

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Marché des Taux

LE REVIREMENT VERS UNE TENDANCE HAUSSIÈRE DES TAUX SE CONFIRME

- 04 | Un contexte économique difficile ... contrastant avec la situation budgétaire
- 07 | Un affaiblissement de l'intérêt des acteurs locaux envers les BDT
- 08 | Le renversement de la tendance baissière des Taux au Maroc se poursuit
- 09 | Un impact visible du revirement monétaire de Bank Al-Maghrib



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

Au terme du T3-22, la tendance haussière des Taux obligataires semble s'accélérer sous l'effet de la montée des pressions inflationnistes. Le rythme de croissance de l'IPC est passé de 7,2% en juin 2022 à 8,3% à fin septembre 2022. Dans ce contexte, nous avons assisté à la poursuite des relèvements des exigences de rentabilité des investisseurs. Selon nous, le Trésor fait face à une problématique de Demande plutôt qu'aux tensions budgétaires.

Au T3-22, l'Offre du Trésor en BDT demeure maîtrisée à travers un repli des levées sur le marché des adjudications de -29%. Une situation justifiée par le niveau confortable des finances publiques durant la même période et ce, en dépit de la hausse des dépenses de compensation de l'État. Nous relevons une amélioration notable du déficit budgétaire conjuguée à un repli des besoins de financement du Trésor durant le T3-22.

Selon notre propre lecture du marché, nous pensons que l'évolution des Taux obligataires au Maroc à moyen terme devrait rester tributaire de plusieurs paramètres :

- (1) *La soutenabilité de l'orientation restrictive de la politique monétaire de BAM.* Après un premier relèvement du TD en septembre dernier de 50 PBS à 2%, nous pensons que la Banque Centrale poursuivrait son durcissement monétaire en décembre dans un contexte inflationniste au Maroc qui s'avère plus durable que prévu [Cf. [Taux Directeur - Septembre 2022](#)];
- (2) *La concrétisation des financements extérieurs prévus dans le cadre de la LF-22.* Compte tenu d'un environnement marqué par le durcissement des conditions de financement à l'échelle mondiale, une sortie à l'international nous semble un scénario peu plausible sur le CT. À noter que plusieurs leviers s'offrent au Trésor. Il s'agit du recours à la LPL (2MM\$), du tirage des DTS (1 MM\$) ou encore des levées externes en bilatéral auprès d'institutions internationales ;
- (3) *L'orientation des besoins de financement du Trésor à fin 2022.* Il est évident que la situation confortable des finances publiques à fin septembre 2022 ne refléterait pas, selon nous, la hausse attendue des besoins de financement intérieurs d'ici la fin de l'année 2022. Ces derniers ressortent à un niveau élevé de plus de 23 MMDH par mois [Cf. [Budget Focus - Octobre 2022](#)];
- (4) *La capacité du Trésor à attirer la Demande envers les BDT.* Face au manque d'attractivité des BDT dans un contexte où les Taux réels évoluent en territoire négatif, le Trésor s'oriente vers des émissions à Taux révisables ou encore à des adjudications par syndication auprès des IVT.

Tenant compte de notre scénario central d'une hausse du TD de Bank Al-Maghrib en décembre 2022 allant de +50 PBS à +75 PBS, nous anticipons la poursuite des pressions haussières sur la courbe des Taux au Maroc durant les trois prochains mois.

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

UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE DIFFICILE...CONTRASTANT AVEC LA SITUATION BUDGÉTAIRE

Un net ralentissement de l'économie, ... en cohérence avec la tendance internationale...
...qui contraste avec une situation confortable des finances publiques à fin septembre 2022

UN BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR MAÎTRISÉ EN 2022

Un faible taux de réalisation du besoin de financement annuel de la LF-22...
...satisfait essentiellement sur le marché domestique

UN RECOURS MOINS PRONONCÉ AU MARCHÉ DOMESTIQUE

Un net recul des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications...
...conjugué à une absence sur le compartiment LT

UN AFFAIBLISSEMENT DE L'INTÉRÊT DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Un repli sensible de la Demande en BDT au T3-22, orientée vers le CT...
...justifié en grande partie, par trois facteurs

LE RENVERSEMENT DE LA TENDANCE BAISSIÈRE DES TAUX AU MAROC SE POURSUIT

UN IMPACT VISIBLE DU REVIREMENT MONÉTAIRE DE BANK AL-MAGHRIB

Une accélération haussière des Taux suite aux anticipations du relèvement du TD
... en ligne avec la tendance mondiale

UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE DIFFICILE...CONTRASTANT AVEC LA SITUATION BUDGÉTAIRE

Un net ralentissement de l'économie nationale, ... en cohérence avec la tendance internationale...

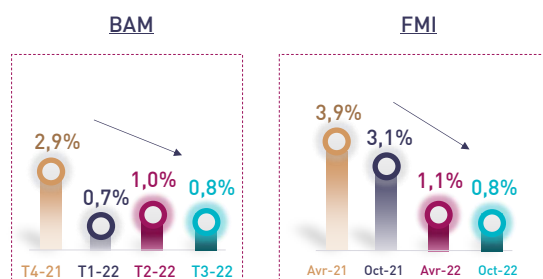
La croissance du PIB marocain demeure fragilisée en 2022E à la fois par une faible campagne agricole de 34 MQx contre un record de 103 MQx en 2021 et un contexte international défavorable. En effet, face à la persistance des niveaux élevés de l'inflation à l'échelle mondiale atteignant des plus hauts de 40 ans en 2022, les Banques Centrales accélèrent le resserrement de leurs politiques monétaires malgré les risques de récession.

