

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Marché des Taux

LES FINANCEMENTS INNOVANTS AU CHEVET DES FINANCES PUBLIQUES

- 04 | Le choc Covid derrière nous, le rebond économique attendu
- 05 | Un financement quasi-exclusif du Trésor sur le marché intérieur...
- 06 | ...orienté principalement vers la tranche de maturité CMT
- 08 | Glissement de la courbe obligataire des taux durant le T3-21
- 09 | Deux scénarii d'évolution des taux obligataires au T4-21



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

Depuis 2020, le Trésor bénéficie d'un repli continu de son coût de financement sur le marché intérieur. Ce trimestre ne déroge pas à cette tendance sur les deux compartiments primaire et secondaire. À l'origine, les excédents de liquidité accumulés par le Trésor depuis la dernière sortie à l'international en 2020, la concrétisation des recettes de privatisation ainsi qu'une partie des financements innovants prévus dans le cadre de la LF 21 (soit de 14 MMDH).

Cette situation confortable se reflète clairement sur les placements du Trésor sur le marché monétaire. Ces derniers demeurent à un niveau supérieur à 7 MMDH durant le T3-21. De plus, le maintien d'une politique monétaire accommodante de Bank Al-Maghrib à travers un Taux Directeur fixé à un plus bas historique à 1,5% soutient l'environnement de Taux bas au Maroc.

Selon nous, la politique budgétaire contra-cyclique⁽¹⁾ du Trésor mise en place depuis 2020 en réponse à la crise sanitaire n'a pas relevé significativement l'Offre de BDT du Trésor sur le marché intérieur. À l'origine, l'orientation réussie vers l'international à travers deux levées de 1,0 MM€ en septembre 2020 et puis de 3,0 MM\$ en décembre 2020. Le Trésor a bénéficié de conditions avantageuses et d'une liquidité abondante sur le marché international.

Au terme du T3-21, nous ressortons avec les points suivants:

- Après une année 2020 marquée par une récession inédite de -6,3%, la croissance au Maroc devrait rebondir de près de +6,2% en 2021E avant de se normaliser autour des +3,0% en 2022E. Avec un record de 245 MMDH prévu dans le PLF 2022, l'investissement public est considéré comme le premier catalyseur de la relance économique ;
- Les besoins de financement du Trésor ont été satisfaits à hauteur de 87,0% sur le marché domestique et ce, en l'absence de nouvelles sorties à l'international. Une situation qui a induit le relèvement des levées du Trésor durant le T3-21 par rapport à l'année précédente ;
- La tendance baissière de la Demande des investisseurs initiée durant le T2-21 s'est poursuivie durant ce trimestre. À l'origine, un effet de base important au T2-20 durant lequel nous avons assisté à un vif intérêt des investisseurs envers les BDT ;
- Depuis le début de l'année 2021, la tendance des levées brutes du Trésor demeure baissière comparativement à la même période de l'année précédente. En dépit du repli de la Demande des investisseurs sur le marché des adjudications durant les 9 premiers mois de l'année 2021, les exigences de rentabilité des investisseurs se sont orientées à la baisse durant la même période. À l'origine, une situation très confortable des finances publiques de l'État soutenue par la concrétisation des financements innovants du Trésor ;
- Au final, nous maintenons notre scénario de stabilité, voire d'un léger glissement de la courbe des taux durant le mois de décembre. Nous restons dans l'attente d'une nouvelle sortie à l'international lors des semaines à venir en ligne avec les prévisions de la LF 2021.

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

LE CHOC COVID DERRIÈRE NOUS, LE REBOND ÉCONOMIQUE ATTENDU

Une reprise économique en vue à l'échelle nationale, en cohérence avec la tendance internationale...
... Et se reflétant sur l'évolution positive des finances publiques de l'État à fin septembre 2021

UN FINANCEMENT QUASI-EXCLUSIF DU TRÉSOR SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR...

Le recours prononcé du Trésor au marché intérieur durant le T3-21...
... se traduisant par un relèvement des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications

...ORIENTÉ PRINCIPALEMENT VERS LA TRANCHE DE MATURITÉ CMT DE LA COURBE OBLIGATAIRE

L'intérêt du Trésor pour le compartiment CMT observé depuis le T2-20 se poursuit
Au T3-21, la Demande des investisseurs accuse un net repli et s'oriente davantage vers le segment MT

UN INTÉRÊT VISIBLE DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Des conditions de liquidité satisfaisantes au niveau du marché monétaire
Un appétit croissant des sociétés de gestion envers les OPCVM obligataires

GLISSEMENT DE LA COURBE OBLIGATAIRE DES TAUX DURANT LE T3-21

La baisse simultanée de l'Offre du Trésor et de la Demande des investisseurs...
...a induit un repli des taux d'intérêt obligataires durant le T3-21

DEUX SCÉNARIIS D'ÉVOLUTION DES TAUX OBLIGATAIRES AU T4-21

Le recours au marché intérieur au T4-21 tributaire du financement extérieur
Une souscription sans difficulté sur le marché des BDT durant le reste de l'année 2021

