

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

%

%

T1

T2 | **MAROC** | TRIMESTRIEL  
T3 Marché des Taux  
T4

## GÉNÉRALISATION DE LA HAUSSE DES TAUX AU COMPARTIMENT LONG TERME

- 04 | Un contexte économique difficile...contrastant avec la situation budgétaire
- 07 | Un recours plus prononcé du Trésor au marché intérieur
- 08 | Un retour d'appétit visible des investisseurs locaux envers les BDT
- 09 | Soutenabilité des taux obligataires au Maroc à des niveaux élevés en 2023E



Attijari  
Global Research

## EXECUTIVE SUMMARY

Durant le 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2023, le marché obligataire a connu des événements majeurs à tous les échelons. Après l'attentisme des investisseurs justifié par des taux de rémunération décalés par rapport à leurs exigences réelles, plusieurs actions inédites ont été opérées par le Trésor et la Banque Centrale.

BAM a activé pour la 1<sup>ère</sup> fois de son histoire un nouvel instrument de politique monétaire, à savoir les opérations de rachat de BDT sur le marché secondaire [\[Cf. Annuel monétaire 22-23\]](#). L'objectif étant de permettre de liquéfier le marché des adjudications de BDT et les souscriptions du Trésor au sein du compartiment primaire.

Parallèlement, l'argentier de l'État a concédé un important réajustement haussier des Taux durant le T1-23, sur les tranches de maturités MLT, après l'inversement de la courbe obligataire en fin d'année 2022 [\[Cf. AGR-Annuel Taux 2022\]](#). Ainsi, nous avons assisté au rétablissement de la pentification de la courbe des Taux au Maroc au terme du mois de mars 2023.

Selon notre propre lecture, nous pensons que l'évolution des Taux obligataires au Maroc est tributaire de plusieurs paramètres :

- (1) *L'orientation de la politique monétaire de BAM durant le S2-23.* Après 3 relèvements successifs du TD depuis septembre dernier, l'institution semble déterminée à agir pour réduire l'inflation. Selon nous, BAM maintiendrait en toute logique, le cap monétaire restrictif en 2023E [\[Cf. Taux Directeur - Mars 2023\]](#) ;
- (2) *La concrétisation des financements extérieurs prévus dans la LF-23.* La sortie à l'international de 2,5 MM\$ est en ligne avec les financements extérieurs prévus dans le cadre de la LF-23 à 60,0 MMDH. Le taux de réalisation des tirages extérieurs ressort à 50% à fin mars 2023, contre 60% en moyenne sur la période 2021-2022 [\[Cf. Stratégie de financement du Trésor 2023\]](#) ;
- (3) *L'orientation des besoins de financement du Trésor à fin 2023.* En dépit de la bonne maîtrise budgétaire, les besoins de financement du Trésor devraient croître à 20 MMDH/mois d'ici la fin de l'année. À l'origine, la hausse des tombées du Trésor à environ 180 MMDH en 2023E. Cette évolution s'explique par la nouvelle stratégie d'émission du Trésor au cours du T4-22 axée sur le compartiment CT [\[Cf. Budget Focus - Mars 2023\]](#) ;
- (4) *La poursuite du retour de l'appétit des investisseurs envers les BDT.* La hausse des Taux de rémunération de la courbe obligataire n'est toujours pas en mesure de rétablir les Taux réels en territoire positif, compte tenu de la persistance des tensions inflationnistes. L'appréciation de la Demande en BDT au T1-23 est à relativiser. Celle-ci s'est opérée dans un contexte d'absence des financements innovants du Trésor et d'une amélioration du déficit de liquidité du système bancaire.

## Lamyae Oudghiri

Manager

+212 529 03 68 18

l.oudghiri@attijari.ma

## Meryeme Hadi

Associate

+212 529 03 68 19

m.hadi@attijari.ma

### SOMMAIRE

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

Une poursuite du durcissement monétaire de BAM justifiée par la persistance de l'inflation ...  
... Qui ne reflète pas la parfaite maîtrise des finances publiques de l'Etat à fin mars 2023

#### UN BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR PARFAITEMENT MAÎTRISÉ AU TERME DU T1-23

Un faible taux de réalisation du besoin de financement du Trésor prévu par la LF-23 ...  
...Satisfait sur le marché extérieur grâce à la dernière sortie du Trésor à l'international

#### UN RECOURS PLUS PRONONCÉ DU TRÉSOR AU MARCHÉ INTÉRIEUR

Hausse des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications...  
...Conjuguée à une concentration des levées du Trésor sur le compartiment CT

#### UN RETOUR D'APPÉTIT VISIBLE DES INVESTISSEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

Une nette reprise de la Demande en BDT au T1-23, axée sur le CT...  
... Justifiée par deux principaux facteurs

#### LA TENDANCE HAUSSIÈRE SE GÉNÉRALISE À TOUTES LES TRANCHES DE MATURITÉ

Après la hausse importante des Taux courts en 2022, le LT s'ajuste ...  
...Permettant le rétablissement de la pentification de la courbe obligataire au T1-23