Ce durcissement des conditions monétaires à l'échelle internationale, conjugué aux contraintes d'approvisionnement en Europe induisent un net ralentissement de l'économie mondiale. À cet effet, nous avons assisté à une synchronisation des révisions baissières des perspectives de croissance en 2022E :

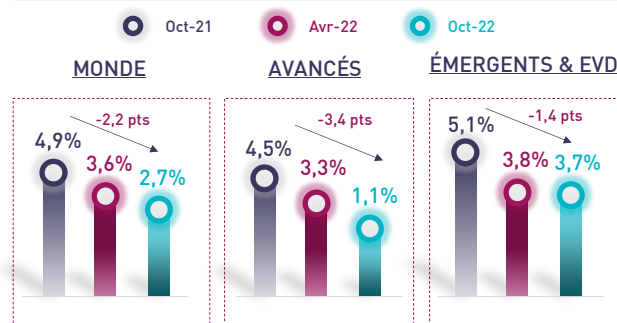
À l'échelle nationale: Bank Al-Maghrib a revu à la baisse ses prévisions de croissance à deux reprises depuis mars 2022, en ramenant son estimation à 0,8% contre 2,9% initialement. Dans ces conditions, l'économie marocaine devrait afficher un net ralentissement en 2022E et ce, après un rebond post-crise sanitaire de +7,9% en 2021 ;

À l'échelle internationale: Le FMI n'a cessé de revoir ses prévisions de croissance à la baisse depuis octobre 2021. En effet, la croissance mondiale devrait s'établir à +2,7% en 2022E contre +4,9% initialement. À l'origine, une révision plus prononcée pour les pays avancés (-3,4 pts) que pour les pays émergents et en voie de développement (-1,4 pts).

MAROC : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB 2022E



FMI : PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB 2022E



... qui contraste avec une situation confortable des finances publiques à fin septembre 2022

Malgré un environnement économique nationale difficile, les finances publiques de l'État affichent une nette amélioration à fin septembre 2022. Le déficit budgétaire s'est établi à 11,2 MMDH contre 42,4 MMDH une année auparavant. À l'origine, une hausse des recettes ordinaires (+45,5 MMDH) plus importante que celle des dépenses (+14,3 MMDH).

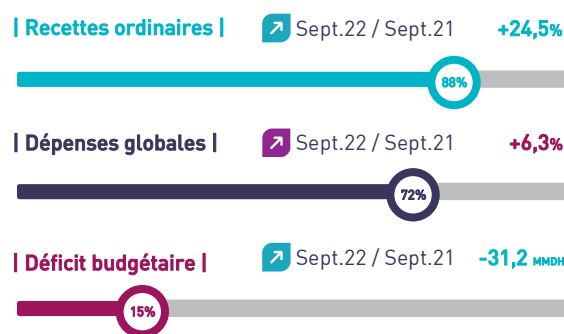
D'un côté, le surcoût budgétaire demeure en étroite liaison avec la hausse des prix du gaz butane à l'international. En effet, les dépenses de compensation se sont établies à 31,8 MMDH à fin septembre 2022, soit un taux de réalisation de 94% par rapport à la prévision actualisée de la LF-22 de 33,8 MMDH.

L'évolution des recettes de l'État s'explique principalement par la progression notable de l'IS de +14,8 MMDH, conjuguée à une amélioration de la TVA à l'importation en lien avec la hausse des prix d'import à l'international. Parallèlement, nous avons assisté à un relèvement significatif des financements innovants du Trésor. Ces derniers ont dépassé les prévisions de la LF-22 estimées à 12 MMDH, à 17,7 MMDH durant les neuf premiers mois de l'année 2022.

BESOINS DE FINANCEMENT : T3-22 VS. LF-22

	9M-21	9M-22	LF-22
Recettes ordinaires	186,0	231,5	262,9
Dépenses ordinaires	189,5	211,2	262,1
Dépenses globales	228,4	242,7	335,6
Déficit budgétaire	-42,4	-11,2	-72,6

LF-22 : TAUX DE RÉALISATION VS. VARIATION AU T3-22



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

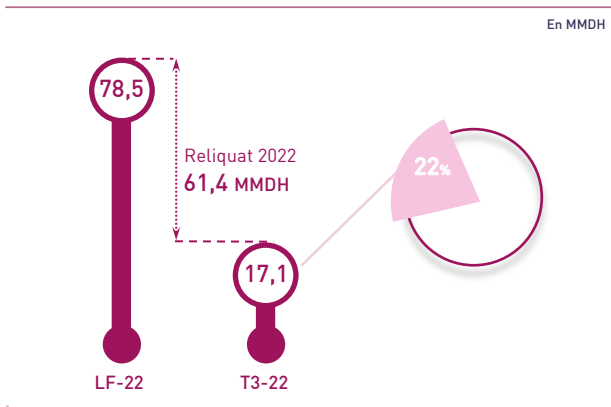
UN BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR MAÎTRISÉ EN 2022

Un faible taux de réalisation du besoin de financement annuel de la LF-22 ...

