

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | SEMESTRIEL Marché des Taux

VERS UNE POURSUITE DE LA HAUSSE DES TAUX EN 2022

- 04 | Une situation budgétaire toujours confortable au premier semestre 2022
- 06 | L'appétit des investisseurs pour les BDT poursuit sa tendance baissière
- 07 | Vers un revirement stratégique de la tendance baissière des Taux au Maroc
- 10 | Des perspectives haussières d'évolution des Taux durant le S2-22



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

Au terme du S1-22, la tendance haussière des Taux obligataires se confirme alors même que nous assistons à une maîtrise budgétaire appréciable des finances publiques au S1-22. Selon nous, cette tendance haussière des Taux reflèterait le relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs sous l'effet de trois facteurs :

- (1) Les anticipations haussières des investisseurs vis-à-vis du niveau d'inflation et de l'orientation monétaire de Bank Al-Maghrib durant le S2-22 *[Cf. Taux Directeur - Juin 2022]*. Rappelons que les principales banques centrales à l'international ont déjà débuté le relèvement de leur TD afin de lutter contre l'inflation ;
- (2) L'Argentier de l'État maintient un recours quasi-exclusif vers le marché intérieur de la dette publique dans un contexte où les conditions de financement à l'international s'avèrent moins favorables par rapport à la dernière sortie record de 2020 (soit de 3,0 MM\$) ;
- (3) La révision à la baisse de la croissance économique a réduit l'appétit des investisseurs vers le papier neuf du Trésor. À cause d'un double effet négatif sécheresse/inflation, la hausse du PIB en 2022E s'établirait autour des 1,0% selon les prévisions de BAM.

En 2022, les perspectives d'évolution des Taux demeurent tributaires de deux principaux paramètres. D'une part, l'orientation du déficit budgétaire face aux fortes pressions sur la charge de compensation. D'autre part, le taux de concrétisation des sorties à l'international telles que prévues dans la LF-22 *[Cf. Budget focus - Juin 2022]*.

Tenant compte des anticipations inflationnistes des investisseurs et de l'augmentation de la probabilité d'un relèvement du TD de Bank Al-Maghrib durant le S2-22, nous nous attendons à une poursuite des pressions haussières sur la courbe des Taux au Maroc d'ici la fin de l'année 2022.

Lamyae Oudghiri

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

Meryeme Hadi

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

SOMMAIRE

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE TOUJOURS CONFORTABLE AU PREMIER SEMESTRE 2022

Amélioration du budget de l'état au S1-22 malgré le renchérissement des prix des matières premières...
... se reflétant à travers les niveaux de placement de l'argentier du Royaume

EN L'ABSENCE DE SORTIE À L'INTERNATIONAL, LE RECOURS AU MARCHÉ DOMESTIQUE SE POURSUIT

Une Offre en BDT en baisse grâce à la maîtrise du besoin de financement du Trésor
Une politique d'émission en BDT axée sur le segment CMT de la courbe obligataire

L'APPÉTIT DES INVESTISSEURS POUR LES BDT POURSUIT SA TENDANCE BAISSIÈRE

Un repli sensible de la Demande des investisseurs en BDT au S1-22...
...justifié selon nous, par trois principaux facteurs

VERS UN REVIREMENT STRATÉGIQUE DE LA TENDANCE BAISSIÈRE DES TAUX AU MAROC

Face au repli de la Demande en BDT, les Taux se sont orientés à la hausse ...
...en dépit du maintien du Taux Directeur à 1,5%

UN MOUVEMENT HAUSSIER EN LIGNE AVEC LA TENDANCE À L'INTERNATIONAL

Une hausse des Taux généralisée alimentée par les relèvements des TD à l'international

EN DÉPIT DES PRESSIONS SUR LES DÉPENSES, LE DÉFICIT DEVRAIT RESTER MAÎTRISABLE EN 2022

Une politique d'émission face à deux principaux challenges en 2022
Face à la hausse des dépenses, le Trésor disposerait de deux leviers au niveau de son budget

DES PERSPECTIVES HAUSSIÈRES D'ÉVOLUTION DES TAUX DURANT LE S2-22

Le recours au marché intérieur tributaire de la politique de financement extérieur
Les conditions de financement à l'international du Royaume demeurent un facteur d'assurance

AGR : MATRICE DES RISQUES DE NOTRE SCÉNARIO CENTRAL AGR

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE TOUJOURS CONFORTABLE AU PREMIER SEMESTRE 2022

Amélioration du budget de l'État au S1-22 malgré le renchérissement des prix des matières premières...

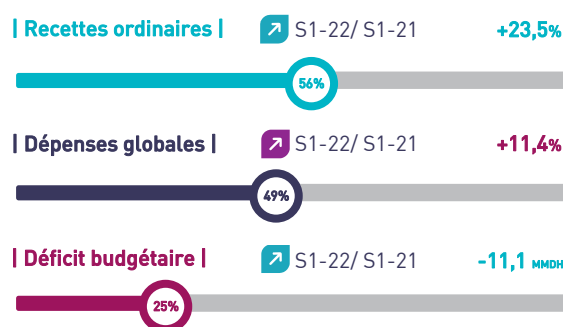
Les comptes publics de l'État demeurent confortables au S1-22. Le déficit budgétaire s'est établi à 18,3 MMDH à fin juin 2022, en hausse de +11,1 MMDH en glissement annuel. Cette évolution s'est opérée en dépit d'une nette augmentation des dépenses de l'État dans un contexte inflationniste. À l'origine, le comportement favorable des recettes fiscales durant ce premier semestre. Plus en détails :

- À l'analyse des deux premiers acomptes en 2022, les recettes IS ont été portées par les secteurs des Phosphates, du Ciment et des Finances. Les recettes fiscales ont ainsi enregistré une progression de +23,5 MMDH (soit +22%) en une année, atteignant 131,5 MMDH au S1-22 ;
- L'envolée des dépenses de compensation a creusé les dépenses globales de l'État à plus de 165 MMDH, soit +11,4%. À l'origine, le renchérissement du cours du gaz butane de plus de 60% en une année, passant de 530 \$/T à 861 \$/T à fin juin 2022. La charge de compensation affiche ainsi un taux de réalisation très élevé de 124% à 21 MMDH.

