

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | NOVEMBRE 2022

## FINANCES PUBLIQUES: **ACCÉLÉRATION** VISIBLE DE L'**EXÉCUTION** DU BUDGET DE L'ÉTAT

- 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

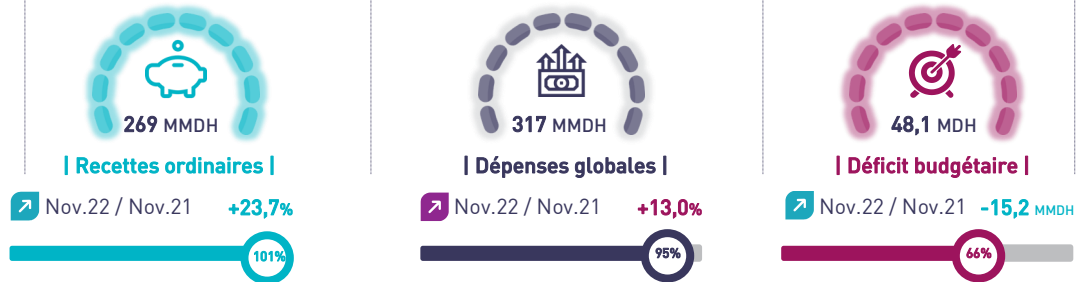


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

22 DÉCEMBRE  
2022

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



## VUE D'ENSEMBLE : LES FINANCEMENTS INNOVANTS DÉPASSENT LES 20 MMDH

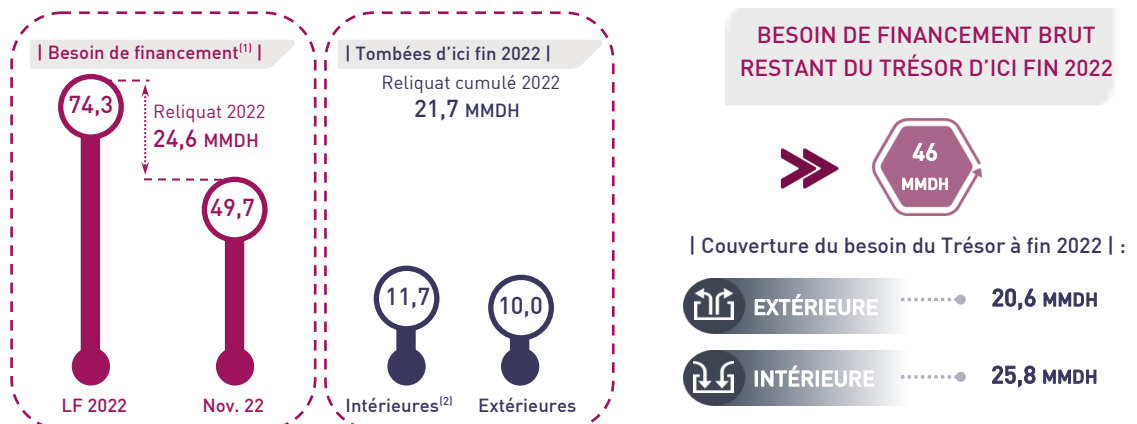
À l'analyse de la situation des Charges & Ressources du Trésor au mois de novembre, nous relevons la poursuite de l'amélioration des recettes ordinaires portée par le contexte inflationniste. En effet, la TVA à l'import a enregistré une hausse de +11,9 MMDH à fin novembre. De ce fait, le déficit budgétaire s'est creusé à 48,1 MMDH à fin novembre 2022, contre 63,2 MMDH.

Les recettes ordinaires affichent un taux de réalisation dépassant les 100%, contre 92% en 2021. Dans le même sens, les financements innovants ont atteint 21 MMDH, contre une prévision initiale de 12 MMDH.

Les dépenses ordinaires ont été exécutées à hauteur de 99,0% en novembre 2022 contre 92,2% une année auparavant. La charge de compensation s'est alourdie à plus de 38 MMDH, soit 5 MMDH de plus par rapport à la prévision actualisée de la LF. Le taux d'exécution des dépenses d'investissement est également passé de 89% à 96% en une année.