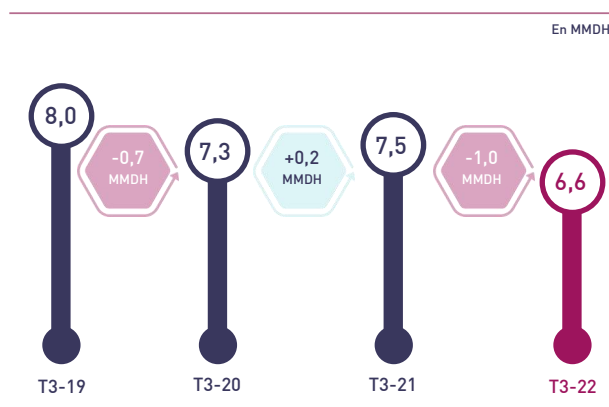
En ligne avec l'allègement du déficit budgétaire à fin septembre 2022, le besoin de financement du Trésor s'est réduit à son tour sur la même période. Celui-ci s'est établi à 17,1 MMDH contre 57,0 MMDH une année auparavant et ce, tenant compte du repli des arrières du Trésor de +5,9 MMDH. Ainsi, l'État ne satisfait que 22,0% de son besoin de financement annuel annoncé pour l'exercice 2022E, soit de 78,5 MMDH prévu dans le cadre de la LF-22.

En dépit de la baisse du besoin de financement du Trésor au cours du T3-22, nous avons assisté à un repli de la situation excédentaire de la trésorerie de l'argentier de l'État durant cette période comparativement aux mêmes trimestres des trois dernières années. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension s'est établi à environ 6,6 MMDH en moyenne quotidienne durant le T3-22. Notons aussi que ce niveau s'inscrit en net recul par rapport à la moyenne des niveaux de placement du Trésor observés durant le S1-22 à 9,7 MMDH.

BESOIN DE FINANCEMENT: T3-22 VS. LF-22



TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



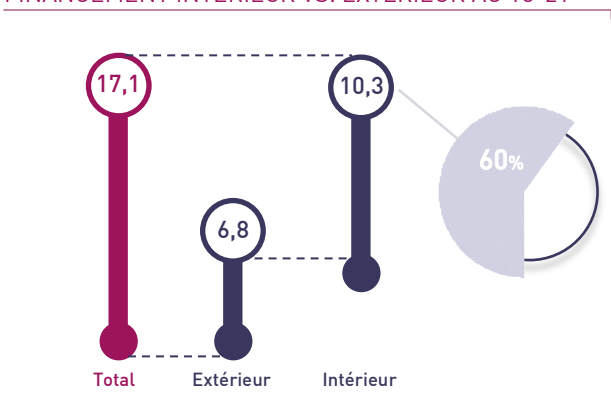
...satisfait essentiellement sur le marché domestique

Sur une base nette des remboursements du Trésor sur le marché intérieur et des amortissements au niveau extérieur, le besoin de financement du Trésor a été majoritairement satisfait à travers le marché domestique des adjudications. Avec un emprunt net intérieur de 10,3 MMDH, le financement local représente près de 60% du besoin global. Notons que les ressources extérieures nettes s'établissent à 6,8 MMDH à fin septembre 2022.

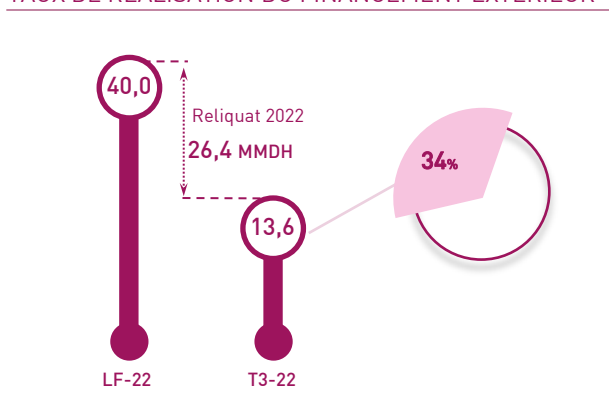
En dépit de plusieurs opérations de financements extérieurs du Trésor en bilatéral (Banque Mondiale, BAD), le taux de réalisation des projections de la LF-22 demeure faible à fin septembre 2022. Les tirages extérieurs bruts ressortent à 13,6 MMDH au terme du T3-22, soit 34% du total des financements extérieurs budgétisés par la LF-22 de 40,0 MMDH.

Face au durcissement des conditions de financement, le Trésor n'a pas concrétisé de nouvelles sorties à l'international durant ce troisième trimestre. Les exigences de rendement des bailleurs de fonds étrangers pour la dette marocaine à Long Terme libellée en Dollar se sont appréciées, justifiées par la hausse des Taux américains et européens.

FINANCEMENT INTÉRIEUR VS. EXTÉRIEUR AU T3-21



TAUX DE RÉALISATION DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



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

UN RECOURS MOINS PRONONCÉ AU MARCHÉ DOMESTIQUE

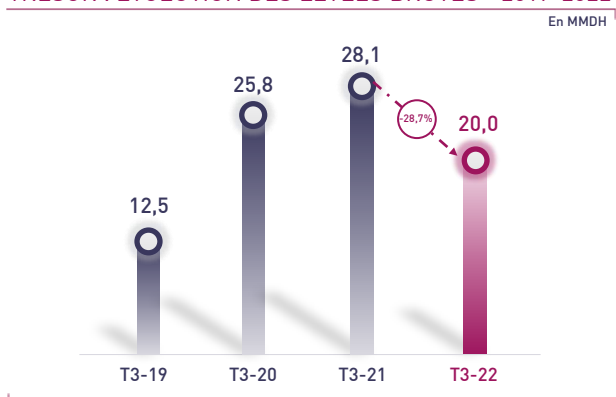
Un net recul des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications...