#### SOUTENABILITÉ DES TAUX OBLIGATAIRES AU MAROC À DES NIVEAUX ÉLEVÉS EN 2023E

Des besoins de financement importants en dépit d'une maîtrise attendue du déficit budgétaire en 2023E  
La dernière sortie à l'international devrait soutenir la capacité du Trésor à financer son besoin en 2023E

### ANNEXES

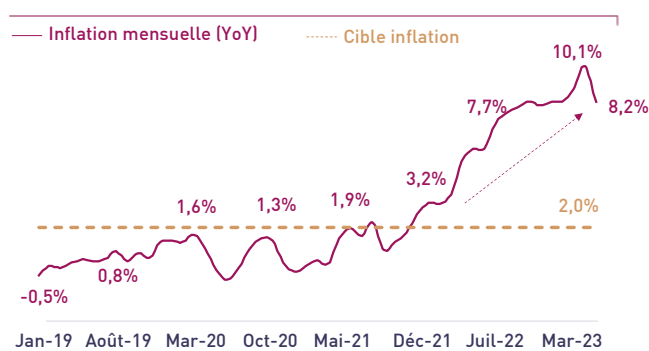
## UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE DIFFICILE...CONTRASTANT AVEC LA SITUATION BUDGÉTAIRE

### Une poursuite du durcissement monétaire de BAM justifiée par la persistance de l'inflation ...

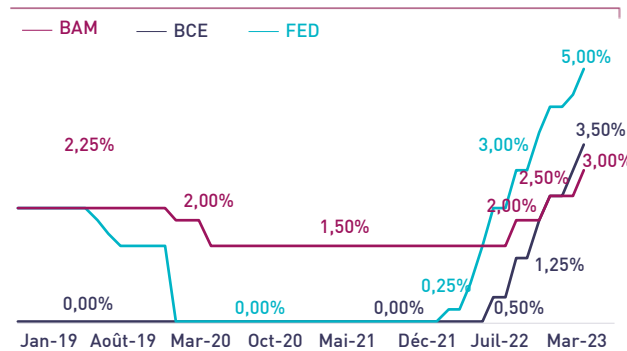
L'environnement économique demeure globalement défavorable marqué par la persistance des tensions inflationnistes et la poursuite des effets restrictifs de la nouvelle orientation monétaire de Bank Al-Maghrib sur l'économie [\[Cf. Taux Directeur - Mars 2023\]](#). En effet, l'institution décide de relever son Taux Directeur pour la 3<sup>ème</sup> fois consécutive depuis septembre 2022, de +50 PBS le portant à 3,0%, soit un plus haut niveau depuis 2014. Une action monétaire restrictive envers la dynamique de la Demande intérieure, principal pilier de la croissance économique. L'objectif étant de contrer la flambée inflationniste au Maroc. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 9,1% en moyenne au cours du T1-23, contre 4,0% une année auparavant. Celui-ci a même atteint +10,1% en février 2023, soit un record de plus de 35 ans.

Par conséquent, BAM revoit à la baisse pour la 2<sup>ème</sup> fois sa prévision de la croissance du PIB à 2,6% en 2023E contre 3,0% initialement. Ce niveau demeure néanmoins supérieur à celui de l'année précédente de 1,2% en 2022E. À noter que la ZE et les États-Unis devraient afficher une croissance du PIB de 0,8% et de 1,6% respectivement en 2023E. Rappelons que la Fed et la BCE maintiennent leur orientation monétaire restrictive durant le T1-23 afin de ramener l'inflation autour de sa cible de 2% sur le MT, soit des hausses cumulées du TD de 500 PBS et de 350 PBS respectivement depuis 2022.

### ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2019-2023



### ÉVOLUTION DES DÉCISIONS MONÉTAIRES



### ... Qui ne reflète pas la parfaite maîtrise des finances publiques de l'État à fin mars 2023

Malgré cet environnement économique difficile, l'État semble préserver ses fondamentaux budgétaires. En atteste la capacité du Trésor à dégager un excédent budgétaire au terme du T1-23 de 1,6 MMDH. À l'origine, une augmentation des recettes ordinaires plus importante que celle des dépenses [\[Cf. Budget Focus - Mars 2023\]](#).

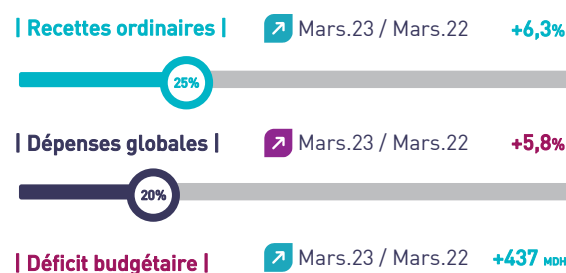
Les recettes de l'État sont soutenues par la composante fiscale dans un contexte qui demeure marqué par la hausse des prix à l'échelle internationale, mais aussi au niveau local. Dans ces conditions, les recettes TVA de l'État ont augmenté de plus de 2,0 MMDH en une année. En dépit d'une légère inflexion baissière au mois de mars 2023, l'inflation au Maroc s'établit toujours à des seuils très élevés dépassant les 8%, soit des plus hauts sur les trois dernières décennies.