Au final, le besoin de financement ressort à 49,7 MMDH, en amélioration de 25,6 MMDH en une année. À noter que 80% de ce besoin a été couvert sur le marché intérieur, soit un montant net de 39,6 MMDH.

## BESOIN DU TRÉSOR : LE BESOIN DE FINANCEMENT EN DÉCEMBRE DEMEURE IMPORTANT



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

## 25,8 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 46 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 24,6 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor au mois de décembre 2022 de 21,7 MMDH (11,7 MMDH sur le marché local et 10,0 MMDH à l'extérieur).

L'argentier de l'État couvrirait 20,6 MMDH, soit 44% de son besoin brut sur le marché extérieur. Le reliquat serait satisfait sur le marché domestique.

Le besoin de financement intérieur brut pour le mois de décembre 2022 augmente par rapport au mois précédent, soit à 25,8 MMDH, contre 23,8 MMDH un mois auparavant. Ce niveau tient compte de la concrétisation d'un déficit budgétaire de 72,6 MMDH en 2022E, ainsi que de la totalité des financements extérieurs budgétés par la LF 2022 à 40,0 MMDH.

## AVIS D'EXPERT

Comme attendu, les besoins de financement intérieurs du Trésor ont fortement augmenté en décembre, en atteste les levées cumulées de l'argentier de l'État sur le marché des adjudications. Ces derniers ont dépassé les 23,0 MMDH contre une faible levée de 5,7 MMDH au mois de novembre. La nouvelle stratégie d'émission du Trésor visant à mieux répondre aux attentes des investisseurs a permis un élargissement du niveau de la Demande sur le marché primaire à travers des BDT 5 ans révisable, 45 jours et 32 jours.

Parallèlement, le Trésor a concrétisé près de la moitié de ses financements extérieurs budgétés par la LF 2022. Ces derniers ressortent à 19,4 MMDH à fin novembre contre une estimation de 40 MMDH en 2022E. Ainsi, le Trésor pourrait recourir à la LPL afin de satisfaire le besoin restant, dont 1,5 MM\$ lié au remboursement de l'Eurobond levé en 2012.

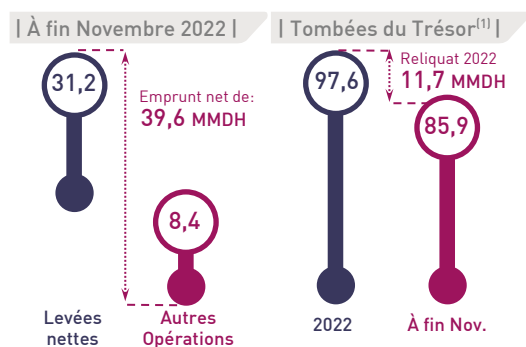
Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

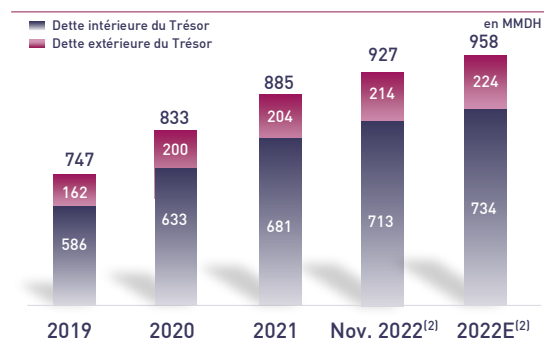
Manager  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma

## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

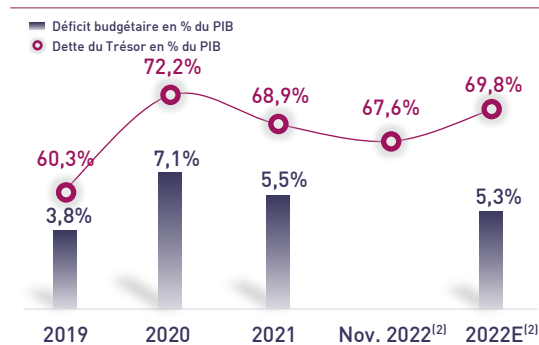
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions des postes budgétaires à cette date, le Trésor semble en mesure de maîtriser son déficit budgétaire 2022E en dessous de la prévision initiale de la LF 2022, soit 72,6 MMDH. À fin 2022E, la dette du Trésor atteindrait 958 MMDH, contre 885 MMDH en 2021. Plus en détails :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 734 MMDH en 2022E, en hausse de +7,6% par rapport à 2021 ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +10,1%, passant de 204 MMDH en 2021 à 224 MMDH en 2022E.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR

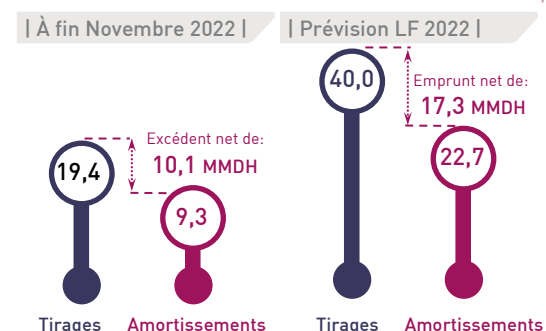


(2) Estimations AGR

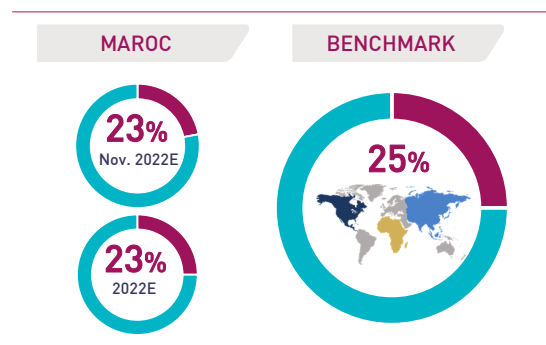
Compte tenu de la révision du PIB suite au changement de l'année de base des comptes nationaux de 2007 à 2014 par le HCP, les ratios de la dette et le déficit budgétaire ont été révisés à la baisse à partir de l'année 2014.

À ce titre, l'endettement total du Trésor, rapporté au PIB, s'est limité à 68,9% en 2021. Celui-ci atteindrait selon nos estimations, 69,8% du PIB en 2022E. La composante intérieure est estimée à 53,5% et celle extérieure à 16,4%.

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



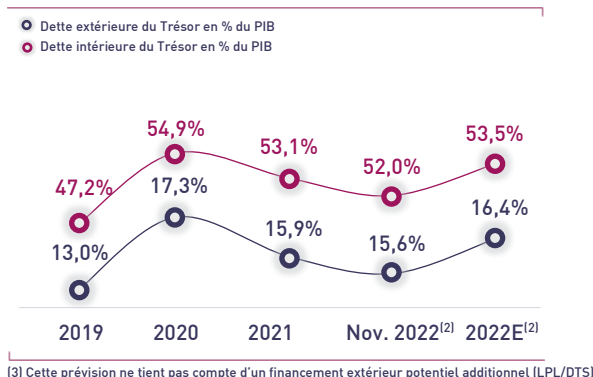
## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



À fin novembre 2022, la dette globale se serait établie à 927 MMDH. La composante intérieure est estimée à 713 MMDH contre 214 MMDH pour la composante extérieure.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor demeure maîtrisé. Celui-ci ne dépasse pas les 23% à fin novembre 2022, en lien avec un recours intensifié au marché intérieur et en l'absence d'un financement important en devise. Il devrait se situer au même niveau 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



(3) Cette prévision ne tient pas compte d'un financement extérieur potentiel additionnel (LPL/DTS)

Le Trésor serait déjà endetté à hauteur de 67,6% du PIB à fin novembre 2022. L'endettement intérieur devrait se creuser à 52,0% du PIB en novembre 2022.

De son côté, le taux d'endettement extérieur devrait s'établir à 15,6% sur la même période, en léger recul par rapport à son niveau en 2021.