Les levées brutes⁽¹⁾ du Trésor sur le marché des adjudications ont affiché un net repli de -8,1 MMDH (-28,7%) au T3-22 par rapport à la même période de l'année précédente, à 20,0 MMDH. À l'origine, deux principales raisons :

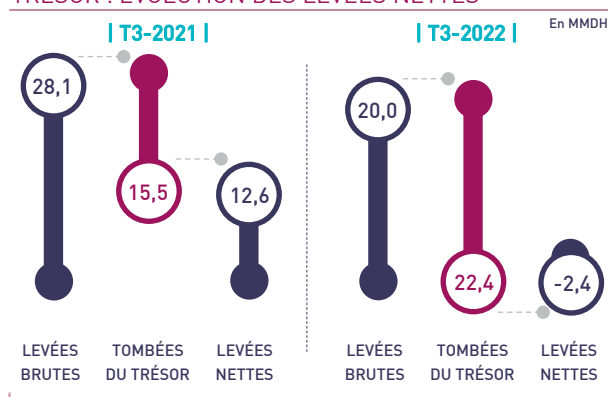
- (1) Une nette amélioration du déficit budgétaire et une bonne maîtrise du besoin de financement permettant de contenir l'Offre en BDT du Trésor sur le marché des adjudications ;
- (2) Un repli sensible de l'appétit des investisseurs pour les titres de créance de l'État se traduisant par une baisse des volumes sur le marché primaire. Une situation justifiée par les anticipations de hausse des Taux à CT.

Cette évolution est encore plus prononcée au niveau des levées nettes⁽²⁾ durant le T3-22. Ainsi, le Trésor affiche un désendettement de -2,4 MMDH au T3-22 contre +12,6 MMDH au terme du T3-21, soit un recul significatif de -15,0 MMDH. À l'origine, des tombées en capital et en intérêt plus importantes au T3-22, passant de 15,5 MMDH à 22,4 MMDH durant la période étudiée, soit une hausse de +44,5%.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES⁽¹⁾ 2019-2022



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾

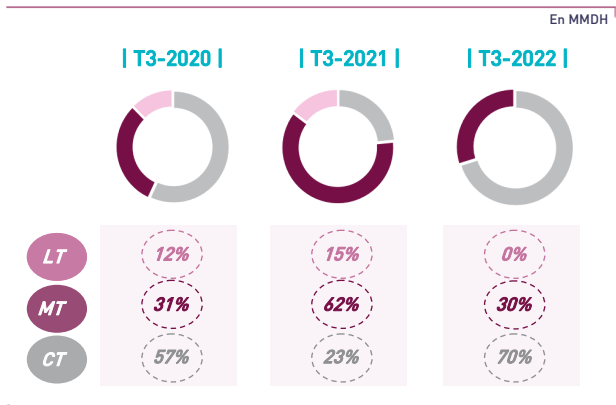


...conjugué à une absence sur le compartiment LT

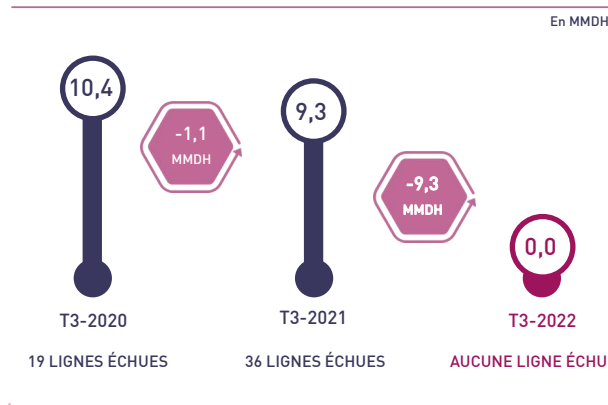
La politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prédominance des levées sur le segment CT de la courbe dans un contexte de faible Demande en BDT envers le compartiment MLT. Le poids des souscriptions du Trésor sur cette tranche de maturités ressort à 70% au T3-22. À l'opposé, la part des maturités moyennes a baissé de 32 pts, passant de 62% au T3-21 à 30% au T3-22. Le Trésor s'est absenté ce trimestre sur le compartiment LT, contre 15% au T3-21. Selon nous, ces orientations révèlent deux principaux constats :

- (1) Une suspension des opérations d'échanges de BDT au cours du T3-22 qui s'est traduite par un ralentissement du processus de réajustement du profil de la dette du Trésor et le lissage de ses tombées à CT. Rappelons que ces opérations se sont établies à 9,3 MMDH au T3-21 et 10,4 MMDH au T3-20 ;
- (2) Dans un contexte d'accélération inflationniste (soit plus de 8,0% en août et septembre 2022), les opérateurs ont relevé leurs exigences de rémunération sur le compartiment LT et s'orientent davantage vers le segment CT. Par conséquent, 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.