AGR : MATRICE DES RISQUES QUI PÈSENT SUR LE SCÉNARIO DE STABILITÉ DES TAUX AU T4-21

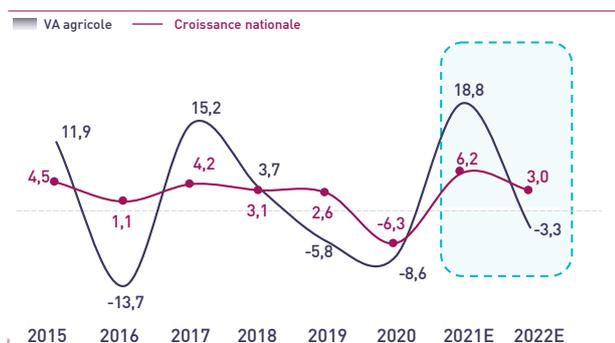
LE CHOC COVID DERRIÈRE NOUS, LE REBOND ÉCONOMIQUE ATTENDU

Une reprise économique en vue à l'échelle nationale, en cohérence avec la tendance internationale...

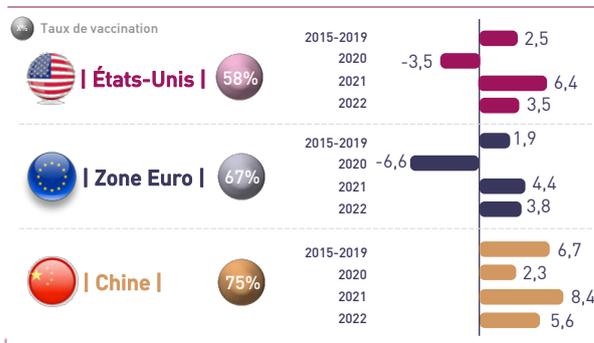
Les dernières projections économiques des grandes institutions nationales et internationales s'accordent sur une sortie de crise en 2021E. En effet, le choc économique qu'a connu l'économie mondiale lié à la pandémie de la Covid en 2020 semble en grande partie derrière nous. À l'origine, le bon déroulement des campagnes de vaccination dans le Monde ainsi que les mesures de soutien budgétaires et monétaires adoptées par les grandes banques centrales. Plus en détails:

- ⇒ **À l'échelle nationale:** Après une année 2020 marquée par une récession inédite de -6,3%, la croissance au Maroc devrait rebondir de près de +6,2% en 2021E avant de revenir à un rythme plus normatif autour de +3,0% en 2022E. Avec un record de près de 245 MMDH, l'investissement public est considéré comme le premier catalyseur de la relance économique à travers la redynamisation de la Demande intérieure, premier pilier de la croissance au Maroc ;
- ⇒ **À l'échelle internationale:** L'économie mondiale devrait bénéficier en 2021E d'un fort rebond de la consommation et de la Demande sous l'impulsion des plans de relance de grande envergure à l'international et le rétablissement de la situation sanitaire. Dans ces conditions, les dernières anticipations du FMI prévoient une reprise de la croissance mondiale de +6% en 2021E, plus rapide pour les pays émergents et les pays en développement (+6,3%) que pour les économies avancées (+5,6%). En 2022E, l'économie mondiale devrait croître de près de +3,0%.

MAROC: ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DU PIB



INTERNATIONAL: PRÉVISIONS DE CROISSANCE



... et se reflétant sur l'évolution positive des finances publiques de l'État à fin septembre 2021

Les comptes publics ont connu une légère amélioration durant les neuf premiers mois de l'année en cours en raison du redressement de l'activité économique. Celle-ci profite essentiellement d'une bonne campagne agricole ainsi que du raffermissement de la Demande intérieure. Parallèlement, l'assouplissement progressif des restrictions sanitaires à compter du T2-21, conforté par un taux de vaccination de la population de près de 60%, a soutenu les recettes fiscales du Trésor à l'exception de l'IS. Celles-ci se sont appréciées à fin T3-21 de +10,3% à 162,5 MMDH.

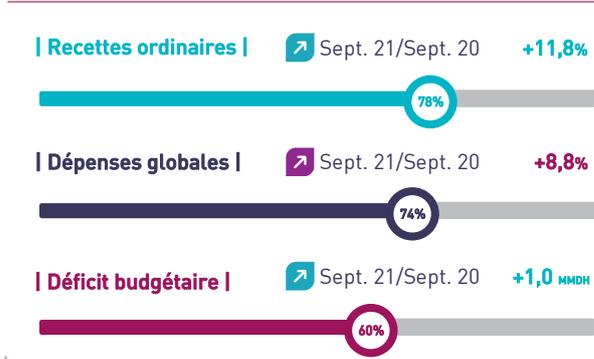
La hausse des prix du gaz butane à l'international dépassant la moyenne des 580 \$/T à fin septembre 2021 contre 357 \$/T une année auparavant a relevé les dépenses de compensation de l'État de 40%. Ces dernières dépassent les 14,5 MMDH à fin septembre 2021, soit un taux de réalisation de 108%. Par conséquent, les dépenses ordinaires ont augmenté de +7,8% à 189,4 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.