Cette performance fiscale a pu compenser la hausse des dépenses ordinaires de l'État alourdies par le rehaussement des dépenses de biens et services et des charges de compensation. Celle-ci demeure principalement pénalisée par le rétablissement de la consommation du gaz butane. Plus en détails, les dépenses de compensation se sont établies à 9,1 MMDH à fin mars 2023, soit un taux de réalisation de 34% par rapport à la prévision de la LF-23 de 26,6 MMDH.

### BESOINS DE FINANCEMENT : T1-23 VS. LF-23

	T1-22	T1-23	LF-23	
Recettes ordinaires	73,5	78,1	312,7	↗
Dépenses ordinaires	70,0	75,5	291,5	↗
Dépenses globales	72,4	76,5	378,4	↗
Déficit budgétaire	1,1	1,6	-65,7	↗

### LF-23 : TAUX DE RÉALISATION VS. VARIATION AU T1-23



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

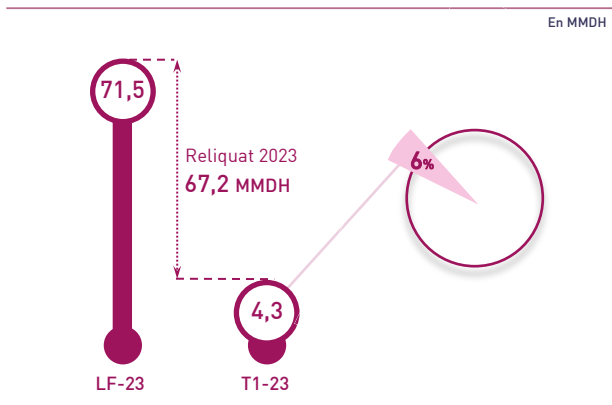
## UN BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR PARFAITEMENT MAÎTRISÉ AU TERME DU T1-23

### *Un faible taux de réalisation du besoin de financement du Trésor prévu par la LF-23 ...*

En ligne avec l'allègement du déficit budgétaire à fin mars 2023, le besoin de financement net du Trésor s'est réduit à son tour sur la même période. Celui-ci s'est établi à 4,3 MMDH contre 10,2 MMDH une année auparavant et ce, tenant compte du repli des arriérés du Trésor de +5,8 MMDH. Ainsi, l'État ne satisfait que 6,0% de son besoin de financement annuel prévu dans le cadre de la LF-23, soit de 71,5 MMDH. Ainsi, le reliquat des besoins de financement du Trésor durant le reste de l'année demeure important à 67,2 MMDH.

Cette maîtrise budgétaire a ainsi soutenu la situation excédentaire de la trésorerie de l'argentier de l'État durant le T1-23 comparativement aux mêmes trimestres des quatre dernières années. À l'origine, les ressources mobilisées suite à la dernière sortie du Royaume à l'international en mars dernier de 2,5 MM\$. Ainsi et dans le cadre de la gestion active de la trésorerie afin d'optimiser le coût de financement de l'État, l'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension du Trésor sur le marché monétaire a dépassé les 27,0 MMDH en moyenne quotidienne durant le T1-23, soit 4 fois le niveau observé à la même période une année auparavant.

### BESOIN DE FINANCEMENT : T1-23 VS. LF-23



### TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES

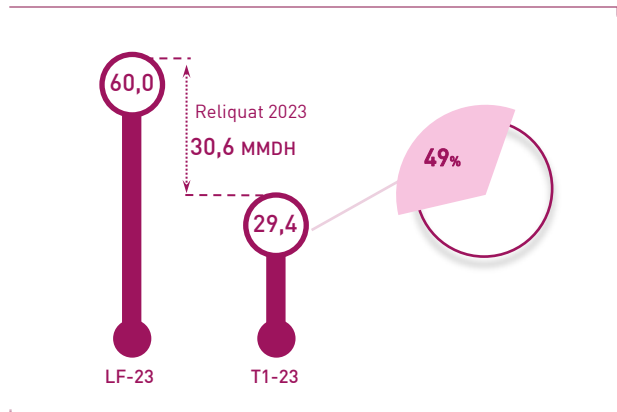


### *...Satisfait sur le marché extérieur grâce à la dernière sortie du Trésor à l'international*

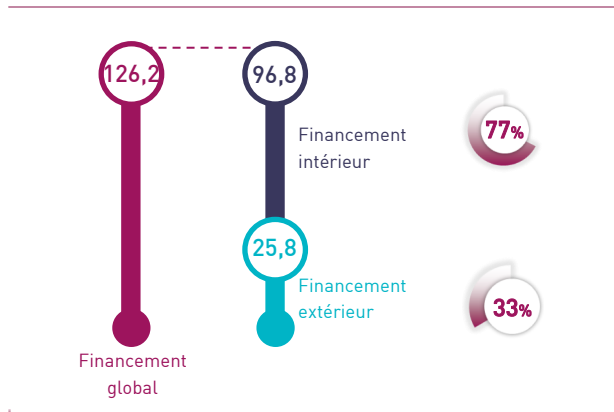
Après deux années d'absence, le Maroc concrétise son 1<sup>er</sup> emprunt à l'international à travers une levée en devise d'un Eurobond de près de 25,0 MMDH [Cf. [Stratégie de financement du Trésor 2023](#)]. Grâce à cette sortie étrangère, le Trésor a pu réaliser à fin mars 2023 près de 50% des tirages extérieurs bruts prévus par la LF-23. Ces derniers s'établissent à 29,4 MMDH au terme du T1-23, contre un financement extérieur annuel budgétisé par la LF-23 à 60,0 MMDH.

