalent à 21,3 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des opérations de financements extérieurs, le besoin de financement intérieur brut moyen s'inscrirait à 7,1 MMDH/mois au T4-21. Ce niveau modéré conforte notre scénario de stabilité voire d'un léger glissement de la courbe des Taux sur le T4-21. (Cf- Semestriel Taux Maroc S1-21)

### AVIS D'EXPERT

Selon nos estimations, plus que la moitié des besoins de financement du Trésor durant le T4-21 devrait provenir des financements extérieurs. Selon nos différents échanges, les investisseurs semblent anticiper une nouvelle sortie à l'international du Trésor d'ici la fin de l'année ce qui conforte le scénario d'une légère détente des Taux sur le restant de l'année 2021.

À cet effet, rappelons que les tirages extérieurs s'établissent à 14,2 MMDH à fin septembre 2021 contre 41,0 MMDH prévus par la LF 2021. Il s'agit ainsi d'un faible taux de réalisation de 35% au terme du T3-21.

Meryeme HADI

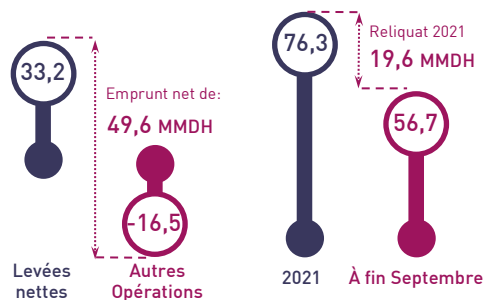
Associate  
+212 529 03 68 19  
m.hadi@attijari.ma

Lamyae OUDGHIRI

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

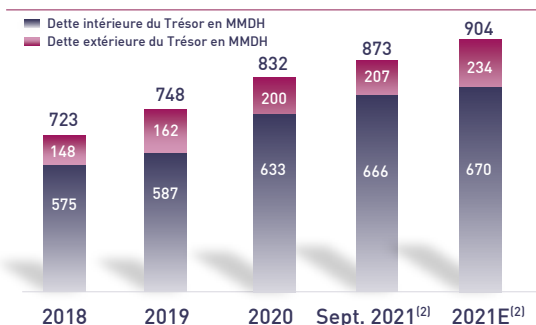
## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

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



(1) Incluant les échanges de BDT

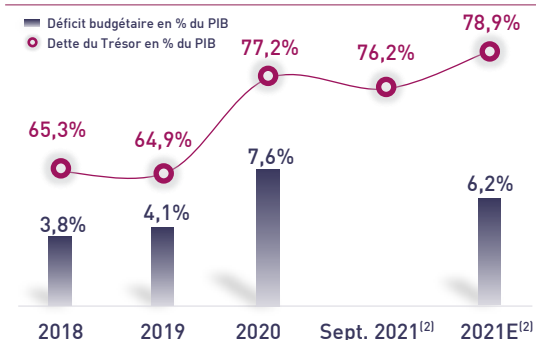
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



L'effort budgétaire consenti pour faire face aux conséquences économiques et sociales de la crise sanitaire devrait creuser le déficit budgétaire à 71,1 MMDH en 2021E. Dans ces conditions, la dette du Trésor devrait atteindre 904 MMDH en 2021E. La composante intérieure ressort à 670 MMDH, contre 234 MMDH au niveau extérieur. À fin septembre 2021E, celle-ci atteindrait 873 MMDH, contre 832 MMDH à fin 2020. Plus en détails :

(1) La Dette intérieure du Trésor devrait atteindre 666 MMDH à fin septembre 2021E, en hausse de 33,2 MMDH par rapport à fin 2020 ;

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



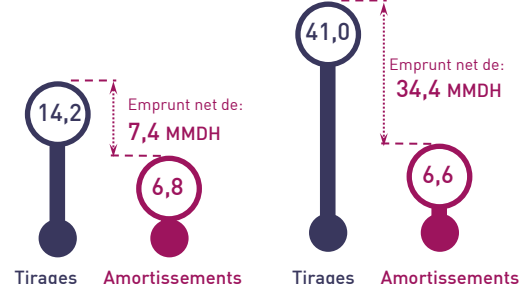
(2) Estimations AGR

Compte tenu des prévisions de la LF 2021 et des prévisions de croissance de +6,2% en 2021E, la consolidation budgétaire devrait reprendre graduellement.

