

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | JUILLET 2022

## UN RECOURS PRONONCÉ AUX MÉCANISMES DES FINANCEMENTS INNOVANTS

- 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

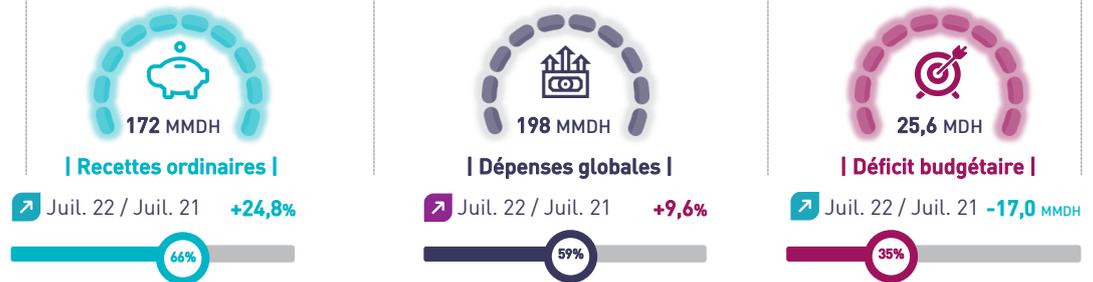


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

29 AOÛT  
2022

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



## VUE D'ENSEMBLE : UNE AMÉLIORATION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE GRÂCE AUX RECETTES FISCALES

À fin juillet, l'État affiche toujours une « bonne » maîtrise budgétaire à travers une amélioration de son déficit de 17 MMDH. À l'origine, une progression des recettes ordinaires de +25%. Plus en détails :

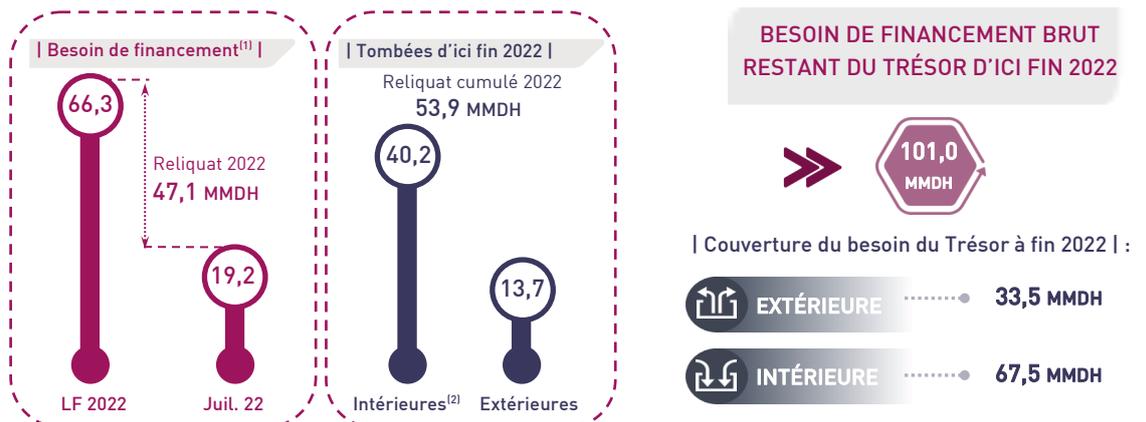
- 1) La performance positive des recettes IS qui affichent une progression de +52% grâce aux réalisations des secteurs Phosphate, Finance et Ciment ;
- 2) La bonne dynamique des financements innovants qui ont dépassé les 10 MMDH à fin juillet 2022, contre une prévision de la LF-22 de 12 MMDH ;
- 3) L'augmentation de la valeur des importations de 44%

au S1-22 tirant à la hausse la TVA de +33% (+7,9 MMDH) à fin juillet 2022.