Le déficit budgétaire ressort à -42,4 MMDH à fin septembre 2021 contre -43,5 MMDH une année auparavant. Rappelons, qu'en septembre 2020, le Trésor a constaté un excédent de 8,0 MMDH grâce au fonds spécial Covid-19.

BESOINS DE FINANCEMENT: T3-21 VS. LF 2021

	En MMDH		
	9M-20	9M-21	LF-21
Recettes ordinaires	166,4	186,0	236,9
Dépenses ordinaires	175,7	189,4	246,9
Dépenses globales	209,9	228,4	308,0
Déficit budgétaire	-43,5	-42,4	-71,1

LF 21: TAUX DE RÉALISATION VS. VARIATION AU T3-21



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

UN FINANCEMENT QUASI-EXCLUSIF DU TRÉSOR SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR...

Le recours prononcé du Trésor au marché intérieur durant le T3-21...

Au terme de notre période d'analyse, le Trésor arrive à satisfaire près de 67,0% de son besoin de financement annuel annoncé pour l'exercice 2021, soit de 57,0 MMDH à fin septembre 2021 contre 85,7 MMDH prévu dans le cadre de la LF 2021. En l'absence de nouvelles sorties à l'international, les besoins de financement du Trésor ont été en grande partie satisfaits sur le marché domestique, soit à hauteur de 87%.

Le financement extérieur ressort à 14,2 MMDH à fin septembre 2021 contre une prévision de 41,0 MMDH pour l'exercice 2021, soit un taux de réalisation de seulement 35,0%. Ce faible niveau demeure inférieur par rapport à l'observation de l'année précédente avec un taux de réalisation de 53,9% à fin septembre 2020. Rappelons tout de même que le Trésor a tendance à accélérer ses emprunts extérieurs vers la fin d'année. Durant les trois dernières années, le dernier trimestre de l'année concentre à lui seul plus de la moitié des levées extérieures prévues par la Loi de Finances.

TAUX DE RÉALISATION: T3-21 VS. LF 2021

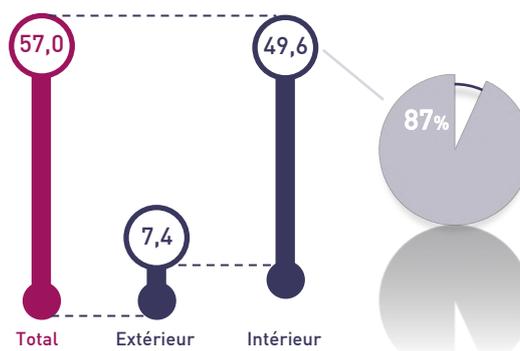
| Besoin de financement global du Trésor |



| Financement extérieur brut du Trésor |



FINANCEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR AU T3-21



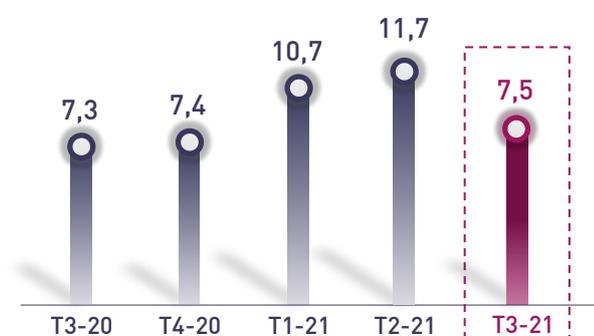
... se traduisant par un relèvement des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications

Le recours quasi-exclusif du Trésor au marché intérieur s'est reflété à travers la tendance haussière des levées de l'argentier de l'État sur le marché des adjudications. En effet, les levées brutes⁽¹⁾ du Trésor se sont appréciées de 8,8%, passant de 25,8 MMDH au T3-20 à 28,1 MMDH au T3-21. Cette évolution est encore plus prononcée au niveau des levées nettes⁽²⁾ du Trésor durant ce troisième trimestre. Ces dernières ont plus que doublé à 12,6 MMDH au T3-21 contre 6,0 MMDH au T3-20. À l'origine, des tombées en capital moins importantes sur ce trimestre, en retrait de -21,7% à 15,5 MMDH soutenues par la multiplication des opérations d'échanges du Trésor sur le marché de la dette intérieure.

Nous avons assisté à un repli de la situation excédentaire de la trésorerie du Trésor durant le T3-21 comparativement aux deux trimestres précédents. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension s'établit à environ 7,5 MMDH en moyenne quotidienne durant le T3-21. Selon nous, ce niveau demeure en cohérence avec les niveaux de placement du Trésor observés durant le S2-20 à 7,4 MMDH.