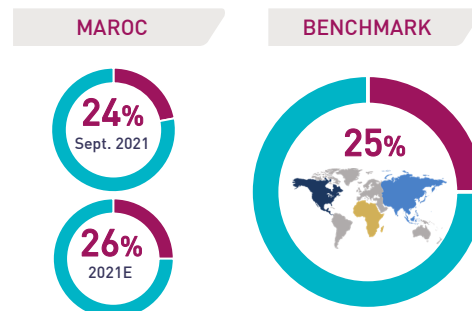
Ainsi, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 6,2% du PIB en 2021E contre 7,6% en 2020. Le taux d'endettement du Trésor devrait s'écarter des niveaux recommandés par les critères de convergence, soit de 60% du PIB.

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Septembre 2021 | | Prév. LF 2021 |



## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

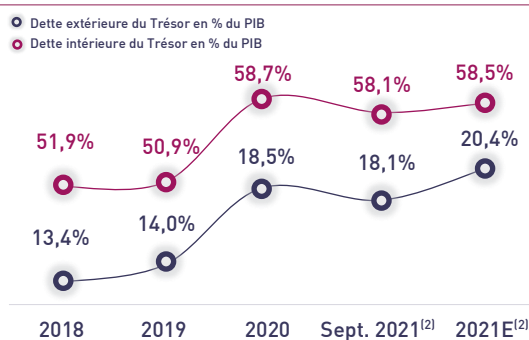


(2) La Dette extérieure du Trésor devrait augmenter de 3,7%, passant de 200 MMDH en 2020 à 207 MMDH à fin septembre 2021E.

L'absence de sorties du Trésor à l'international à cette date, devrait maintenir le poids de la dette extérieure à 23,7% de la dette globale du Trésor à fin septembre 2021E. Celui-ci devrait atteindre 26% à fin 2021E. Rappelons que celui-ci s'est limité à 21,6% en 2019.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester en ligne avec son Benchmark de référence, soit une fourchette [25%-30%].

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Celui-ci devrait avoisiner le seuil des 80,0% au terme de l'année 2021E. Selon nos estimations, le taux d'endettement aurait atteint 76,2% à fin septembre 2021E après s'être établi à 77,2% en 2020 et 64,9% en 2019.

Rapporté au PIB, l'endettement intérieur devrait s'alléger à fin septembre 2021 à 58,1% contre 58,7% à fin 2020. Pour sa part, le taux d'endettement extérieur atteindrait 18,1% à fin septembre 2021E contre 18,5% en 2020 et 20,4% à fin 2021E.

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



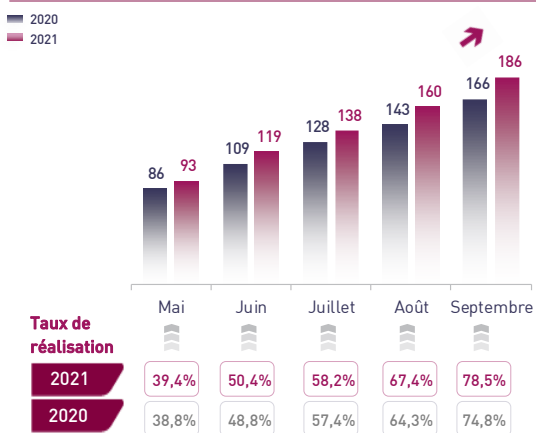
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN SEPTEMBRE 2021

