

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | FÉVRIER 2022

## TRÉSOR : UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE QUI **RÉSISTE** FACE À LA **CHARGE** DE COMPENSATION

- 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

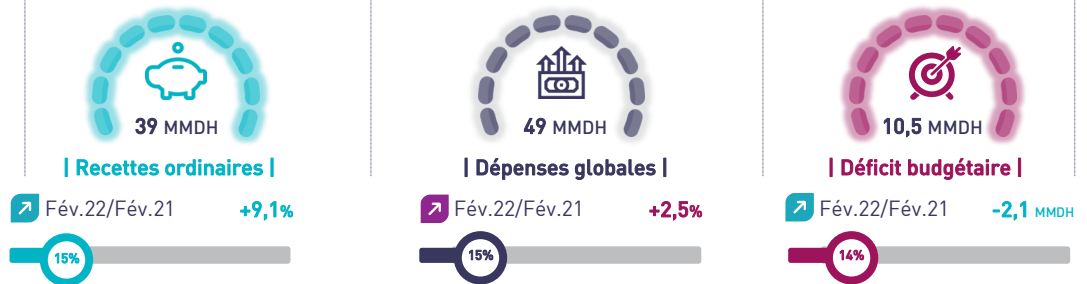


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

15 MARS  
2022

## TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2022 | À FIN FÉVRIER 2022 |



## VUE D'ENSEMBLE : AMÉLIORATION DU DÉFICIT MALGRÉ LA HAUSSE DES COURS DU GAZ

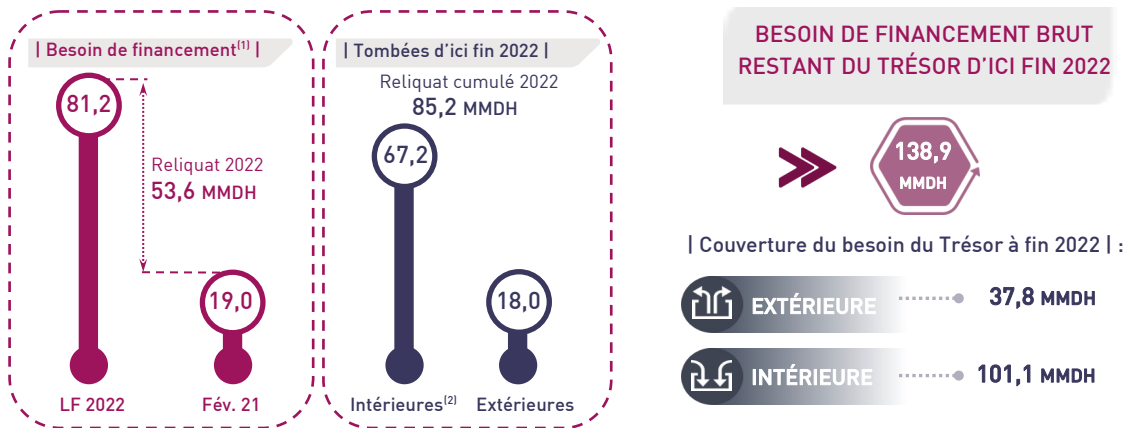
A fin février, la charge de compensation a augmenté de plus de 80% en marge de la hausse du cours du gaz butane à l'international. Celui-ci est passé d'une moyenne de 539 \$/T à fin février 2021 à plus de 856 \$/T à fin février 2022. Pour rappel, la subvention du gaz représente 70% de la charge de compensation totale.

Malgré cette envolée des prix d'approvisionnement en gaz, l'État arrive à maîtriser son déficit budgétaire. Ce dernier ressort ainsi à 10,5 MMDH à fin février 2022, en allègement de 2,1 MMDH par rapport à l'année précédente.

À l'origine, une amélioration importante des recettes du Trésor par rapport aux dépenses. Il s'agit de la hausse des impôts indirects, qui contribue à hauteur de 69% à la reprise des recettes de l'État. La TIC et la TVA ont été soutenues par la reprise des importations et le rebond de la consommation intérieure. Par conséquent, les recettes ordinaires se sont améliorées de +9,1% à 38,9 MMDH sur la même période.

Le besoin de financement s'est creusé à 19,0 MMDH, soit de -5,6 MMDH à fin février 2022, en raison de la réduction du stock des opérations en instance de 8,5 MMDH.

## BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN EN LÉGÈRE BAISSÉ, SANS PRESSIONS SUR LES TAUX



## 10,1 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup> /MOIS

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

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2022 devrait s'établir à 138,9 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2022 à 53,6 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2022 de 85,2 MMDH, dont 67,2 MMDH sur le marché intérieur et 18,0 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2022, l'argentier de l'État devrait couvrir 37,8 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur, soit une part de 27%. Le reliquat de 101,1 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois s'élève à 10,1 MMDH. Selon nous, ce niveau ne devrait pas exercer de pressions significatives sur la courbe des taux primaires.