En effet, cette nouvelle orientation vers les financements extérieurs s'avère judicieuse afin de réduire le recours vers le marché intérieur dans un contexte où le Trésor devrait faire face à des tombées en capital très importantes de près de 180 MMDH en 2023E. Déjà durant le T1-23, le Trésor a fait face à un niveau élevé des amortissements au titre de sa dette intérieure de 37,4 MMDH, soit 21% des tombées globales en 2023E. À l'origine, une concentration des émissions du Trésor au cours des six derniers mois sur les maturités CT. Ainsi, au terme du T1-23, les financements extérieurs ont représenté près de 33% du besoin de financement brut global. Celui-ci s'est élevé à 126,2 MMDH à fin mars 2023.

### TAUX DE RÉALISATION DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



### RÉPARTITION DU BESOIN DE FINANCEMENT BRUT T1-23



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

## UN RECOURS PLUS PRONONCÉ DU TRÉSOR AU MARCHÉ INTÉRIEUR

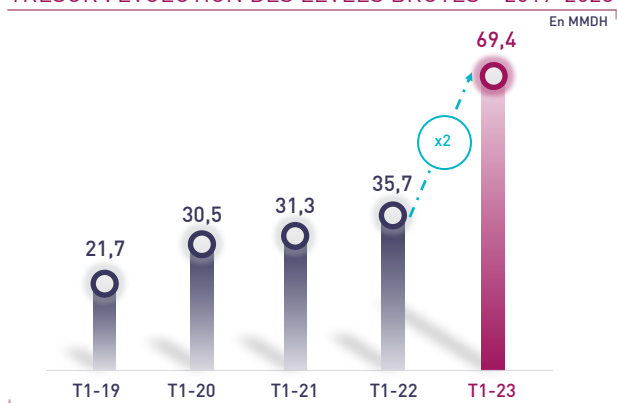
### Hausse des emprunts du Trésor sur le marché des adjudications...

Les levées brutes<sup>(1)</sup> du Trésor sur le marché primaire ont quasiment doublé au T1-23 par rapport à la même période de l'année précédente, à 69,4 MMDH. À l'origine, deux principales raisons :

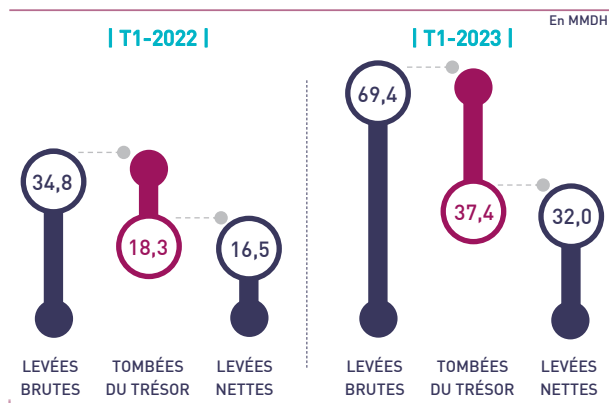
- (1) Un retour d'appétit des investisseurs envers les Bons du Trésor, après une rupture au cours du T4-22. À l'origine, le réajustement haussier des Taux obligataires sur les compartiments primaire et secondaire durant le mois de janvier 2023 et ce, suite aux opérations de rachats de BDT de BAM sur le marché secondaire effectuées au prix de marché. L'activation de ce nouvel instrument de politique monétaire a permis d'injecter un montant de 16,8 MMDH face à une enveloppe totale de 25,0 MMDH, favorisant le retour des souscriptions du Trésor sur le marché primaire ;
- (2) Le rehaussement significatif des besoins de financement du Trésor durant le T1-23 en lien avec la hausse significative des tombées du Trésor durant la même période. Celles-ci ont plus que doublé atteignant 37,4 MMDH au T1-23, en hausse de +19,0 MMDH en une année. Cette évolution s'explique par la nouvelle stratégie d'émission du Trésor au cours du T4-22 axée sur le CT, notamment à travers la création de nouvelles lignes 32 et 45 jours.

Au final, nous assistons au doublement des emprunts nets de l'argentier de l'État sur le marché primaire. Ces derniers ressortent à 32,0 MMDH durant le T1-23 contre 16,5 MMDH au terme du T1-22, soit une hausse de +15,5 MMDH.

### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES<sup>(1)</sup> 2019-2023



### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES<sup>(2)</sup>

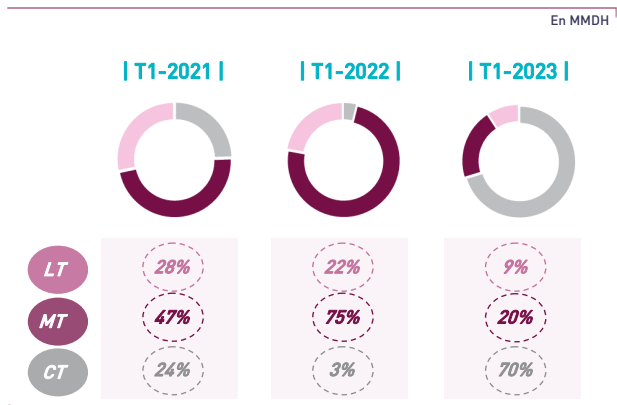


### ...Conjuguée à une concentration des levées du Trésor sur le compartiment CT

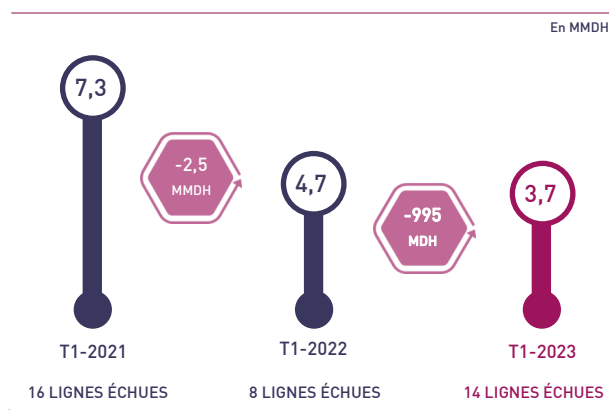
La politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prédominance des levées sur le segment CT de la courbe dans un contexte de faible Demande en BDT envers le compartiment MLT. Une évolution qui devrait induire une baisse de la durée de vie moyenne du Trésor tenant compte du faible niveau des opérations d'échange de BDT au cours du T1-23 ne permettant pas le réajustement du profil de la dette du Trésor et le lissage de ses tombées importantes à CT.

À cet effet, nous relevons un rehaussement du poids des souscriptions du Trésor sur la tranche de maturités CT. Celui-ci ressort à 70% au T1-23, contre seulement 3% au T1-22. À l'opposé, la part des maturités moyennes a baissé de 55 pts, passant de 75% au T1-22 à 20% au T1-23. Le poids des levées sur le compartiment LT s'est limité à 9% au cours de ce trimestre, contre 22% au T1-22. À l'origine, la persistance des tensions inflationnistes à 9,1% en moyenne durant le T1-23 alimentant les anticipations d'une poursuite de la politique restrictive de BAM en 2023.

### 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.



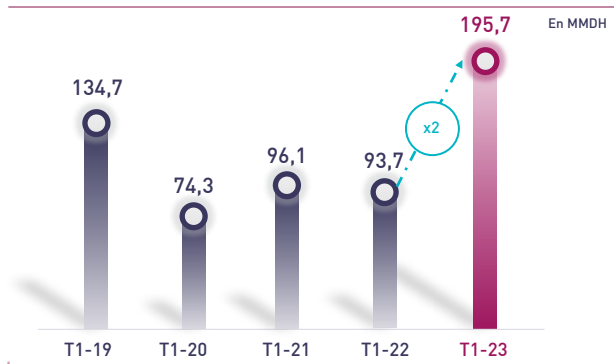
## UN RETOUR D'APPÉTIT VISIBLE DES INVESTISSEURS LOCAUX ENVERS LES BDT

### Une nette reprise de la Demande en BDT au T1-23, axée sur le CT...

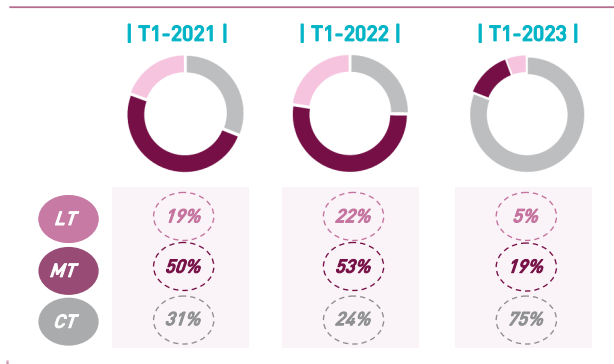
La Demande des investisseurs en BDT a quasiment doublé durant le T1-23 atteignant un niveau historiquement élevé, passant de 93,7 MMDH au terme du T1-22 à 195,7 MMDH au T1-23. Plus de la moitié de cette Demande a été concentrée durant le mois de janvier suite aux appels d'Offre de BAM de rachat de BDT sur le marché secondaire.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs au T1-23, nous relevons une prépondérance des maturités CT dont le poids ressort à 75% contre 24% au T1-22, justifiant l'orientation prononcée de l'Offre du Trésor vers cette même tranche de maturité au cours de la même période.

#### TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2019-2023



#### TRÉSOR : VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ

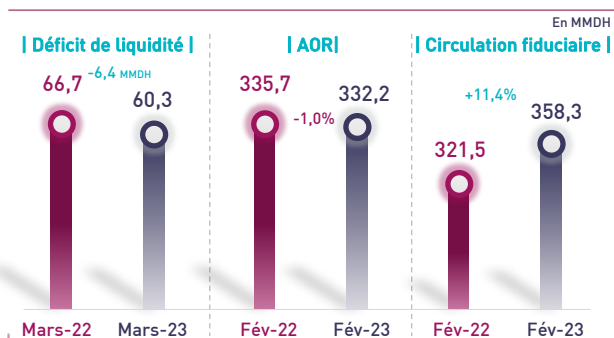


### ... Justifiée par deux principaux facteurs

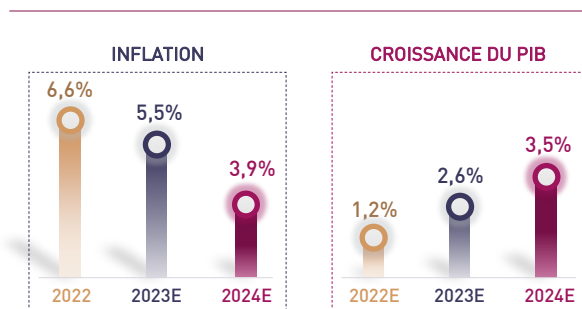
Au cours du T1-23, nous avons assisté à un affermissement sensible de la Demande en BDT orienté vers le CT et ce, en dépit d'une décollecte sensible au niveau des OPCVM obligataires. Au-delà de l'absence des opérations de financement innovants du Trésor durant le T1-23, le relèvement de la Demande s'expliquerait selon nous, par deux facteurs :

1. La reprise de l'appétit envers les BDT dans un contexte de rehaussement des Taux obligataires, suite aux opérations de rachat d'actifs de BAM permettant de « décongestionner » le marché obligataire ;
2. L'allègement du déficit de liquidité bancaire de 6,4 MMDH à un faible niveau de 60,3 MMDH en mars 2023 et ce, en dépit de la hausse de la circulation fiduciaire à un plus haut historique de plus de 350 MMDH.

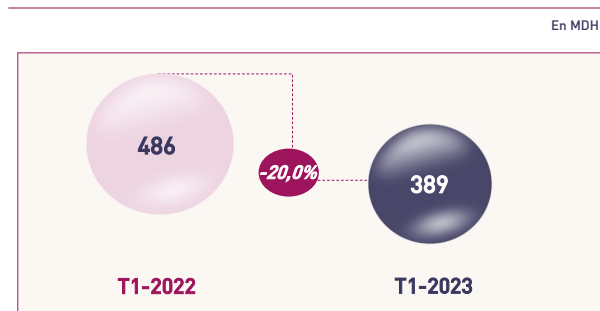
#### MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



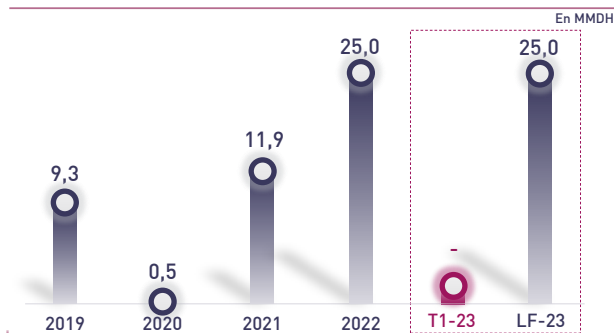
#### MAROC : PRÉVISIONS INFLATION VS. CROISSANCE



#### 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

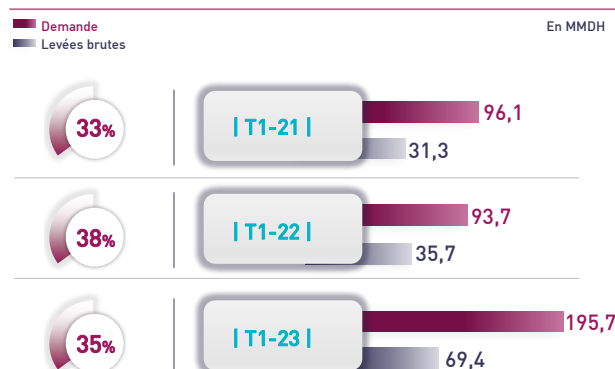
## LA TENDANCE HAUSSIÈRE SE GÉNÉRALISE À TOUTES LES TRANCHES DE MATURITÉ

### Après la hausse importante des Taux courts en 2022, le LT s'ajuste ...

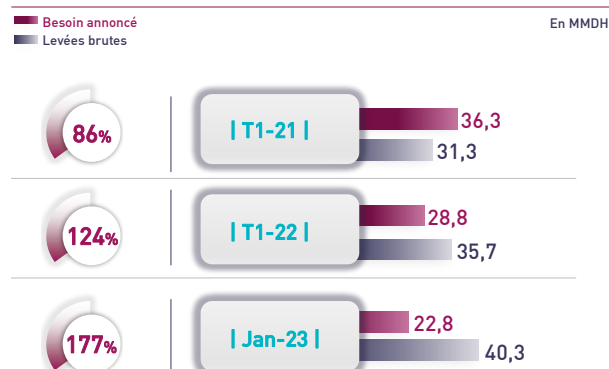
Durant le T1-23, les Taux obligataires ont connu un réel réajustement haussier, particulièrement au sein de la tranche de maturité MLT après l'inversement de la courbe obligataire en fin d'année 2022. Les pressions haussières sur les Taux ont été particulièrement significatives durant le mois de janvier 2023 après le recours de BAM pour la 1<sup>ère</sup> fois aux opérations de rachat de BDT sur le marché secondaire. Celles-ci ont permis de doubler à la fois la Demande des investisseurs en BDT et l'Offre du Trésor sur le marché des adjudications durant le T1-23.