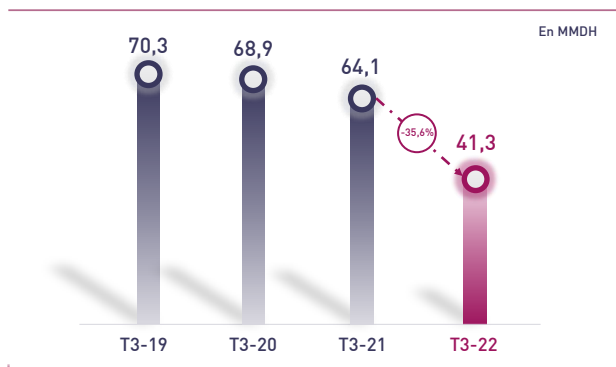
UN AFFAIBLISSEMENT DE L'INTÉRÊT DES ACTEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Un repli sensible de la Demande en BDT au T3-22, orientée vers le CT...

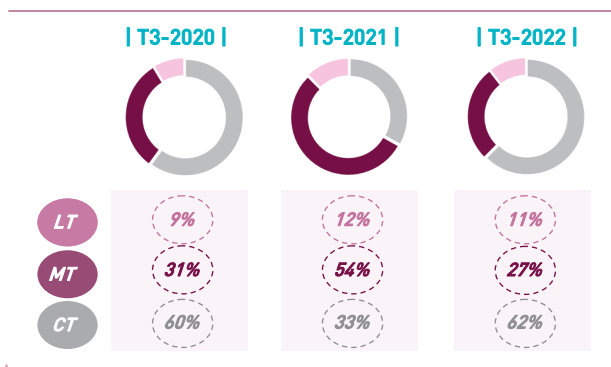
La Demande des investisseurs en BDT accentuée sa baisse durant le T3-22 en accusant un repli de -35,6% en une année, passant de 64,1 MMDH au terme du T3-21 à 41,3 MMDH au T3-22. Ainsi, l'appétit des investisseurs envers les BDT poursuit son affaiblissement initié depuis 2019 et ce, en marge des anticipations de normalisation des Taux à MT.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs au T3-22, nous relevons une poursuite de l'intérêt envers les maturités CMT dont le poids ressort à 89% contre 87% au T3-21. La maturité CT est toutefois prépondérante à plus de 60%, justifiant l'orientation prononcée de l'Offre du Trésor vers cette même tranche de maturité au T3-22. Le poids des maturités longues se maintient à des niveaux faibles autour des 11% sur la même période.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2019-2022



TRÉSOR : VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ

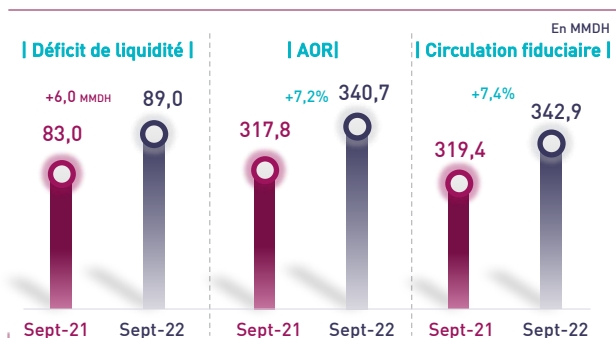


... justifié en grande partie, par trois facteurs

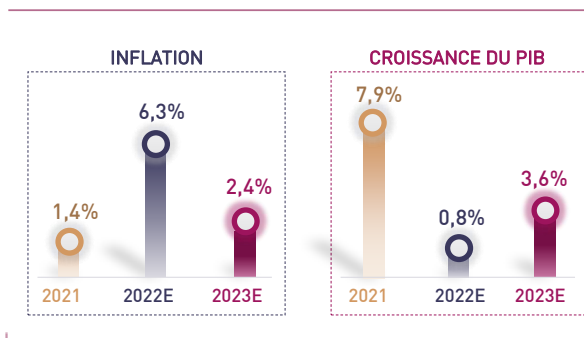
L'affaiblissement sensible de la Demande en BDT et son orientation vers le CMT s'expliqueraient selon nous, par :

- (1) La hausse de la circulation fiduciaire, se reflétant à travers le creusement du déficit de liquidité bancaire de 7,3% passant de 83,0 MMDH au T3-21 à 89,0 MMDH au T3-22 ;
- (2) Les anticipations des investisseurs quant à la soutenabilité de l'inflation. Un scénario qui favorise la poursuite du durcissement monétaire de BAM à CT. A noter que l'Actif sous gestion obligataire a reculé de -15,0% au T3-22 ;
- (3) La multiplication des opérations de financements innovants qui ont dépassé les 17 MMDH au T3-22, contre une prévision de 12 MMDH. Un contexte qui favorise un effet d'éviction de la Demande vers ces nouveaux placements.

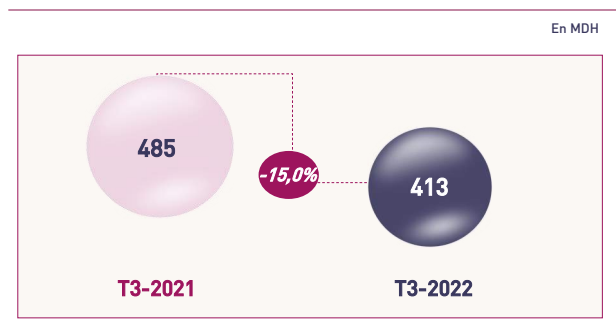
MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