TRÉSOR: CHARGES ET RESSOURCES AU S1-22

	S1-21	S1-22	LF-22	
Recettes ordinaires	119,4	147,4	262,9	↗ +11%
Dépenses ordinaires	127,9	147,1	262,1	↗ +6%
Dépenses globales	148,7	165,7	335,6	↗ +9%
Déficit budgétaire	-29,3	-18,3	-72,6	↗ +1,5 MMDH

LF-22: TAUX DE RÉALISATION AU S1-22

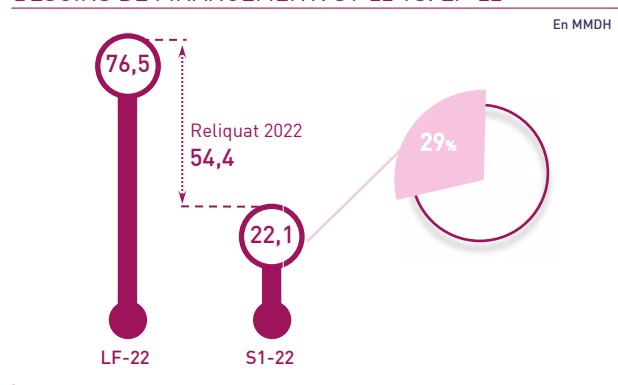


... se reflétant à travers les niveaux de placement de l'argentier du Royaume

À l'issue du premier semestre 2022, le Trésor est arrivé à contenir son besoin de financement à 22,1 MMDH grâce à l'amélioration des recettes fiscales de l'État et la maîtrise du niveau des arriérés du Trésor à 3,8 MMDH au S1-22. Il s'agit d'un taux de réalisation de 29% par rapport aux prévisions de la LF-22 et ce, face à un besoin de financement global en 2022 de 76,5 MMDH [Cf. Budget Focus - Juin 2022]. Par conséquent, le reliquat des besoins de financement du Trésor durant le reste de l'année demeure important avoisinant les 55 MMDH.

Le bon comportement des finances publiques continue de se refléter positivement sur la trésorerie de l'argentier du Royaume. Celle-ci affiche une situation excédentaire au terme du S1-22, en attestent les niveaux de ses placements sur le marché monétaire. Ces derniers demeurent proches de la moyenne observée durant l'année 2021, soit de 9,8 MMDH. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension sur le marché monétaire ressort à 9,6 MMDH en moyenne quotidienne durant la période étudiée, en léger recul de -1,5 MMDH comparativement au S1-21 et en nette amélioration de +2,5 MMDH par rapport au S1-19.

BESOINS DE FINANCEMENT: S1-22 VS. LF-22



TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



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

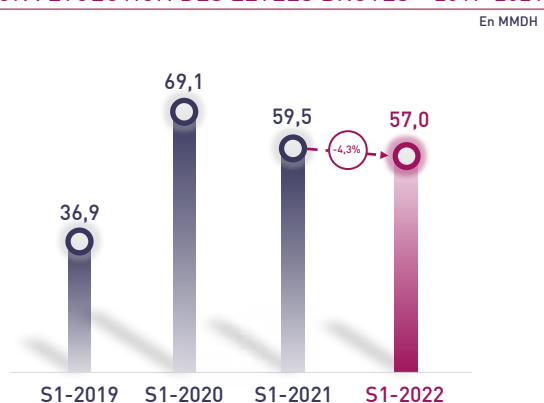
EN L'ABSENCE DE SORTIE À L'INTERNATIONAL, LE RECOURS AU MARCHÉ DOMESTIQUE SE POURSUIT

Une Offre en BDT en baisse grâce à la maîtrise du besoin de financement du Trésor

La situation confortable des finances publiques se reflète clairement sur la stratégie d'émission du Trésor en BDT. En effet, l'amélioration du déficit budgétaire conjuguée à la maîtrise du besoin de financement ont permis de contenir l'Offre en BDT sur le marché primaire de la dette publique de l'État. En dépit d'un recours quasi-exclusif au marché intérieur au S1-22, les levées brutes⁽¹⁾ du Trésor sur le marché des adjudications ont affiché un repli de -4,3% au S1-22 par rapport à la même période de l'année précédente, à près de 57,0 MMDH.

Cette évolution est encore plus prononcée au niveau des levées nettes⁽²⁾ du Trésor durant ce premier semestre 2022. Ces dernières ressortent à 16,0 MMDH au S1-22 contre 22,7 MMDH au terme de la même période de l'année précédente, soit un recul significatif de -29,7%. À l'origine, des tombées en capital et en intérêt plus importantes sur ce premier semestre. Pour rappel, celles-ci sont passées de 36,8 MMDH à 41,0 MMDH durant la période étudiée, soit une hausse de +11,4%.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES⁽¹⁾ 2017-2021



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾

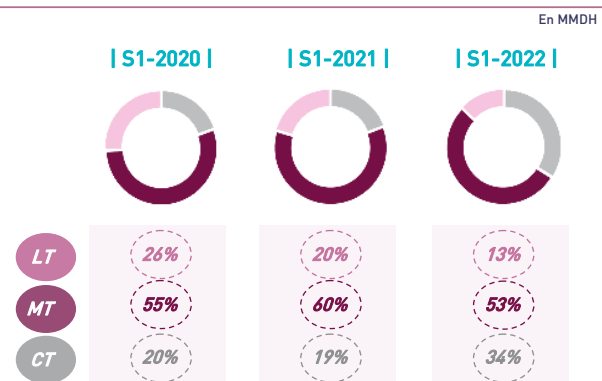


Une politique d'émission en BDT axée sur le segment CMT de la courbe obligataire

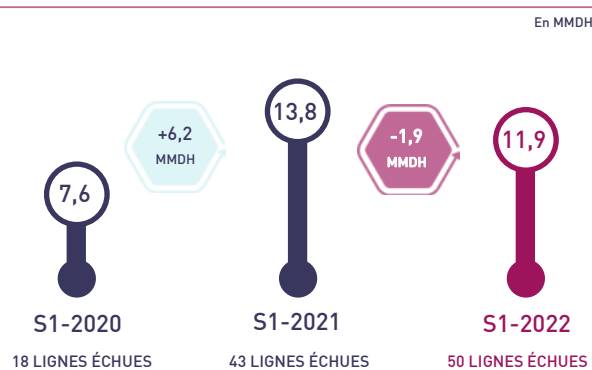
À l'instar des deux dernières années, la politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prédominance des levées sur le segment CMT de la courbe. Cette tendance s'est davantage accentuée durant le S1-22. Le poids des souscriptions du Trésor sur ces deux tranches de maturités ressort à 87% au S1-22. À l'opposé, la part des maturités longues a baissé de 7 pts pour la 2^{ème} année consécutive, passant de 26% au S1-20 à 20% au S1-21 et à 13% au S1-22. Selon nous, ces orientations révèlent deux principaux constats :

- (1) La réduction des opérations d'échanges de BDT au S1-22 a ralenti le processus de réajustement du profil de la dette du Trésor et le lissage de ses tombées à CT. Ces opérations ont reculé de 1,9 MMDH, passant de 13,8 MMDH au S1-21 à environ 12 MMDH au S1-22 ;
- (2) Dans un contexte économique difficile marqué par le manque de visibilité et l'aversion au risque, les investisseurs ont tendance à relever leurs exigences de rémunération sur le LT. Dans ces conditions, le Trésor aurait évité de marquer à la hausse ses Taux de rendement sur les maturités longues.