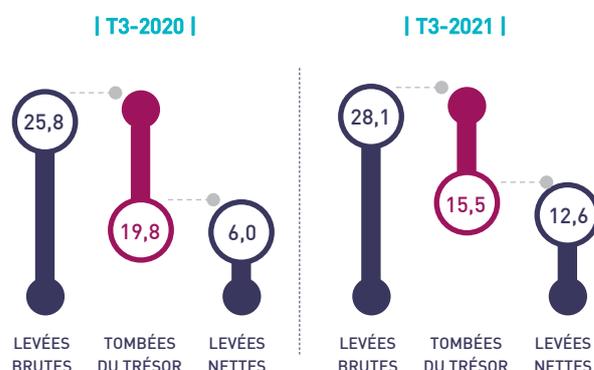
TRÉSOR: ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES

En MMDH



TRÉSOR: ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾

En MMDH



(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.

... ORIENTÉ PRINCIPALEMENT VERS LA TRANCHE DE MATURITÉ CMT DE LA COURBE OBLIGATAIRE

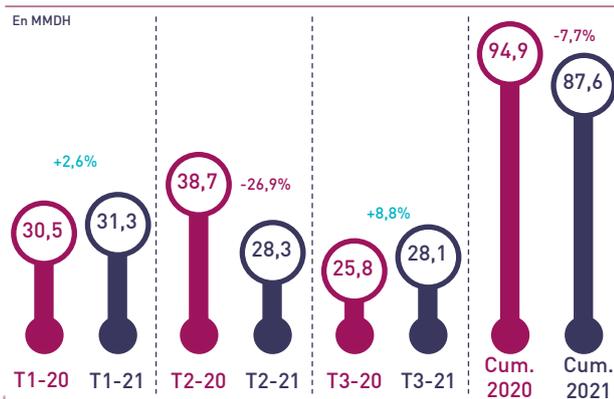
L'intérêt du Trésor pour le compartiment CMT observé depuis le T2-20 se poursuit

Comparativement au rythme des levées trimestrielles observé depuis le début de l'année 2021, le T3-21 marque le niveau le moins élevé à 28,1 MMDH contre 28,3 et 31,3 MMDH respectivement durant le T2 et le T1-21. Dans ces conditions, les levées brutes cumulées sur l'année ressortent en baisse de -7,7% par rapport à la même période de l'année précédente.

La politique d'émission du Trésor durant le T3-21 s'est caractérisée par la prédominance des levées de l'argentier de l'État sur le segment MT de la courbe obligataire. Le poids des souscriptions du Trésor sur cette tranche de maturité a progressé de 31% au T3-20 à 62% au T3-21. À l'opposé, la part des maturités courtes s'est nettement réduite, passant de 57% à 23% durant la même période.

Cette tendance s'est concrétisée dans des conditions de marché marquées par une durée confortable du Trésor sur le marché de la dette intérieure, soit supérieure à 6 ans en 2021. Un niveau offrant une certaine latitude pour optimiser son coût de financement sur le marché des adjudications en s'orientant vers le CMT.

TRÉSOR: ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES DU TRÉSOR



TRÉSOR: VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



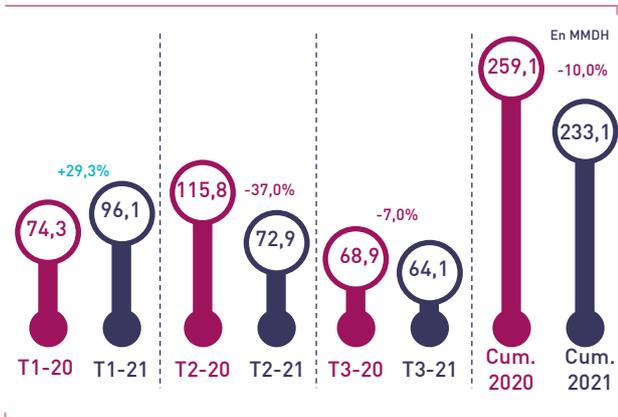
Au T3-21, la Demande des investisseurs accuse un net repli et s'oriente davantage vers le segment MT

La tendance baissière de la Demande des investisseurs initiée au T2-21 s'est poursuivie durant ce trimestre, portant ainsi le cumul annuel à 233,1 MMDH en baisse de -10% par rapport à la même période de l'année précédente. À l'origine, un effet de base important au T2-20 qui avait connu un vif intérêt des investisseurs pour les BDT dans un contexte de crise sanitaire. Il s'agit d'une Demande de 115 MMDH au T2-20, contre une moyenne trimestrielle de 85 MMDH en 2019.

Nous croyons que la récente configuration des levées du Trésor qui privilégie les maturités moyennes s'explique en partie par la répartition de la Demande des investisseurs durant le T3-21. Celle-ci révèle un intérêt plus vif envers les maturités moyennes dont le poids a progressé de 31% au T3-20 à 54% au T3-21. Par conséquent, l'orientation prononcée des opérateurs envers le compartiment MT a orienté l'Offre du Trésor vers cette même tranche de maturité au T3-21.

À l'inverse, le poids des maturités courtes a baissé de 60% à 33% durant la période d'analyse suite au rétablissement du climat de confiance au sein des marchés financiers. Pour sa part, le poids du LT s'apprécie légèrement reflétant ainsi une meilleure visibilité quant au redressement progressif de l'économie marocaine.