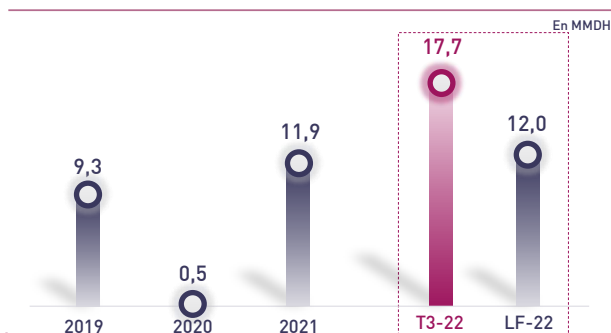
MAROC : PRÉVISIONS INFLATION VS. CROISSANCE



ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2019



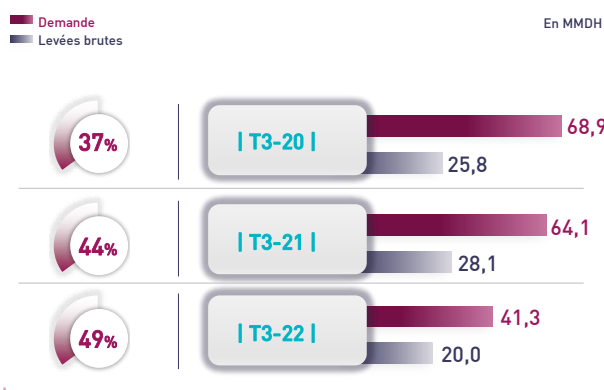
Sources : Ministère des finances, Salle des marchés AWB, BAM, HCP, AMMC, Calculs & Analyse AGR

LE RENVERSEMENT DE LA TENDANCE BAISSIÈRE DES TAUX AU MAROC SE POURSUIT

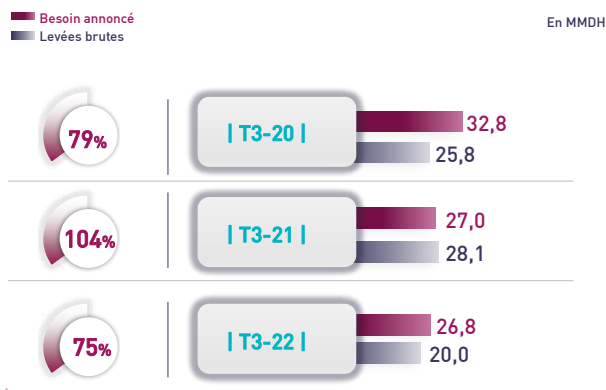
Durant le T3-22, les Taux obligataires ont continué à subir des tensions haussières compte tenu de la poursuite de la baisse de la Demande des investisseurs de manière plus importante par rapport à l'Offre du Trésor. À l'origine :

- Le repli important de la Demande des investisseurs en BDT au T3-22. Cette configuration s'est traduite par une hausse du taux moyen de satisfaction de 4,7 pts, passant de 43,8% au T3-21 à 48,5% au T3-22. Dans ces conditions, nous avons assisté à un relèvement des exigences de rémunération des opérateurs locaux envers les BDT ;
- La rationalisation de l'Offre du Trésor en BDT se traduisant par des souscriptions en baisse par rapport au T3-21 à 20,0 MMDH. Le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor ressort à 75% contre 104% une année auparavant. Depuis le début de l'année, ce niveau ressort à 99%, compte tenu d'un recours intensifié au marché primaire durant le T1-22. En effet, le taux de réalisation ressort à 121% au cours de cette période.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



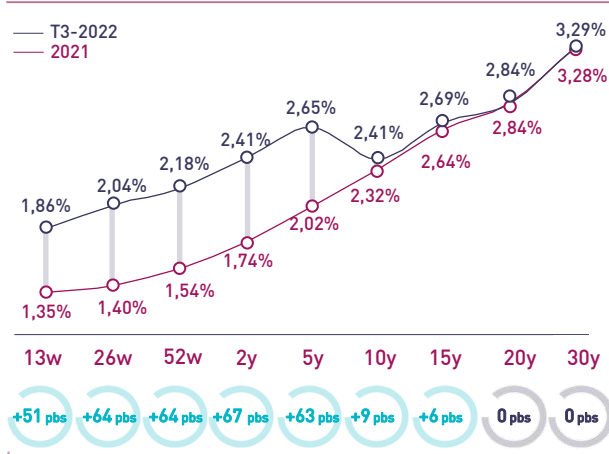
TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



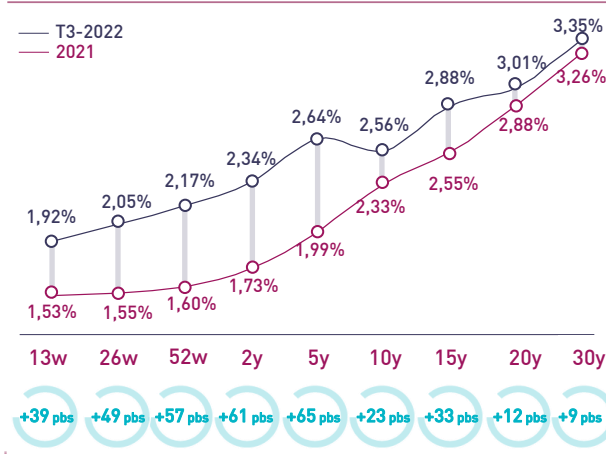
Face à une inflation élevée qui a atteint 8,3% en septembre 2022 et qui s'avère à caractère non transitoire, nous avons assisté à une orientation haussière des Taux principalement sur le CMT en raison des anticipations de normalisation des Taux au Maroc à horizon 2023. Cette nouvelle configuration s'est traduite par le repli de la Demande des investisseurs conjuguée au relèvement technique des rentabilités exigées par les investisseurs alors même que les prévisions de croissance du PIB s'avèrent moins positives en 2022. Cette orientation confirme le revirement stratégique de la tendance baissière des Taux au Maroc entamée depuis 2012. Plus en détails :