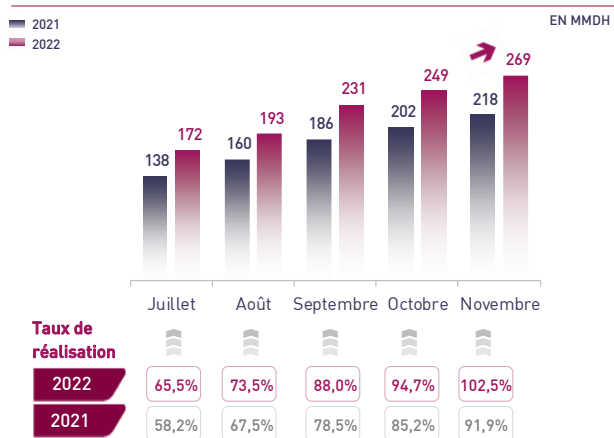
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN NOVEMBRE 2022

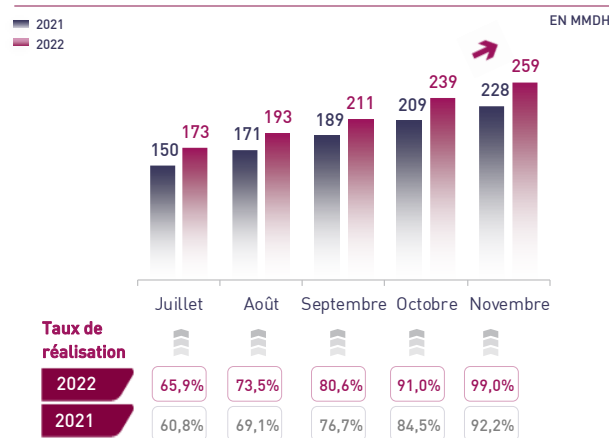
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN NOVEMBRE 2022 |

EN MMDH	Nov. - 21	TR Nov. - 21	Nov. - 22	LF 2022	TR Nov. - 22
<b>Recettes fiscales</b>	191,4	97,9%	225,6	222,9	101,2%
Impôts directs (IS+IR)	78,1	97,5%	97,8	97,7	100,1%
Impôts indirects (TVA+TIC)	88,5	98,4%	98,4	98,2	100,1%
<b>Recettes non fiscales</b>	23,0	60,4%	40,6	35,9	113,0%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>217,8</b>	<b>91,9%</b>	<b>269,4</b>	<b>262,9</b>	<b>102,5%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	227,8	92,2%	259,4	262,1	99,0%
Dépenses de fonctionnement	183,1	89,0%	193,5	217,0	89,2%
Intérêt de la dette publique	26,0	94,1%	27,3	28,1	97,4%
Compensation	18,6	137,2%	38,6	17,0	226,6%
<b>Investissement</b>	60,8	89,2%	75,1	78,0	96,3%
<b>Dépenses globales</b>	281,0	89,2%	317,5	335,6	94,6%
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 63,2</b>	<b>88,9%</b>	<b>- 48,1</b>	<b>- 72,6</b>	<b>66,1%</b>

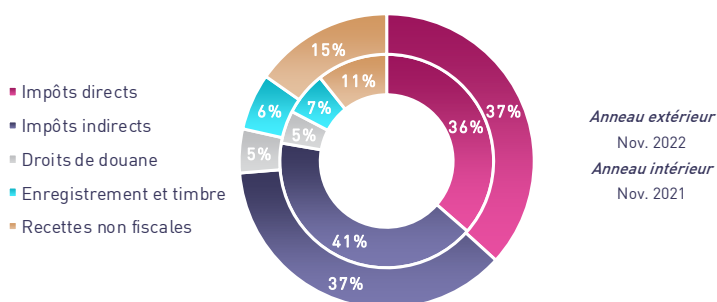
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



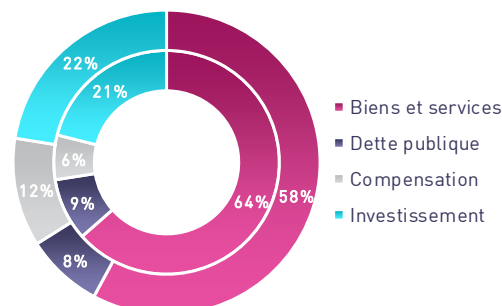
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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

Ulderic 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.