ÉVOLUTION DE LA DEMANDE DES INVESTISSEURS



VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



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

UN INTÉRÊT VISIBLE DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Des conditions de liquidité satisfaisantes au niveau du marché monétaire

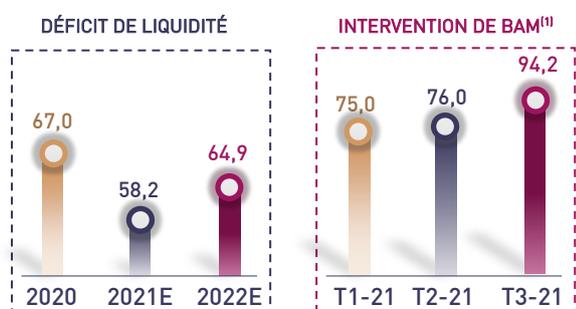
La baisse de la Demande des investisseurs en BDT durant les neuf premiers mois de l'année 2021 est à relativiser. En effet, l'année 2020 a représenté une période exceptionnelle marquée par un fort engouement des investisseurs envers les BDT compte tenu du manque de visibilité généré par la crise sanitaire. Il est ainsi tout à fait logique de renouer avec des niveaux plus normatifs en 2021.

Dans ces conditions, les BDT devraient toujours constituer une classe d'actif attractive pour les institutionnels et les OPCVM. Ces derniers continuent de bénéficier de conditions de liquidité avantageuses. Notons que les banques et les sociétés de gestion représentent près de la moitié de la Demande en BDT.

Du côté de la liquidité bancaire, le déficit s'est nettement amélioré passant de 102,1 MMDH au T3-20 à 83,2 MMDH durant le T3-21, soit une atténuation de près de 19%. Il devrait atteindre 58,2 MMDH en 2021E. Cette orientation est due à :

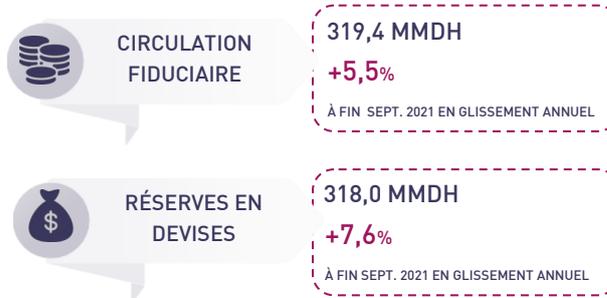
- ⇒ L'amélioration des avoirs en devises de +7,6% à 318,0 MMDH à fin septembre 2021 en lien avec l'encaissement de l'allocation en DTS du FMI de 1,2 MM\$ ainsi que les niveaux importants des transferts MRE reçus en marge du succès de l'opération Marhaba. Selon BAM, ces deniers devraient augmenter de +27,7% à fin 2021E ;
- ⇒ L'accalmie relative observée au niveau de la circulation fiduciaire. Bien qu'en hausse de +5,5% à 319 MMDH à fin septembre 2021, ce niveau demeure en dessous du rythme d'évolution observé en 2020 à plus de +20%.

DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. INTERVENTION DE BAM (MMDH)



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

ÉVOLUTION DES FACTEURS AUTONOMES DE LIQUIDITÉ

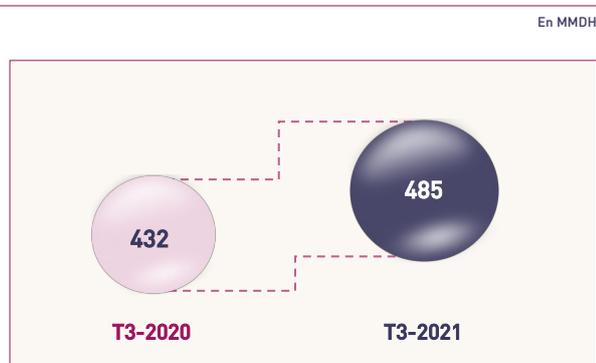


Un appétit croissant des sociétés de gestion envers les OPCVM obligataires

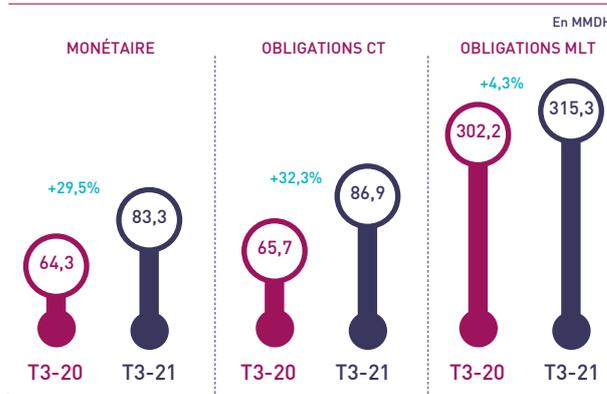
Nous relevons une amélioration notable des volumes de la catégorie obligataire chez les sociétés de gestion durant ce trimestre. L'Actif sous gestion obligataire des OPCVM s'est apprécié de 12,3% passant de 432 MMDH au T3-20 à 485 MMDH au T3-21, soutenu principalement par un effet collecte positif sur le compartiment CT. Celui-ci demeure très prisé par les investisseurs dans un contexte d'aplatissement de la courbe des taux obligataires au Maroc.