TRÉSOR : VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



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.

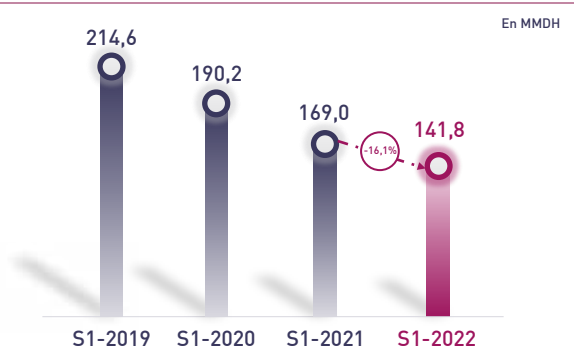
L'APPÉTIT DES INVESTISSEURS POUR LES BDT POURSUIT SA TENDANCE BAISSIÈRE

Un repli sensible de la Demande des investisseurs en BDT au S1-22...

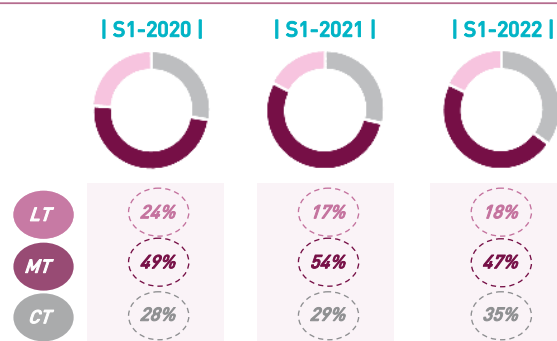
Après avoir enregistré un repli de -11,1% au S1-21, la Demande des investisseurs en BDT a nettement reculé de -16,1% au terme du S1-22, passant de 169,0 MMDH à 141,8 MMDH sur cette période. L'appétit des investisseurs pour les BDT poursuit sa tendance baissière initiée depuis 2019 en marge des anticipations de normalisation des Taux à MT.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs au S1-22, nous relevons un intérêt envers les maturités CMT dont le poids ressort à 82% contre 76% au S1-20. Le poids des maturités longues se maintient à des niveaux faibles autour des 18% sur la même période.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2019-2022



TRÉSOR : VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ

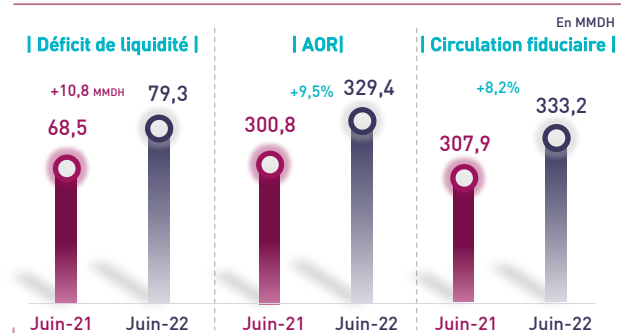


...justifié selon nous, par trois principaux facteurs

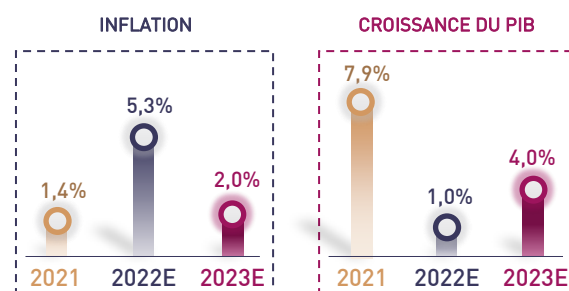
L'affaiblissement relatif de la Demande en BDT et son orientation vers le CMT s'expliqueraient par :

- (1) La hausse de la circulation fiduciaire, se reflétant à travers le creusement du déficit de liquidité bancaire de +15,8% passant de 68,5 MMDH au S1-21 à 79,3 MMDH au S1-22. À noter que les banques et les institutionnels s'accaparent une part importante de la Demande en BDT sur le marché des adjudications ;
- (2) Les anticipations inflationnistes des investisseurs au Maroc réduisent leur appétit envers les BDT, principalement le segment LT. À cet effet, l'Actif sous gestion obligatoire des OPCVM a reculé de -4,7% au S1-22 ;
- (3) La multiplication des opérations de financements innovants depuis 2021 aurait induit selon nous un effet d'éviction de la Demande des institutionnels au profit de ces nouveaux placements plus rémunérateurs.

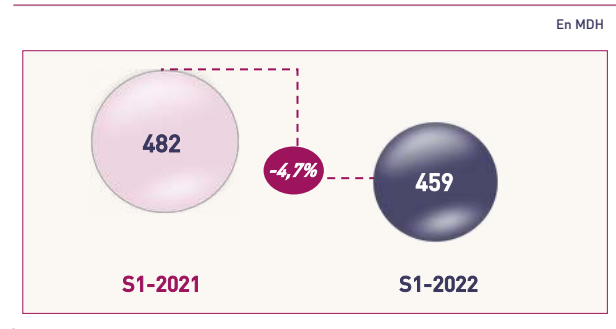
MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



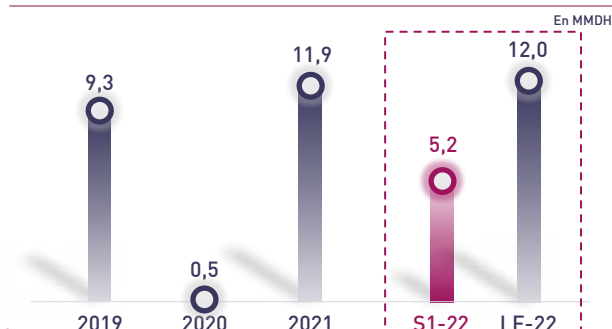
MAROC : PRÉVISIONS INFLATION VS CROISSANCE



ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2019



Sources : Ministère des finances, Salle des marchés AWB, BAM, HCP, AMMC, Calculs & Analyse AGR