## AVIS D'EXPERT

A fin février 2022, le besoin de financement du Trésor a été couvert à hauteur de 95% par le recours au marché intérieur. La maîtrise du déficit budgétaire sous l'effet de l'amélioration des recettes de l'État et de la rationalisation des investissements, conjuguée à la situation excédentaire de la trésorerie de l'État ont contribué à contenir les pressions haussières sur les Taux durant le T1-22.

Selon les projections de la LF 2022, les financements extérieurs devraient couvrir près de 30% du besoin de financement net du Trésor en 2022 qui s'élève à 72,6 MMDH. En l'absence d'une nouvelle levée à l'international, le taux d'exécution des tirages extérieurs s'élève à seulement 6% en février 2022. Ces levées sont estimées à 40,0 MMDH par la LF 2022, quasiment au même niveau que celles prévues par la LF 2021.

Meryeme HADI

Associate

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

Lamyae OUDGHIRI

Manager

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

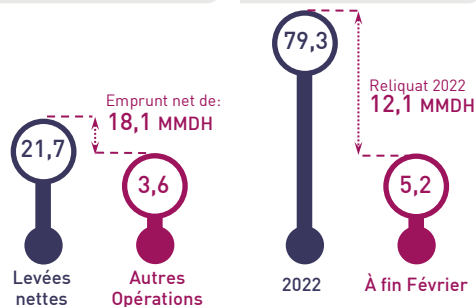


Attijari  
Global Research

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

### FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

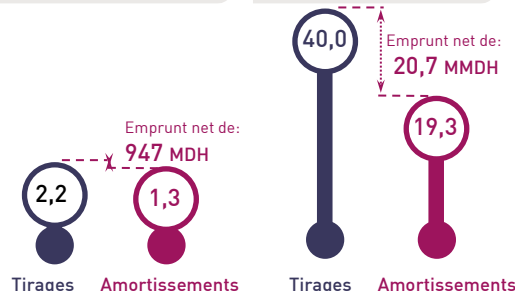
| À fin Février 2022 | | Tombées du Trésor<sup>(1)</sup> |



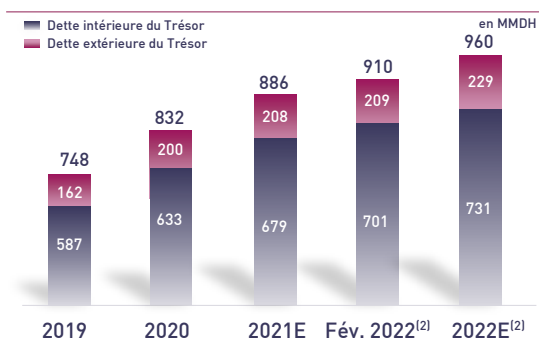
(1) Incluant les échanges de BDT

### FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

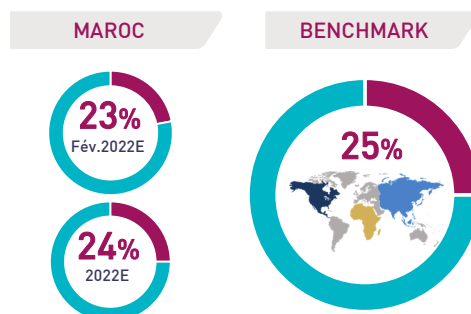
| À fin Février 2022 | | Prév. LF 2022 |



### ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



### POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



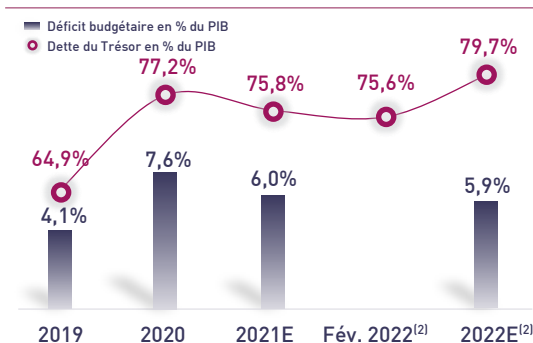
Tenant compte des niveaux historiquement importants du déficit budgétaire à plus de 72 MMDH en 2022E, 71 MMDH en 2021 et 83 MMDH en 2020, la dette du Trésor devrait poursuivre son trend haussier en 2022E pour atteindre 960 MMDH, contre 886 MMDH en 2021E. Plus en détails :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 731 MMDH en 2022E, en progression de +7,7% par rapport à son niveau observé à fin 2021E ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +9,9%, passant de 208 MMDH en 2021E à 229 MMDH en 2022E.

À fin février 2022E, la dette globale aurait atteint 910 MMDH. La composante intérieure s'estime à 701 MMDH contre 209 MMDH pour la composante extérieure.