Ce constat se traduit naturellement par une hausse moins prononcée de la catégorie MLT. L'Actif sous gestion relatif aux obligations MLT s'apprécie légèrement de +4,3% à 315 MMDH au T3-21. Ce compartiment attire moins les investisseurs en raison du risque de normalisation des taux à l'avenir.

ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



ÉVOLUTION DES ACTIFS SOUS GESTION AU T3-21



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

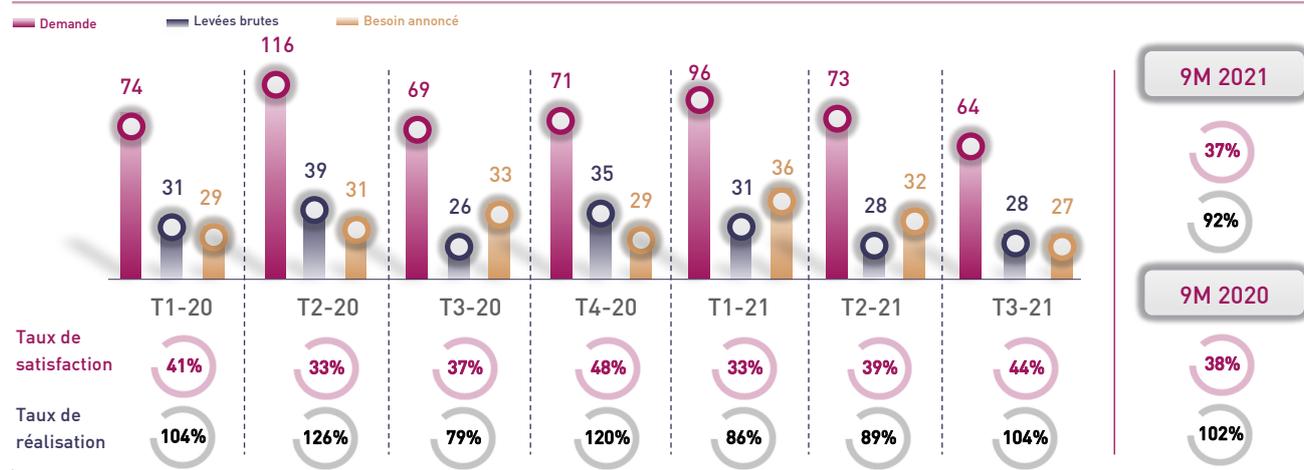
GLISSEMENT DE LA COURBE OBLIGATAIRE DES TAUX DURANT LE T3-21

La baisse simultanée de l'Offre du Trésor et de la Demande des investisseurs...

En dépit de la baisse de la Demande des investisseurs sur le marché des adjudications depuis le début de l'année 2021, les exigences de rentabilité des investisseurs se sont orientées à la baisse durant la même période. À l'origine, le repli des levées cumulées brutes du Trésor en 2021 compte tenu d'une situation confortable des finances publiques de l'État. À fin septembre 2021, nous relevons les évolutions suivantes des agrégats obligataires sur le marché primaire :

- Le taux de satisfaction de la Demande en BDT des investisseurs a reculé d'un point durant les séances d'adjudication, passant de 38% durant les neuf premiers mois de l'année 2020 à 37% à fin septembre 2021 ;
- Le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor a reculé à 92% durant les neuf premiers mois de l'année 2021 contre 102% durant la même période de l'année précédente.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE, LEVÉES BRUTES ET BESOIN ANNONCÉ EN MMDH



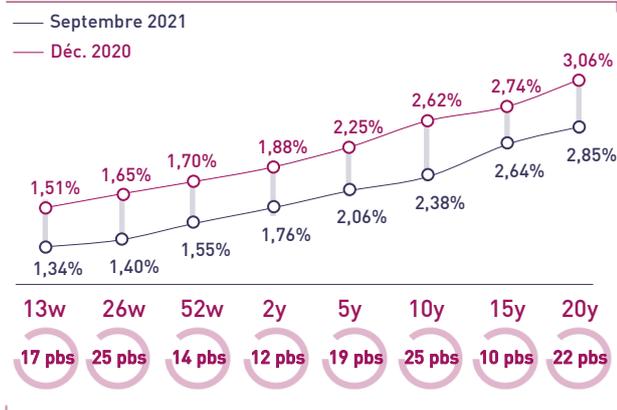
...a induit un repli des taux d'intérêt obligataires durant le T3-21

Comparativement à fin 2020, nous avons assisté à une détente des taux sur les compartiments primaire et secondaire au terme du T3-21 reflétant l'optimisme des investisseurs quant au redressement de l'activité économique. En effet, l'AGR Indice de Confiance a atteint en octobre 2021 un nouveau plus haut historique, à 67,4 pts. (Cf. AGR Indice de Confiance)