Le rythme d'exécution des dépenses a progressé de +9,6%, en lien avec la hausse de la charge de compensation à plus de 26 MMDH, soit un taux de réalisation de 78% par rapport à la prévision actualisée de 33,8 MMDH.

Dans ces conditions, le besoin de financement du Trésor ressort à 19,2 MMDH à fin juillet 2022 contre 56,9 MMDH une année auparavant. Celui-ci a été satisfait à hauteur de 95% sur le marché domestique.

## BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN MOYEN DE FINANCEMENT INTÉRIEUR STABLE



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

## 13,5 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup> /MOIS

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

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2022 devrait s'établir à 101,0 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire et les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2022 à 47,1 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2022 de 53,9 MMDH, dont 40,2 MMDH sur le marché intérieur et 13,7 MMDH sur le marché extérieur.

Selon les estimations de la LF 2022, l'argentier de l'État devrait couvrir 33,5 MMDH de son besoin brut sur le marché extérieur. Le reliquat (67%) serait satisfait sur le marché domestique.

Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois s'inscrit en quasi-stagnation par rapport au mois précédent, soit à 13,5 MMDH. Il s'agit selon nous, d'un niveau toujours élevé qui pourrait maintenir les pressions haussières sur les taux obligataires à CT.

## AVIS D'EXPERT

*La multiplication des opérations de financements innovants depuis 2021 a permis à l'Etat d'augmenter ses ressources non fiscales dans un contexte marqué par une forte hausse de la charge de compensation.*

*Cette nouvelle orientation de l'Etat soutiendrait selon nous, les pressions haussières sur les Taux en 2022. À l'origine, un effet d'éviction de la Demande des institutionnels au profit de ces placements innovants plus rémunérateurs (Cf- Rapport Taux S1-22). À noter que la Demande en BDT accentue sa baisse à fin juillet 2022 en affichant un repli de -19% en glissement annuel.*

Meryeme HADI

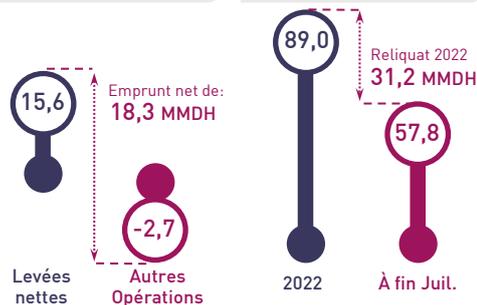
Associate  
 +212 529 03 68 19  
 m.hadi@attijari.ma

Lamyae OUDGHIRI

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

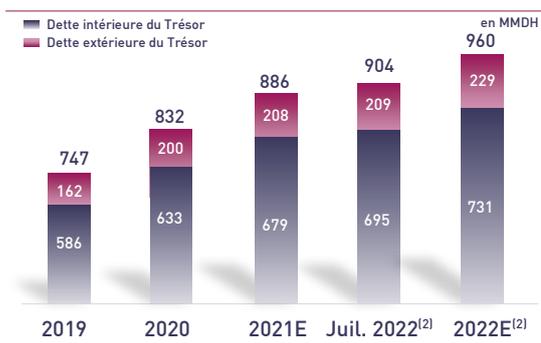
### FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

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



(1) Incluant les échanges de BDT

### ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR

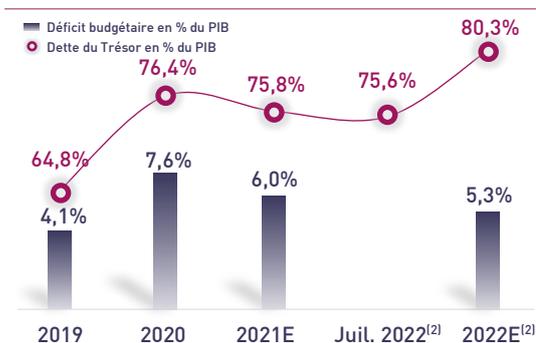


À la lumière des dernières évolutions des principaux postes budgétaires de l'État, nous restons convaincus quant à la capacité du Trésor à maîtriser son déficit budgétaire en 2022E en dessous des 6,0% du PIB. Dans ces conditions, la dette du Trésor atteindrait les 960 MMDH en 2022E, contre 886 MMDH en 2021E. Plus en détails :

(1) La dette intérieure devrait atteindre 731 MMDH en 2022E, en hausse de +7,7% par rapport à 2021E ;

(2) La dette extérieure devrait augmenter de +9,9%, passant de 208 MMDH en 2021E à 229 MMDH en 2022E.

### DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



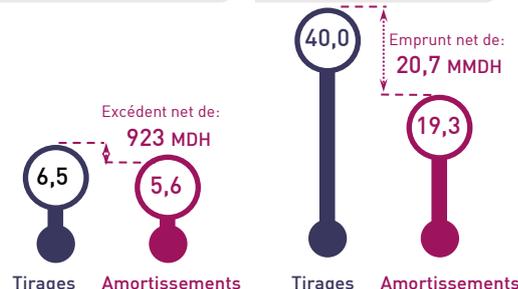
(2) Estimations AGR

Au vu des chiffres du S1-22 ainsi que des perspectives économiques, le Ministère de l'économie et des finances a revu ses prévisions de déficit budgétaire et de croissance pour l'année en cours à 5,3% du PIB et 1,5% respectivement.

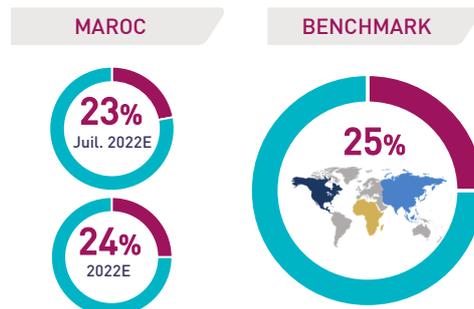
Dans ces conditions, l'endettement total du Trésor, rapporté au PIB, devrait dépasser, selon nos estimations, le seuil des 80% du PIB en 2022E. La composante intérieure est estimée à 61,2% et celle extérieure à 19,1%.

### FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Juillet 2022 | | Prévission LF 2022 |



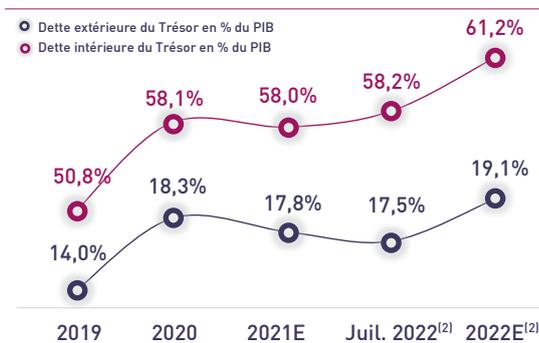
### POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



À fin juillet 2022, la dette globale s'établirait à 904 MMDH. La composante intérieure est estimée à 695 MMDH contre 209 MMDH pour la composante extérieure.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor demeure maîtrisé. Celui-ci continue d'évoluer autour des 23% à fin juillet 2022, en l'absence d'une sortie du Trésor à l'international. Il ne devrait pas dépasser les 24% à la fin de l'année 2022E, un niveau cohérent avec le benchmark de référence du Trésor à l'international, soit les 25%.

### ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le Trésor serait déjà endetté à hauteur de 75,6% du PIB à fin juillet 2022. L'endettement intérieur devrait se situer à 58,2% du PIB en juillet 2022, quasiment au même niveau que les deux années précédentes.