- **Courbe primaire** : La tranche de maturité CMT a connu des hausses moyennes de 62 PBS. Les hausses pour les maturités du segment LT n'ont pas dépassé les 9 PBS en lien avec l'absence de marquage des levées du Trésor ;
- **Courbe secondaire** : Les maturités courtes et moyennes ont connu des hausses au terme du T3-22 variant entre 39 PBS et 65 PBS. Concernant les maturités longues, leurs rendements ont connu des hausses moins importantes sur la même période de +19 PBS en moyenne.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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

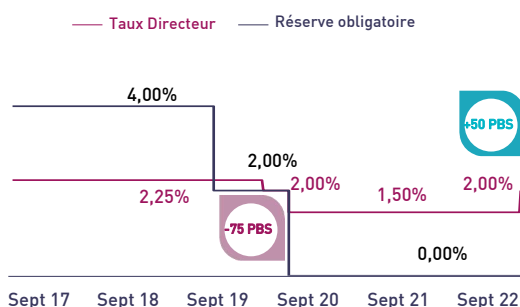
UN IMPACT VISIBLE DU REVIREMENT MONÉTAIRE DE BANK AL-MAGHRIB

Une accélération haussière des Taux suite aux anticipations de relèvement du TD ...

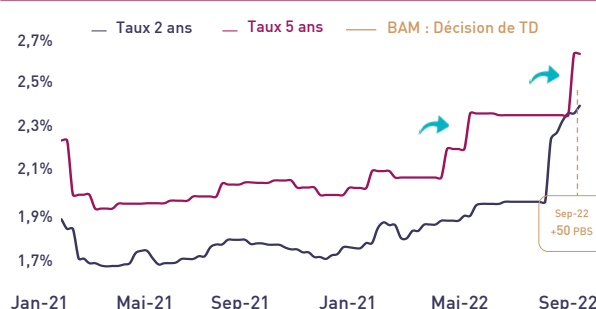
En dépit des enjeux de la relance économique et des risques qui pèsent sur la croissance au Maroc, Bank Al-Maghrif semble déterminée à contrer les récentes pressions inflationnistes. À fin septembre 2022, l'IPC affiche une hausse de 8,3%, un plus haut observé durant ces trois dernières décennies. Ainsi, BAM s'aligne sur la trajectoire des grandes Banques Centrales à l'international en relevant son Taux Directeur de +50 PBS à 2,0% en septembre dernier et ce, pour la 1^{ère} fois depuis 2008. Rappelons que BAM avait maintenu son TD à un plus bas historique à 1,5% depuis juin 2020.

Les Taux obligataires ont accéléré leur inflexion haussière en septembre, confirmant leur processus de normalisation à CT. À titre illustratif, le Taux 5 ans s'est apprécié de 28,8 PBS à 2,65% durant le seul mois de septembre. Ainsi, nous avons assisté pour la 1^{ère} fois depuis avril 2015 à un inversement de la courbe obligataire au niveau des maturités 5 ans et 10 ans.

MAROC : ÉVOLUTION DU TAUX DIRECTEUR DE BAM



MAROC : ÉVOLUTION DES TAUX VS. DÉCISION TD

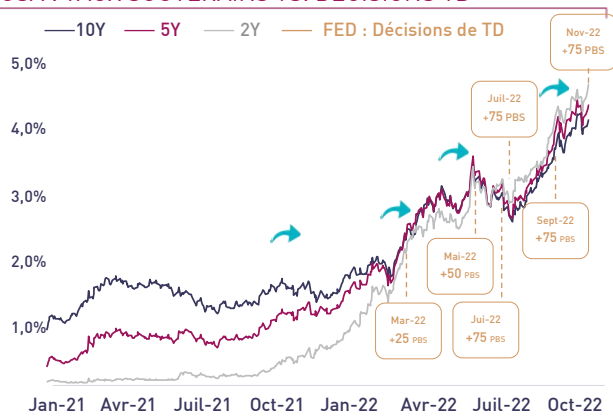


...en ligne avec la tendance mondiale

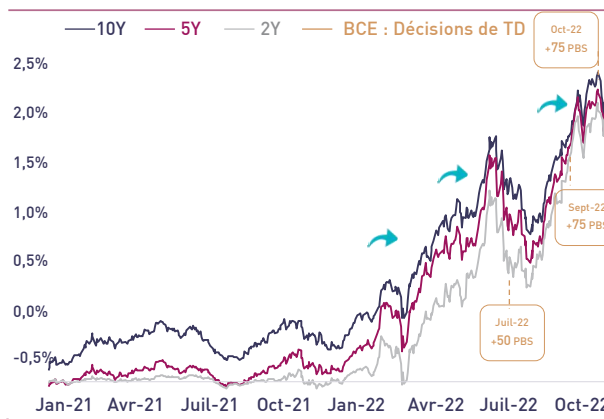
À l'analyse de l'évolution des Taux Souverains à l'international, nous relevons une inflexion haussière agressive et ce, dès le début de l'année 2022. Une tendance qui demeure alimentée par les anticipations de hausses des Taux Directeurs en raison de l'accélération de l'inflation. Celle-ci a atteint des niveaux records notamment en Zone Euro et aux États-Unis à 9,9% et 8,2% au T3-22 respectivement, soit des plus hauts de 40 ans. La FED a procédé à deux nouvelles hausses de son principal TD durant le T3-22, soit une hausse cumulée additionnelle de +150 PBS, relevant ainsi la fourchette cible du Taux des fonds fédéraux à [3,25%-3,50%]. Sur la même période, la BCE a opéré deux hausses de ses Taux Directeurs de +125 PBS cumulées durant le T3-22. Face à cette situation, la tendance déjà haussière des Taux souverains a accéléré à fin septembre 2022. Il s'agit de :