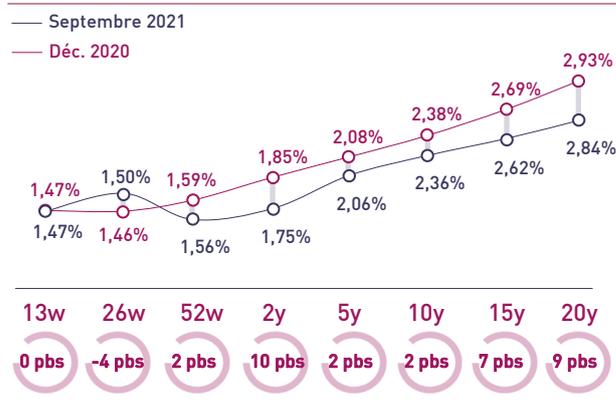
- Courbe primaire :** La tranche de maturité CT a connu des baisses variant dans une fourchette de [14 à 25 PBS], tandis que les maturités du segment MLT ont oscillé dans un intervalle de [10 à 25 PBS] ;
- Courbe secondaire :** Les maturités courtes se sont quasi-stabilisées en moyenne, tandis que les maturités moyennes et longues se sont repliées sur la même période de 7,0 PBS en moyenne.

Selon nous, cette orientation baissière des taux s'explique principalement par une situation très confortable des finances publiques soutenue par la concrétisation des financements innovants du Trésor. Ces derniers sont budgétisés à hauteur de 14 MMDH dans le cadre de la LF 2021 et devraient s'établir à 12 MMDH en 2022E.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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

DEUX SCÉNARIOS D'ÉVOLUTION DES TAUX OBLIGATAIRES AU T4-21

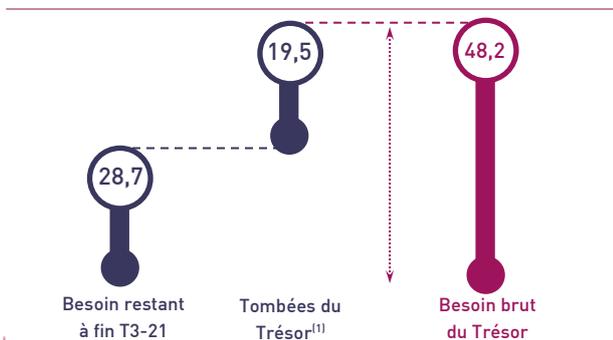
Le recours au marché intérieur au T4-21 tributaire du financement extérieur

Sur la base des prévisions du besoin du Trésor par la LF 2021 et du niveau de ses tombées estimées à 19,5 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 7,1 MMDH au 4^{ème} trimestre de l'année. *[Cf-Budget Focus Septembre 2021]*

Notons que ce besoin tient compte de la concrétisation de la totalité des financements extérieurs fixés à 41 MMDH par la LF 2021. Le reliquat à financer durant le T4-21 s'établit ainsi à 26,8 MMDH, soit 65% des financements prévus. Rappelons qu'en 2020, le reliquat à financer durant cette même période représentait plus que 45% des prévisions de la LF 2020. À cet effet, nous croyons que le Trésor pourrait réaliser une nouvelle levée à l'international durant le T4-21.

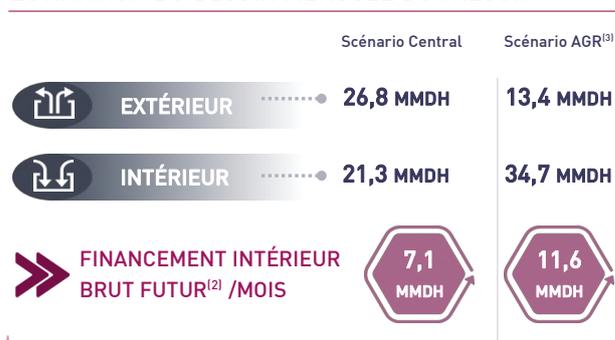
Sous l'hypothèse que le Trésor ne concrétiserait que la moitié de ce montant, soit 13,4 MMDH, le besoin de financement brut moyen par mois devrait s'établir selon nos estimations à 11,6 MMDH durant le T4-21. Au vu de la capacité du Trésor à mobiliser les ressources nécessaires sur le marché domestique, ce niveau, jugé modéré, ne devrait pas exercer de fortes pressions sur les rendements obligataires. *Selon notre scénario AGR⁽³⁾, nous anticipons une stabilité, voire un léger glissement de la courbe des Taux durant le dernier mois de l'année 2021.*

BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À FIN 2021



(1) Tombées intérieures et extérieures restantes

ESTIMATION DU BESOIN MENSUEL DU TRÉSOR



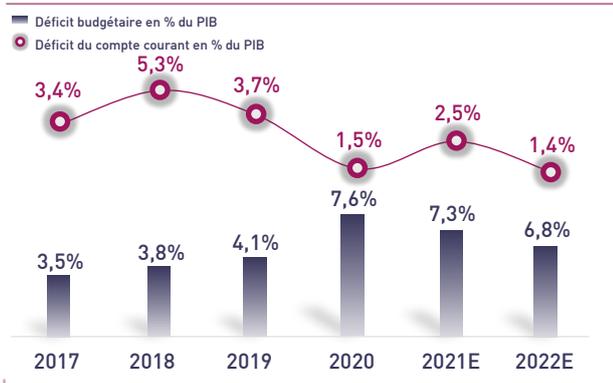
(2) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur
(3) Le scénario AGR suppose la réalisation de seulement 50% du financement extérieur restant jusqu'à fin 2021