De son côté, le taux d'endettement extérieur devrait se situer autour de 17,5% sur la même période, en légère baisse par rapport à son niveau en 2021E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



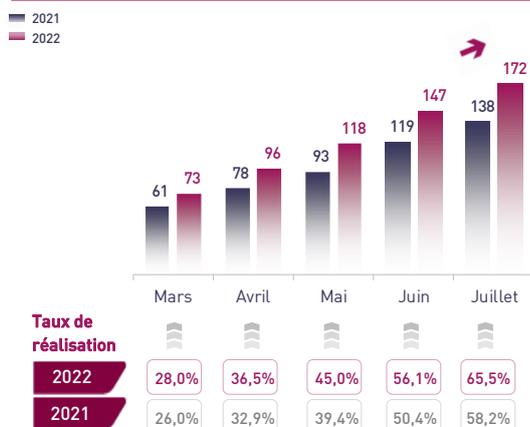
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN JUILLET 2022

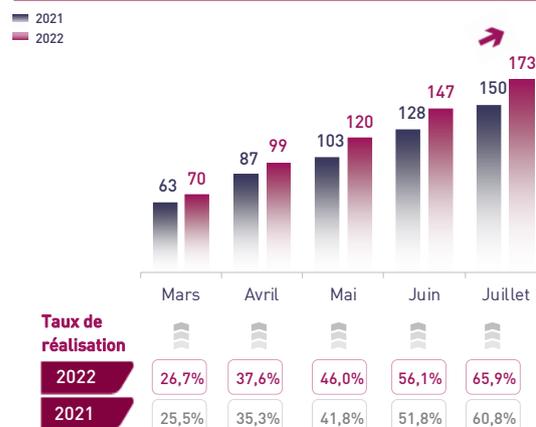
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN JUILLET 2022 |

EN MMDH	Juil. - 21	TR Juil. - 21	Juil. - 22	LF 2022	TR Juil. - 22
<b>Recettes fiscales</b>	124,9	63,9%	149,6	222,9	67,1%
Impôts directs (IS+IR)	53,4	66,6%	67,8	97,7	69,4%
Impôts indirects (TVA+TIC)	55,3	61,5%	62,6	98,2	63,7%
<b>Recettes non fiscales</b>	11,1	29,1%	20,5	35,9	57,1%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>138,0</b>	<b>58,2%</b>	<b>172,2</b>	<b>262,9</b>	<b>65,5%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	150,2	60,8%	172,8	262,1	65,9%
Dépenses de fonctionnement	119,8	58,3%	126,1	217,0	58,1%
Intérêt de la dette publique	19,5	70,3%	20,3	28,1	72,4%
Compensation	11,0	80,8%	26,3	17,0	154,6%
<b>Investissement</b>	39,4	57,8%	44,1	78,0	56,6%
<b>Dépenses globales</b>	<b>180,5</b>	<b>57,3%</b>	<b>197,8</b>	<b>335,6</b>	<b>59,0%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-42,6</b>	<b>59,8%</b>	<b>-25,6</b>	<b>-72,6</b>	<b>35,2%</b>

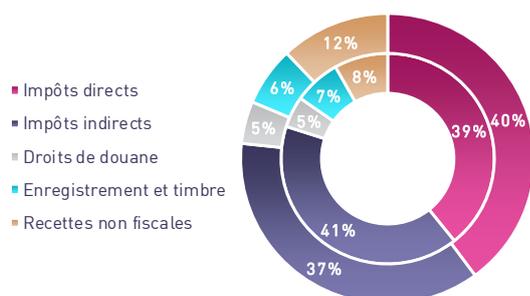
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



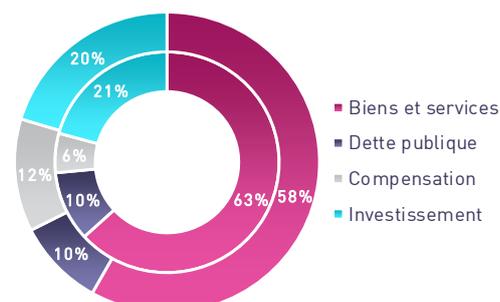
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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

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 29 03 68 17  
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 07 80 68 68  
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 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, 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.