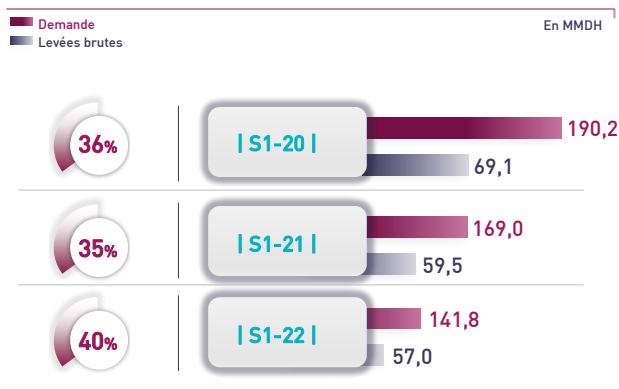
VERS UN REVIREMENT STRATÉGIQUE DE LA TENDANCE BAISSIÈRE DES TAUX AU MAROC

Face au repli de la Demande en BDT, les Taux se sont orientés à la hausse ...

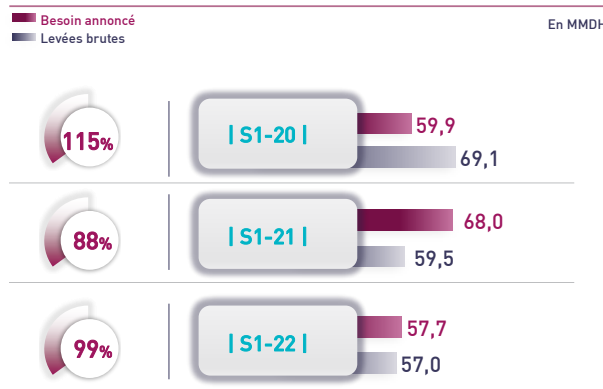
Tenant compte du recul plus important de la Demande des investisseurs sur le marché obligataire par rapport à l'Offre de Trésor en BDT au cours du S1-22, les Taux obligataires se sont orientés globalement à la hausse durant cette période. Cette tendance résulte principalement des deux principaux facteurs Offre/Demande en BDT. Il s'agit :

- De la maîtrise de l'Offre de Trésor en BDT à travers des souscriptions de 57,0 MMDH, en légère baisse par rapport au S1-21. Le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor ressort à 99% contre 88% durant la période étudiée. Néanmoins, ce niveau est à relativiser. Alors que le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor avait atteint 121% au cours du T1-22, le recours au marché primaire s'est nettement atténué au T2-22 à 22,2 MMDH, soit un taux de réalisation de 77% ;
- D'une évolution moins soutenue de la Demande des investisseurs en BDT au S1-22. Cette configuration s'est traduite par une hausse du taux moyen de satisfaction de 5 pts, passant de 35,2% au S1-21 à 40,2% au S1-22. Cette orientation a induit un relèvement des exigences de rémunération des opérateurs locaux envers les BDT.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS

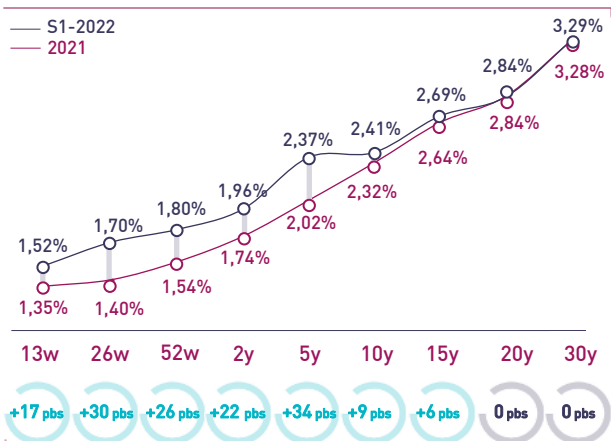


...en dépit du maintien du Taux Directeur à 1,5%

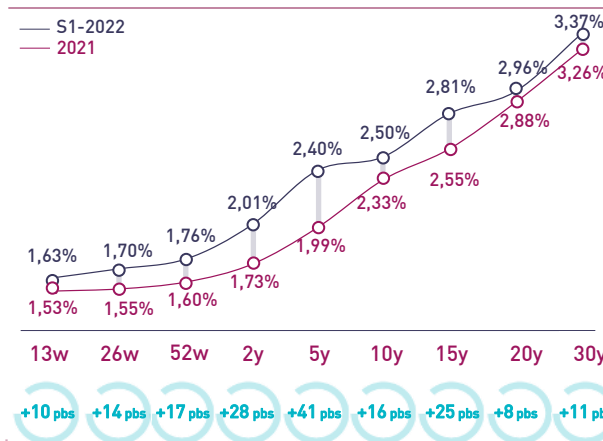
Le repli de la Demande a entraîné un relèvement technique des rentabilités exigées par les investisseurs confirmant leurs anticipations inflationnistes. Nous avons assisté à une orientation haussière des Taux et ce, en dépit du maintien du Taux Directeur de Bank Al-Maghrib inchangé à 1,5%. Cette nouvelle évolution marque un revirement stratégique de la tendance baissière des Taux au Maroc entamée depuis 2012 dans un contexte inédit de Taux réels négatifs. Ces derniers sont la résultante d'une inflation élevée de 7,2% en juin 2022, soit un plus haut depuis près de 27 ans.

- **Courbe primaire** : La tranche de maturité CMT a connu des hausses allant jusqu'à 34 PBS. Les hausses pour les maturités du segment LT n'ont pas dépassé les 9 PBS ;
- **Courbe secondaire** : Les maturités courtes et moyennes ont connu des hausses au S1-22 variant entre 10 PBS et 41 PBS. Concernant les maturités longues, leurs rendements ont connu des hausses moins importantes sur la même période de +15,0 PBS en moyenne.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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