Une souscription sans difficulté sur le marché des BDT durant le reste de l'année 2021

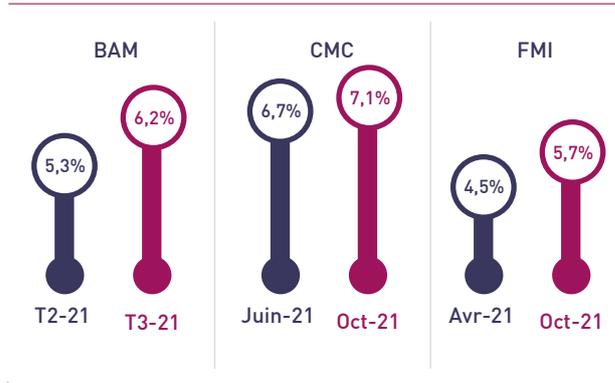
Sous l'hypothèse d'une concrétisation partielle des financements extérieurs prévus par la LF 2021, le Maroc bénéficie de certains leviers permettant au Trésor de financer aisément le reste de ses besoins sur le marché intérieur, à savoir :

- (1) Un déficit du compte courant qui demeure en dessous des niveaux pré-crise, sous l'effet de la reprise des échanges extérieurs de biens et de la poursuite de la dynamique haussière des transferts des MRE. Ce déficit devrait passer de 5,3% du PIB en 2018 à 2,5% en 2021E, et 1,4% en 2022E ;
- (2) Une atténuation du déficit budgétaire en 2021E et 2022E à 7,3% et 6,8% respectivement après 7,6% en 2020. Cette prévision tient compte de la maîtrise du rythme d'évolution des dépenses de l'État ainsi que de la hausse des recettes en marge de l'amélioration du contexte économique ;
- (3) Des révisions haussières des prévisions de croissance de l'économie marocaine en 2021. Bank Al-Maghrib a revu sa prévision à la hausse passant de 5,3% à 6,2% lors de sa dernière édition en octobre 2021. De son côté, le CMC, a augmenté en octobre dernier sa prévision de 4 pts à 7,1%. Au niveau international, le FMI a ajusté à la hausse son estimation de la croissance marocaine à 5,7%, contre 4,5% en avril dernier.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE VS. DÉFICIT DU COMPTE COURANT



MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



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

AGR : MATRICE DES RISQUES QUI PÈSENT SUR LE SCÉNARIO DE STABILITÉ DES TAUX AU T4-21

Nous mettons en avant plusieurs facteurs de risque qui pourraient remettre en cause notre scénario AGR 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 / RÉALISATION PARTIELLE DES TIRAGES EXTÉRIEURS	Recours intensif au marché intérieur en l'absence de la concrétisation des tirages extérieurs de 41 MMDH prévus par la LF 2021 (15,3 MMDH à fin octobre)	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.	Eventuel assouplissement de la politique monétaire pour soutenir l'économie. Eventuelle baisse du Taux Directeur.	Baisse du segment CMT de la courbe et transmission vers les Taux LT. 	 Faible Elevé
DÉPASSEMENT DES PRÉVISIONS DES RECETTES DE PRIVATISATION	Amélioration des recettes de l'État et du déficit. Ces opérations, estimées à 4 MMDH par la LF21, ont atteint 5,4 MMDH à fin octobre 2021.	Baisse 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

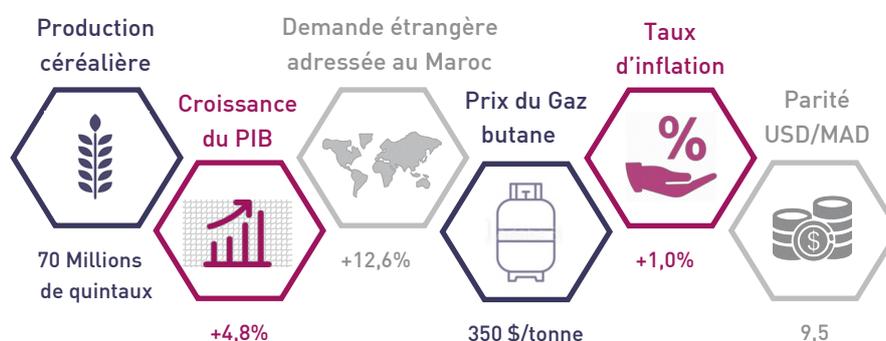


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2021 comparativement à la LFR 2020

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%	
Maitrise 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'État 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'État.
	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 Iraqi
+212 5 29 03 68 01
m.iraqi@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'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, repouser une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.