À titre indicatif, durant la séance d'adjudication du 10 janvier 2023 qui a suivi une opération de rachat de BDT de 15 MMDH, le Trésor a effectué une levée de 17 MMDH face à une Demande en BDT historique de plus de 34 MMDH, lui permettant de dépasser son besoin de financement fixé à 23 MMDH en janvier 2023. Par conséquent, les levées brutes ont dépassé les 40,0 MMDH en janvier 2023, soit un taux de réalisation de 170% durant ce mois. Néanmoins, le recours du Trésor au marché intérieur s'est atténué pendant le reste du trimestre suite à l'orientation vers les financements extérieurs.

#### TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



#### TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS

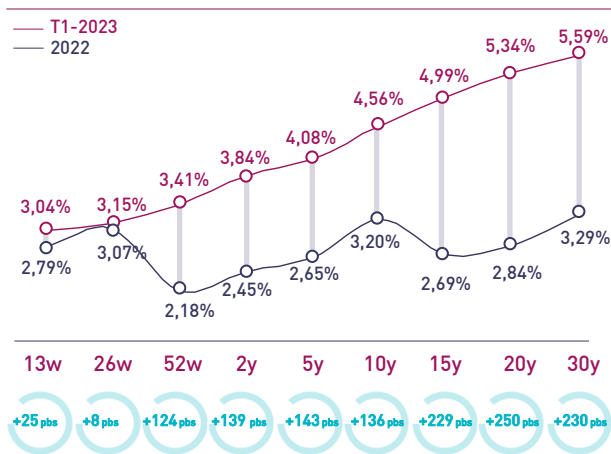


### ...Permettant le rétablissement de la pentification de la courbe obligataire au T1-23

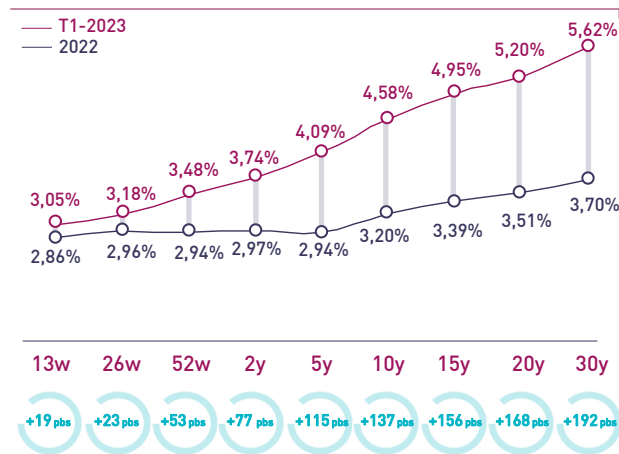
Après la hausse importante des Taux CT en 2022, nous avons assisté à un réajustement haussier sur le reste de la courbe, particulièrement au sein de la tranche de maturité MLT sur les deux courbes obligataires. Plus en détails :

- Courbe primaire :** Nous relevons une correction de la pentification de la courbe primaire en deux temps avec des hausses importantes sur le MLT allant de 136 PBS à 250 PBS. Le Taux 10 ans dépasse ainsi le seuil des 4,50%, soit un des plus hauts depuis 2015. Rappelons que, depuis décembre 2022, le Trésor avait évité de marquer à la hausse les Taux LT créant ainsi un inversement de la courbe obligataire primaire durant le T4-22 ;
- Courbe secondaire :** Les Taux secondaires ont connu un réajustement technique compte tenu des évolutions sur le marché primaire ainsi que la mise en place d'une nouvelle méthodologie de calcul de la courbe de référence. Les hausses du CT ont varié entre +19 PBS et +53 PBS alors que celles des maturités moyennes et longues ont été plus importantes sur la même période atteignant les +192 PBS durant le T1-23.

#### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



#### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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