UN MOUVEMENT HAUSSIER EN LIGNE AVEC LA TENDANCE À L'INTERNATIONAL

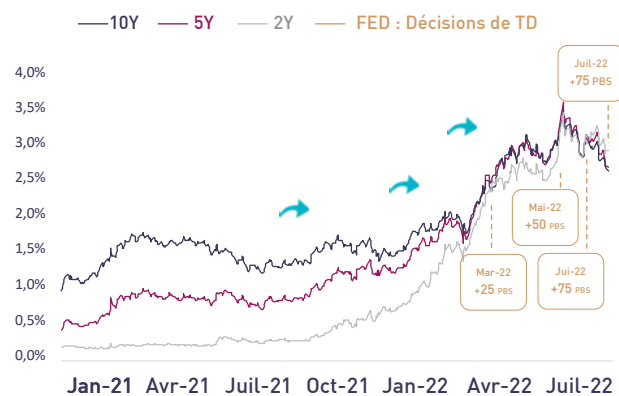
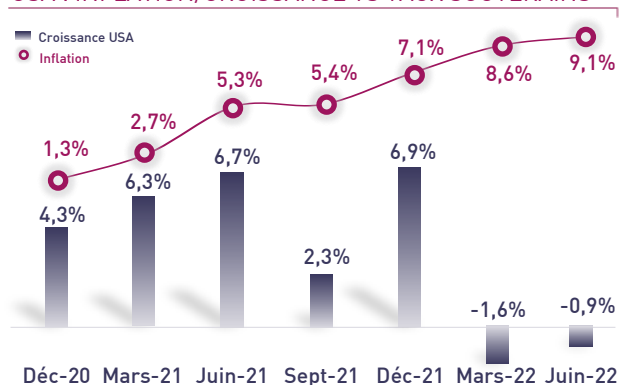
Force est de constater que la tendance actuelle de hausse des Taux au Maroc est en ligne avec l'orientation des Taux souverains obligataires observée à l'échelle internationale.

Une hausse des Taux généralisée alimentée par les relèvements des Taux Directeurs à l'international

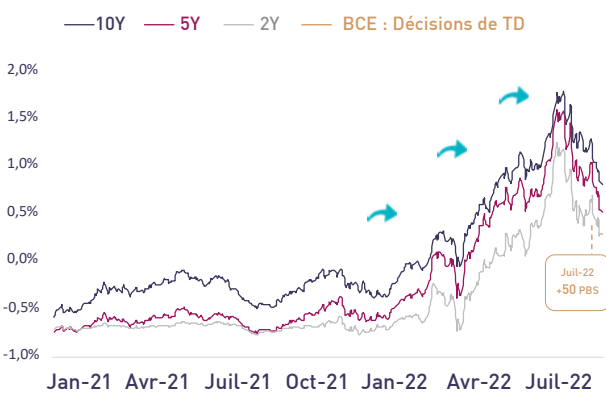
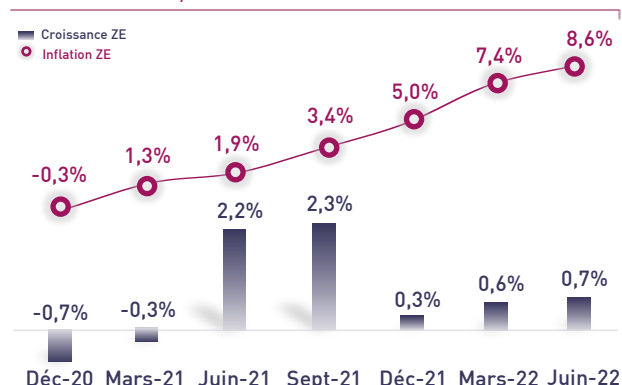
La reprise de la Demande mondiale post-crise Covid-19 ainsi que la persistance des perturbations logistiques ont induit des tensions inflationnistes visibles en 2021. L'éclatement du conflit Russo-Ukrainien a exacerbé les pressions sur les prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires. Ainsi, l'inflation a atteint des records en Zone Euro et aux États-Unis à 8,6% et 9,1% au S1-22 respectivement. Face à cette situation, les Taux 10 ans se sont appréciés de 90 PBS et 97 PBS respectivement en ZE et aux Etats-Unis en 2022.

Cette tendance haussière s'est nettement accélérée suite aux rehaussements successifs du TD de la FED de 225 PBS en 2022 à 4 reprises pour le porter 2,50% actuellement et au relèvement du TD de la BCE de 50 PBS en juillet 2022.

USA : INFLATION/CROISSANCE VS TAUX SOUVERAINS

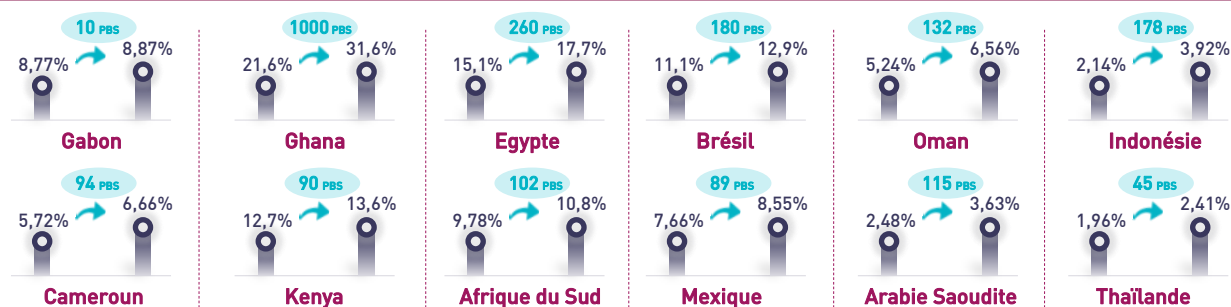


ZE : INFLATION/CROISSANCE VS TAUX SOUVERAINS



En cohérence avec la hausse des Taux observée au sein des pays développés, les rendements obligataires accusent une nette pression au sein des pays émergents et en voie de développement. En dépit du maintien d'une politique monétaire accommodante au Maroc, à Oman, en Thaïlande ou encore en Indonésie, ces pays ont connu des hausses significatives de leur Taux 10 ans variant entre [45 PBS; 178 PBS] depuis le début de l'année 2022.