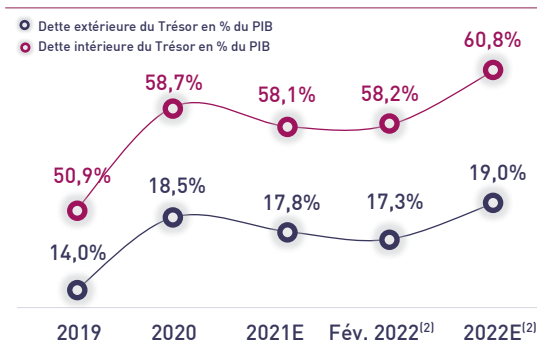
Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait se situer autour des 23% à fin février 2022E, et devrait évoluer vers les 24% à la fin d'année. Un niveau qui demeure moins élevé que son benchmark de référence, soit les 25%. Néanmoins, ce seuil demeure plus élevé comparativement à la moyenne observée durant la période pré-crise 2017-2019 de 21,4%.

### DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



(2) Estimations AGR

### ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Afin de financer son déficit croissant, l'État est amené à contracter de nouveaux emprunts venant alimenter le stock de dette du Trésor. Rapporté à un PIB en croissance de 2,9% en 2022E, l'endettement du Trésor devrait atteindre, selon nos estimations, 79,7% en 2022E. La composante intérieure est estimée à 60,8% et celle extérieure à 19,0%.

Le Trésor serait déjà endetté à hauteur de 75,6% du PIB à fin février 2022E. L'endettement intérieur devrait se situer à 58,2% du PIB en février 2022E et le taux d'endettement extérieur devrait s'alléger passant de 17,8% à fin 2021E à 17,3% en février 2022E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR





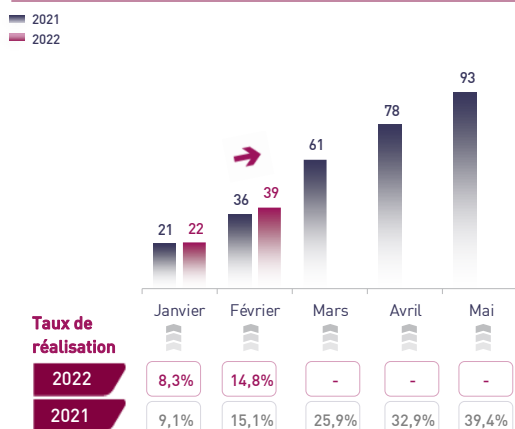
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN FÉVRIER 2022

## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN FÉVRIER 2022 |

EN MMDH	Fév. -21	TR Fév. -21	Fév. - 22	LF 2022	TR Fév. - 22
<b>Recettes fiscales</b>	33,0	16,9%	36,1	222,9	16,2%
Impôts directs (IS+IR)	11,8	14,7%	12,2	97,7	12,5%
Impôts indirects (TVA+TIC)	15,1	16,8%	17,3	98,2	17,6%
<b>Recettes non fiscales</b>	2,1	5,4%	2,2	35,9	6,2%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>35,7</b>	<b>15,1%</b>	<b>38,9</b>	<b>262,9</b>	<b>14,8%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	42,6	17,2%	47,3	262,1	18,0%
Dépenses de fonctionnement	35,8	17,4%	37,8	217,0	17,4%
Intérêt de la dette publique	3,9	13,9%	4,2	28,1	15,0%
Compensation	2,9	21,4%	5,3	17,0	31,0%
<b>Investissement</b>	15,3	22,5%	14,9	78,0	19,2%
<b>Dépenses globales</b>	<b>48,2</b>	<b>15,3%</b>	<b>49,5</b>	<b>335,6</b>	<b>14,7%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-12,6</b>	<b>17,7%</b>	<b>-10,5</b>	<b>-72,6</b>	<b>14,5%</b>

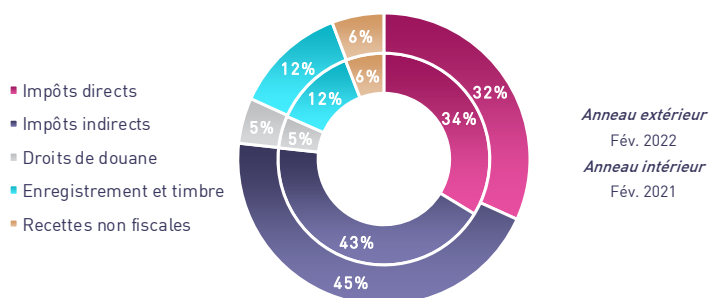
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



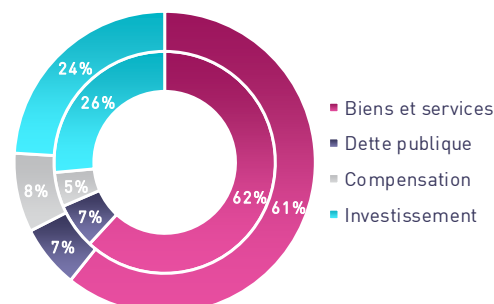
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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.