- (1) Une hausse des Taux souverains américains 2 ans, 5 ans et 10 ans de 125 PBS, 104 PBS et 88 PBS à 1,75%, 1,96% et 2,11% respectivement durant le T3-22 ;
- (2) Une hausse des Taux souverains européens 2 ans, 5 ans et 10 ans de 145 PBS, 121 PBS et 95 PBS à 4,28%, 4,09% et 3,83% respectivement durant la même période.

USA : TAUX SOUVERAINS VS. DÉCISIONS TD



ZONE EURO : TAUX SOUVERAINS VS. DÉCISIONS TD



Sources : Bloomberg, BCE, FED, Calculs & Analyse 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%	2,8%	-3,0%	+6,0%
Croissance zone euro	Variation annuelle	2,0%	1,9%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,1%	+5,2%
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	6,1	6,4	5,6	5,4	6,9	7,1	5,5
Croissance économique	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Croissance nationale	Variation annuelle	4,3%	0,5%	5,1%	3,1%	2,9%	-7,2%	7,9%
Valeur ajoutée agricole	Variation annuelle	14,3%	-19,7%	21,5%	5,6%	-5,0%	-8,1%	17,8%
Valeur ajoutée non agricole	Variation annuelle	2,9%	2,7%	3,0%	2,5%	3,4%	-6,3%	6,1%
Demande	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Consommation des ménages	Variation annuelle	2,3%	1,9%	3,7%	2,4%	2,2%	-5,6%	8,2%
Consommation administrations publiques	Variation annuelle	1,9%	2,5%	2,4%	3,7%	4,8%	-0,5%	5,6%
Investissement	Variation annuelle	5,6%	8,1%	3,0%	5,3%	-0,2%	-11,9%	13,3%
Importations B&S	Variation annuelle	1,3%	14,8%	4,6%	4,8%	2,1%	-11,9%	11,8%
Exportations B&S	Variation annuelle	4,3%	6,8%	10,8%	3,8%	5,1%	-15,0%	8,7%
Endettement du Trésor	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Dettes totales du Trésor	% du PIB	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	68,9%
Dettes intérieures du Trésor	% du PIB	44,5%	47,0%	47,0%	48,1%	47,3%	54,9%	53,0%
Dettes extérieures du Trésor	% du PIB	14,1%	13,0%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	15,9%
Duration dettes du Trésor	En années	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,4	7,2
Finances publiques	UNITÉ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Pression fiscale*	% du PIB			20,0%	20,1%	19,7%	19,7%	19,2%
Recettes ordinaires	% du PIB			20,1%	19,5%	20,4%	19,9%	19,9%
Recettes fiscales	% du PIB			17,5%	17,5%	17,2%	17,3%	16,7%
Dépenses ordinaires	% du PIB			18,0%	17,8%	18,1%	20,1%	19,6%
Dépenses d'investissement	% du PIB			5,8%	5,5%	5,8%	7,5%	6,1%
Déficit budgétaire	% du PIB	-3,8%	-4,0%	-3,2%	-3,4%	-3,8%	-7,1%	-5,5%

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

ANNEXE : ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2022

HYPOTHÈSES DE CONSTRUCTION DU PLF 2022

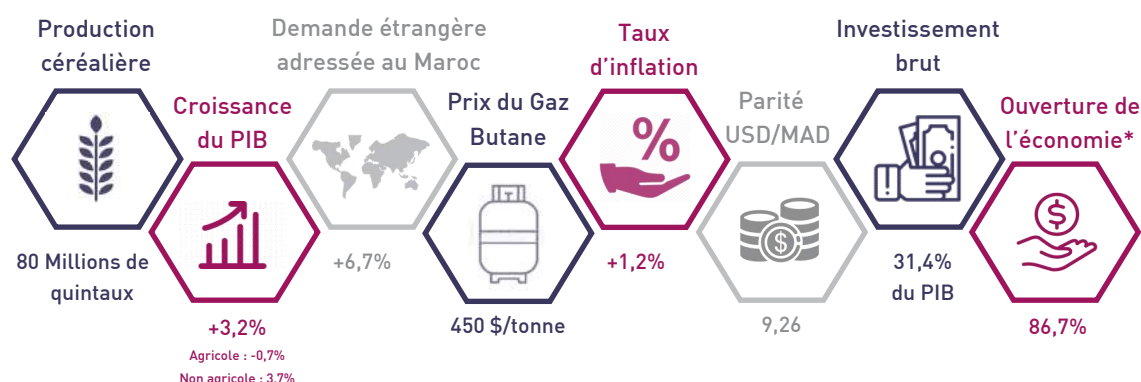


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2022 comparativement à la LF 2021

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%	
Maîtrise 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	

* Prévission actualisée à 33,8 MMDH

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, 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.