BENCHMARK À L'INTERNATIONAL: ÉVOLUTION DES TAUX 10 ANS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE 2022



Sources : Bloomberg, BCE, FED, Calculs & Analyse AGR

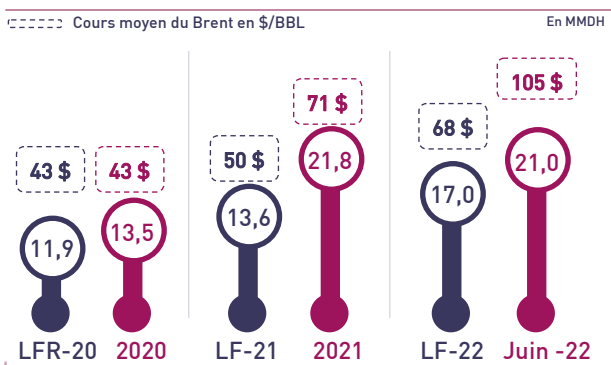
EN DÉPIT DES PRESSIONS SUR LES DÉPENSES, LE DÉFICIT DEVRAIT RESTER MAÎTRISABLE EN 2022

Une politique d'émission face à deux principaux challenges en 2022

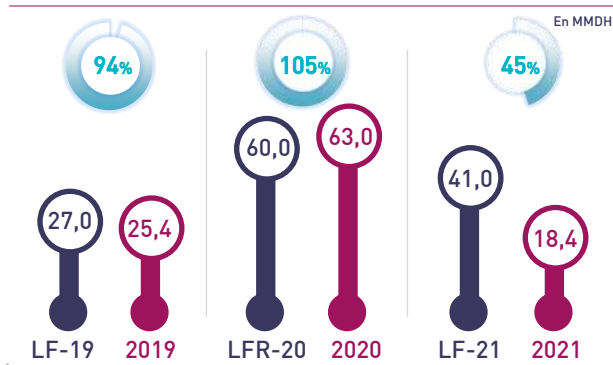
En marge de l'accélération des tensions inflationnistes, certaines hypothèses de construction de la LF-22 ne semblent plus d'actualité. Ainsi, l'orientation future du Trésor sur le marché intérieur fait face à deux principaux challenges :

- (1) **Augmentation des pressions sur le budget de l'État** : Il s'agit principalement des dépenses de compensation. Selon les projections de la LF-22, la charge de compensation s'établirait à 17 MMDH en 2022E. Toutefois, cette charge a dépassé les 20 MMDH au S1-22. À noter que les hypothèses retenues par la LF-22 pour les cours du Brent et du Gaz sont de 68 \$/bbl et 450 \$/T contre des moyennes à fin juin 2022 de 105 \$/bbl et de 860 \$/T respectivement ;
- (2) **Décisions relatives aux sources de financement** : Après avoir réalisé des financements extérieurs de plus de 60 MMDH en 2020 suite essentiellement à deux levées à l'international (40 MMDH), le Trésor n'a pas effectué depuis, de nouvelles levées importantes en devise. À noter que la LF-22 estime les financements extérieurs autour des 40 MMDH en 2022E.

CHARGE DE COMPENSATION (MMDH) VS. BRENT (\$/BBL)



RÉALISATION DES FINANCEMENTS EXTÉRIEURS



Face à la hausse des dépenses, le Trésor disposerait de deux leviers au niveau de son budget

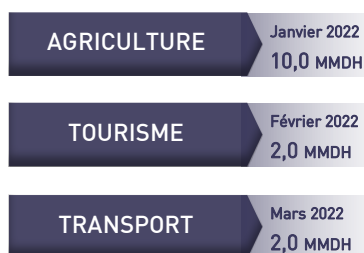
Tenant compte de la forte augmentation de la charge de compensation et des subventions additionnelles aux secteurs du transport et du tourisme, les dépenses ordinaires devraient emprunter une tendance haussière en 2022E. Selon nous, celles-ci pourraient avoisiner les 280 MMDH, soit un surcoût de 17 MMDH par rapport à la LF-22.

A cet effet et tirant profit de l'amélioration significative des recettes fiscales, l'État a ouvert des crédits supplémentaires de 16 MMDH en juin dernier au profit des charges de fonctionnement afin de poursuivre ses subventions. Dans le cas d'un surcoût additionnel au niveau de la caisse de compensation, l'État pourrait activer deux leviers :

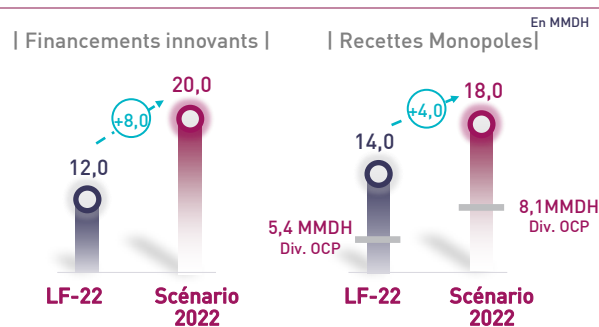
- **Au niveau des recettes** : Le Trésor peut développer davantage les instruments innovants. Ces derniers ont permis de dégager 12 MMDH en 2021, en ligne avec les prévisions de la LF-21. En 2022E, ces mécanismes pourraient dégager plus de 20 MMDH contre 12 MMDH prévus par la LF-22 ;
- **Au niveau des dépenses** : Conformément aux dispositions de la LF-22, l'État a la possibilité de geler près de 14% du budget des dépenses d'investissement, soit une économie potentielle autour de 15 MMDH.

Au final, nous restons convaincus quant à la capacité du Trésor à maîtriser son déficit budgétaire en 2022E en dessous des 6,0% du PIB. A ce stade, rappelons que le ministère de l'économie et des finances a revu ses prévisions de déficit et de croissance pour l'année en cours compte tenu des récentes évolutions à 5,3% du PIB et 1,5% respectivement.

PLANS D'URGENCE SECTORIELS ANNONCÉS AU S1-22



LEVIERS D'ACTION DU TRÉSOR SUR LE BUDGET



Sources : Ministère des finances, Bloomberg, Calculs & Analyse AGR

DES PERSPECTIVES HAUSSIÈRES D'ÉVOLUTION DES TAUX DURANT LE S2-22

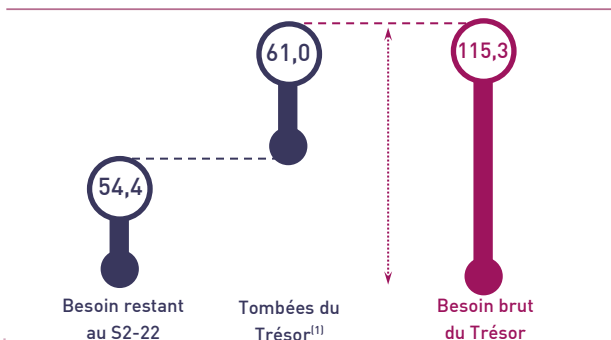
Le recours au marché intérieur tributaire de la politique de financement extérieur

Sur la base des prévisions du besoin du Trésor par la LF-22 et du niveau de ses tombées estimées à 61,0 MMDH durant le reste de l'année 2022, nous estimons que le besoin de financement brut moyen par mois s'établirait à 13,4 MMDH au 2^{ème} semestre 2022 [Cf. *Budget Focus - Juin 2022*]. Il s'agit d'un niveau relativement élevé qui devrait augmenter les pressions sur les Taux primaires.