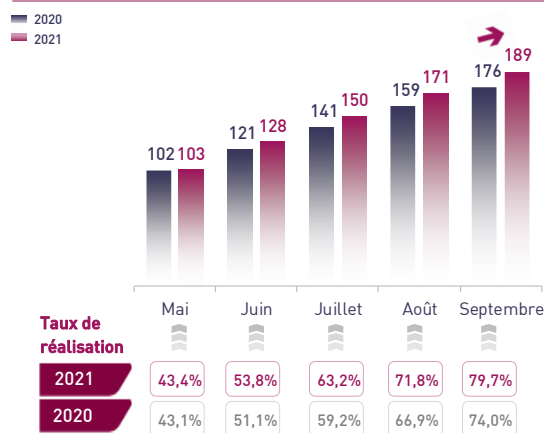
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN SEPTEMBRE 2021 |

EN MMDH	Sept. -20	TR Sept. -20	Sept. - 21	LF 2021	TR Sept. - 21
<b>Recettes fiscales</b>	147,3	79,3%	162,5	195,6	83,1%
Impôts directs (IS+IR)	70,8	80,9%	69,5	80,1	86,8%
Impôts indirects (TVA+TIC)	60,1	77,3%	72,5	90,0	80,6%
<b>Recettes non fiscales</b>	16,9	50,3%	20,7	38,0	54,5%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>166,4</b>	<b>74,8%</b>	<b>186,0</b>	<b>236,9</b>	<b>78,5%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	175,7	74,0%	189,4	246,9	76,7%
Dépenses de fonctionnement	142,7	72,3%	152,0	205,7	73,9%
Intérêt de la dette publique	22,4	79,2%	22,8	27,7	82,5%
Compensation	10,6	89,0%	14,6	13,6	107,5%
<b>Investissement</b>	44,5	62,9%	48,1	68,1	70,6%
<b>Dépenses globales</b>	<b>209,9</b>	<b>68,1%</b>	<b>228,4</b>	<b>308,0</b>	<b>74,2%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 43,5</b>	<b>52,5%</b>	<b>- 42,4</b>	<b>- 71,1</b>	<b>59,7%</b>

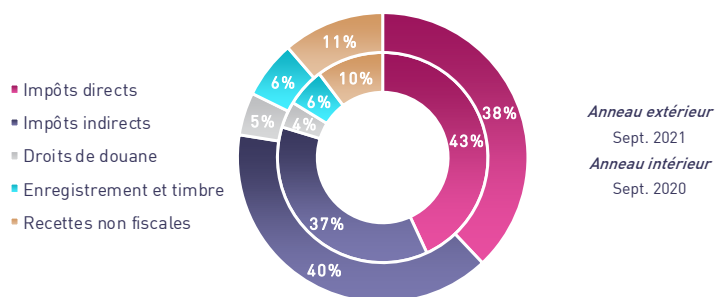
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



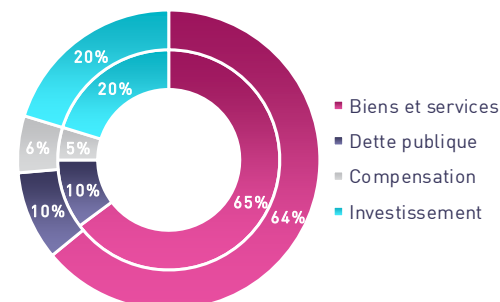
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR



## ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR



Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

# ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

## DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

## MANAGER

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

## ASSOCIATE

Omar Cherkaoui  
+212 5 22 49 14 82  
o.cherkaoui@attijari.ma  
Casablanca

## DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

## MANAGER

Maria Iraqui  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

## ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

## INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali  
+212 5 22 49 14 82  
n.jamali@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ANALYST

Ines Khouaja  
+216 31 34 13 10  
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn  
Tunis

## FINANCIAL ANALYST

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

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa  
+202 27 97 04 80  
mahmoud.bahaa@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC - GABON

Youssef Hansali  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.com

## AVERTISSEMENT

### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'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.