Ce besoin tient compte de la concrétisation de la totalité des financements extérieurs fixés à 40 MMDH par la LF-22 et des recettes de privatisation estimées à 5 MMDH. À fin juin 2022, le Trésor n'a tiré que 5 MMDH à l'extérieur, soit un faible taux de réalisation de 13%. Selon la LF-22 et tenant compte d'un recours quasi-exclusif au marché intérieur, l'argentier de l'État couvrirait 30% de son besoin brut restant de l'extérieur contre 70% sur le marché domestique.

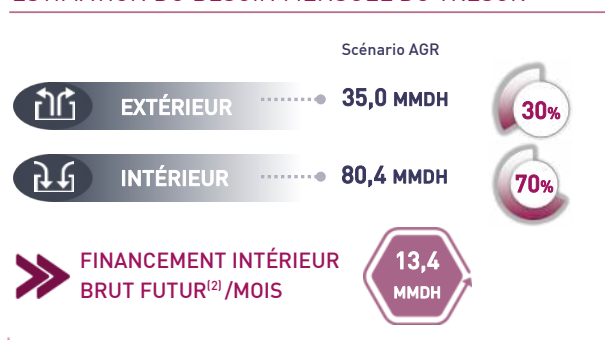
Selon le scénario AGR, les pressions haussières sur les courbes obligataires primaire et secondaire se poursuivraient d'ici la fin de l'année 2022.

BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À FIN 2022



(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

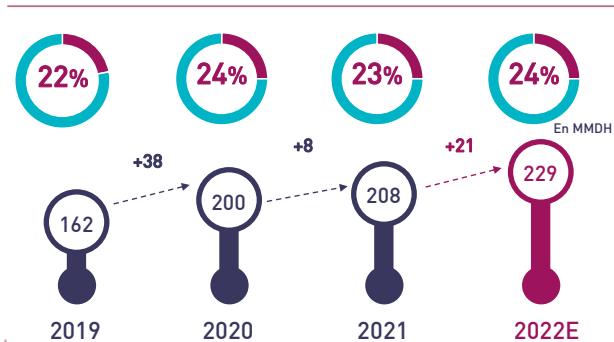
Les conditions de financement à l'international du Royaume demeurent un facteur d'assurance

En 2022, le durcissement monétaire de plusieurs grandes banques centrales à l'international (FED, BCE, BOE, BNS, ...) ont induit des tensions haussières sur les taux de financement des économies émergentes. Ainsi, la prime de risque exigée ressort à plus de 390 PBS en moyenne depuis le début de l'année 2022, en hausse de 22% par rapport à 2021.

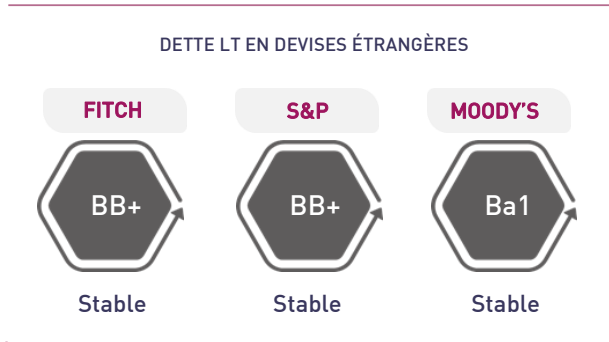
Néanmoins, nous demeurons confiants quant à la capacité du Maroc à réaliser de nouvelles sorties à l'international sans grandes difficultés et à des conditions de financement « correctes ». Le Royaume profite toujours d'une prime de risque relativement plus attractive par rapport aux pays émergents. Deux constats soutiennent notre scénario :

- (1) Des notations favorables de la dette souveraine avec des perspectives stables. Grâce aux derniers tirages (LPL, DTS) auprès du FMI, le Maroc a renforcé sa résilience face aux chocs extérieurs. Dans ces conditions, les réserves de change s'établissent à des plus hauts de 300 MMDH, soit aux environs de 6 mois d'importation de B&S ;
- (2) Une quote-part de la dette extérieure maîtrisée à 24% en 2022E selon nos estimations, soit un niveau cohérent avec le benchmark de référence du Trésor à l'international. Ce dernier se situe entre [25%-30%].

TRÉSOR : POIDS DE LA DETTE EXTÉRIEURE















MAROC : PRINCIPALES NOTATIONS DE LA DETTE LT



Sources : Ministère des finances, Bloomberg, Calculs & Analyse AGR

MATRICE DES RISQUES DU SCÉNARIO CENTRAL AGR

Ci-dessous une synthèse des principaux facteurs de risque pouvant induire une volatilité des Taux obligataires à CMT et remettre par conséquent, notre scénario central.

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-22 (soit 40 MMDH).	Retour agressif du Trésor sur le marché domestique.	Tension haussière sur la courbe des Taux avec un caractère non durable. 	 Faible Elevé
HAUSSE DES PRIX DES PRODUITS COMPENSÉS	Pression sur les charges de compensation (subvention du Gaz, Blé et Sucre), soit un creusement des besoins de financement du Trésor.	Hausse des besoins de financement du Trésor. Dérapage du déficit budgétaire au-delà de 6,0% en 2022E.	Baisse du segment CMT de la courbe et transmission vers les Taux LT. 	 Faible Elevé
DÉCALAGE DES PRIVATISATIONS	Pression sur les recettes de l'État et sur le déficit. Ces opérations devraient rapporter près de 5 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
CONCRÉTISATION PARTIELLE DES FINANCEMENTS INNOVANTS	Recours plus accentué au marché domestique. Les financements innovants prévus par la LF-22 à 12 MMDH, dont 5,2 MMDH réalisés au S1-22.	Retour accentué du Trésor sur le marché domestique.	Tension haussière sur la courbe des Taux. 	 Faible Elevé

Source : Calculs & Estimations AGR

ANNEXE : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE 2015-2021E

International	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Croissance mondiale	Variation annuelle	3,4%	3,3%	3,7%	3,6%	2,9%	-3,1%	+6,1%
Croissance zone euro	Variation annuelle	2,0%	1,9%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,4%	+5,3%
Demande étrangère adressée au Maroc	Variation annuelle	4,5%	3,3%	5,7%	2,4%	1,3%	-10,9%	10,0%
Avoirs officiels de réserves	Mois d'importations de B&S	6,7	6,4	5,6	5,4	6,9	7,1	5,6
Croissance économique	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Croissance nationale	Variation annuelle	4,5%	1,1%	4,2%	3,1%	2,9%	-7,2%	7,9%
Valeur ajoutée agricole	Variation annuelle	12,8%	-13,7%	15,2%	3,7%	-5,0%	-8,1%	17,8%
Valeur ajoutée non agricole	Variation annuelle	3,5%	2,1%	2,9%	2,9%	4,0%	-6,9%	6,6%
Demande	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Consommation des ménages	Variation annuelle	2,2%	3,7%	3,8%	3,4%	2,2%	-5,6%	8,2%
Consommation administrations publiques	Variation annuelle	2,4%	1,5%	2,1%	2,7%	4,8%	-0,5%	5,6%
Investissement	Variation annuelle	0,9%	8,7%	4,1%	5,8%	1,7%	-10,0%	9,3%
Importations B&S	Variation annuelle	-1,1%	14,5%	7,9%	7,4%	2,1%	-11,9%	11,8%
Exportations B&S	Variation annuelle	5,5%	6,0%	11,1%	6,0%	5,1%	-15,0%	8,7%
Endettement du Trésor	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Dette totale du Trésor	% du PIB	63,7%	64,9%	65,1%	65,2%	64,8%	76,4%	75,8%
Dette intérieure du Trésor	% du PIB	49,4%	50,8%	50,7%	51,8%	50,8%	58,1%	58,0%
Dette extérieure du Trésor	% du PIB	14,3%	14,1%	14,4%	13,4%	14,0%	18,3%	17,8%
Duration dette du Trésor	En années	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,4	-
Finances publiques	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Pression fiscale*	% du PIB	20,7%	20,9%	21,2%	21,2%	20,7%	20,4%	19,3%
Recettes ordinaires	% du PIB	23,6%	23,7%	24,0%	23,4%	23,8%	23,2%	20,6%
Recettes fiscales	% du PIB	20,7%	20,9%	21,2%	21,2%	20,7%	20,4%	17,0%
Dépenses ordinaires	% du PIB	22,6%	22,3%	21,7%	21,5%	21,8%	23,5%	21,5%
Dépenses d'investissement	% du PIB	5,9%	6,3%	6,3%	5,9%	6,3%	7,9%	5,9%
Déficit budgétaire	% du PIB	4,2%	-4,3%	-3,5%	-3,8%	-4,1%	-7,6%	-6,4%

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

ANNEXE : ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2022

HYPOTHÈSES DE CONSTRUCTION DU PLF 2022

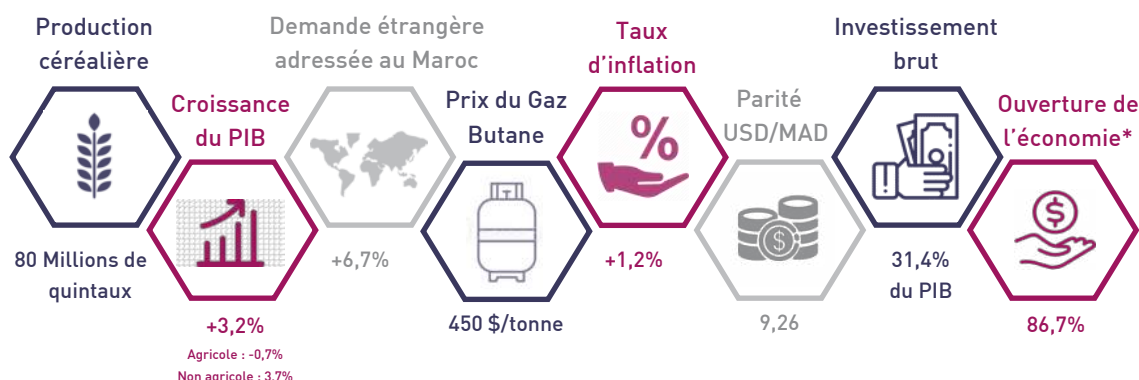


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2022 comparativement à la LF 2021

En MMDH sauf indication contraire

Objectifs	Rubrique	LF 2021	LF 2022	Variation	Mécanismes
Mobilisation des recettes	Recettes ordinaires	236,9	262,9	↗ +11%	⇒ Amélioration des recettes fiscales ; ⇒ Raffermissment IR/IS/TVA/TIC ⇒ Recours aux financements innovants : 12 MMDH ; ⇒ Poursuite des opérations de privatisation : 5 MMDH.
	Recettes fiscales	195,6	222,9	↗ +14%	
	Impôts directs	80,1	97,7	↗ +22%	
	Impôts indirects	90,0	98,2	↗ +9%	
	Recettes non fiscales	38,0	35,9	↘ -5%	
Maitrise des dépenses	Dépenses globales	308,0	335,6	↗ +9%	⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins nécessaires en matière de nouvelles créations pour garantir la qualité des services offerts ; ⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement de l'administration : énergies renouvelables et efficacité énergétique, réduction des déplacements... ; ⇒ Amélioration de la gestion des investissements : priorisation des projets en cours d'exécution, recours aux mécanismes de financement innovants et conditionnement des nouveaux projets par la régularisation de la situation réglementaire de leur foncier ;
	Dépenses ordinaires	246,9	262,1	↗ +6%	
	Dépenses de fonctionnement	205,7	217,0	↗ +5%	
	Intérêt de la dette publique	27,7	28,1	↗ +1%	
	Compensation	13,6	17,0	↗ +26%	
Investissement	68,1	78,0	↗ +15%		
Redressement de l'équilibre budgétaire	Déficit budgétaire	-71,1	-72,6	↗ +1,5 MMDH	⇒ Maintien de l'équilibre nécessaire entre le déploiement des priorités et la maîtrise des contraintes budgétaires, impactant négativement l'équilibre des finances publiques ; ⇒ Mobilisation des financements extérieurs.
	En % du PIB	7,6%	5,9%	↘ -170 PBS	
	Dette du Trésor	887,3	959,9	↗ +73 MMDH	
	En % du PIB	75,8%	80,6%	↗ +483 PBS	

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

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@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

Ulderich Djado
+237 681 77 89 40
u.djado@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman
+225 07 49 24 60 35
yves.angaman@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

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benromdhane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso
+237 651 23 51 15
f.dikosso@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@attijariwafa.com

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@attijariwafa.com

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

TUNISIE

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@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
+33 6 19 92 44 09
y.hansali@attijariwafa.net

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, reposter 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.