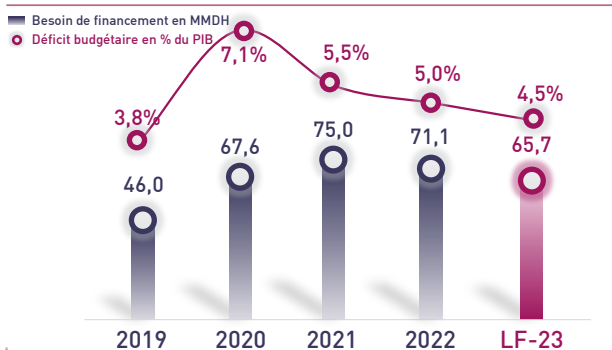
## SOUTENABILITÉ DES TAUX OBLIGATAIRES AU MAROC À DES NIVEAUX ÉLEVÉS EN 2023E

### Des besoins de financement importants en dépit d'une maîtrise attendue du déficit budgétaire en 2023E

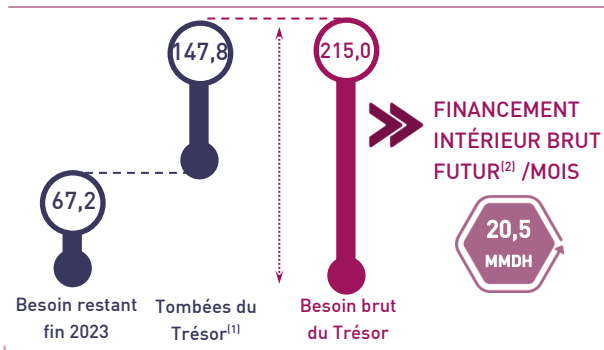
En dépit d'une nette amélioration attendue du déficit budgétaire à 4,5% en 2023E contre une moyenne de 5,9% durant la période 2020-2022, celui-ci reste largement supérieur à la moyenne observée durant la période 2017-2019, soit de 3,5% du PIB. De plus, cette nette amélioration du déficit demeure à relativiser. Celle-ci est due partiellement à la progression du PIB en valeur tenant compte d'une inflation élevée à plus de 5% en 2023E, selon les dernières prévisions de BAM.

Tenant compte des amortissements importants du Trésor sur les trois prochains trimestres de 147,8 MMDH et le reliquat à financer dans le cadre des prévisions de la LF-23 de 67,2 MMDH, le besoin de financement moyen par mois du Trésor ressort à près de 20,5 MMDH à fin mars 2023 [Cf. *Budget Focus - Mars 2023*]. Ce niveau tient compte de la réalisation de la totalité des financements extérieurs ainsi que des recettes de privatisations estimées à 5 MMDH en 2023E.

#### ÉVOLUTION DU BESOIN FINANCEMENT VS. DÉFICIT



#### BESOIN DE FINANCEMENT DU TRÉSOR À FIN 2023



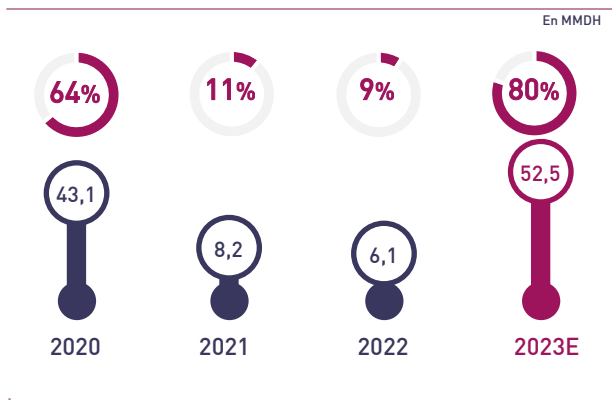
### La dernière sortie à l'international devrait soutenir la capacité du Trésor à financer son besoin en 2023E

Alors que le taux de réalisation des financements extérieurs n'a pas dépassé les 75% sur 2021-2022, la dernière sortie à l'international semble de bon augure pour la réalisation totale des financements extérieurs de la LF-23 à 60,0 MMDH. La politique de financement du Trésor prévue dans le cadre de la LF-23 devrait rompre avec la tendance observée durant ces deux dernières années, marquée par un recours quasi-exclusif au marché intérieur. Les financements extérieurs devraient couvrir près de 80% du besoin de financement net du Trésor en 2023E contre 10% en moyenne sur 2021-2022.

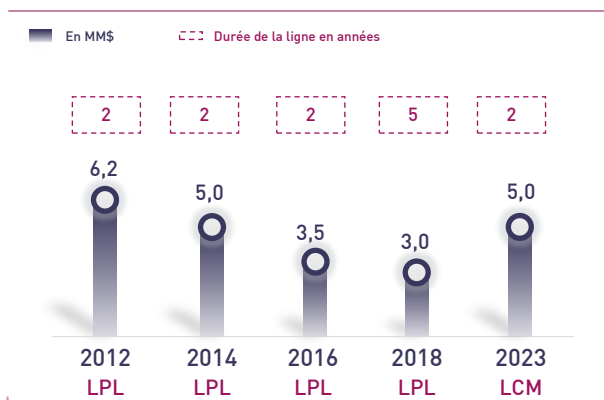
Plusieurs facteurs nous rassurent quant à la dissipation de nouvelles tensions haussières sur les Taux domestiques. Il s'agit principalement :

- (1) De l'assouplissement des primes de risque de la dette souveraine marocaine libellée en dollar. Les PDR ont connu un repli de -42% depuis leurs plus hauts en 2022, passant de 387 PBS à près de 220 PBS en mars 2023 ;
- (2) L'approbation du FMI de l'obtention du Maroc d'une LCM<sup>(2)</sup> de 5 MM\$ permettant d'accéder à des financements extérieurs importants à des conditions relativement plus souples. Celle-ci devrait fournir un matelas de sécurité pour le financement du Trésor d'ici la fin de l'année. Rappelons que l'argentier de l'État avait activé la LPL auprès de BAM pour un montant de 21 MMDH en décembre 2022.

#### ÉVOLUTION DE LA PART DES FINANCEMENTS EXTÉRIEURS



#### FMI : ÉVOLUTION DES LIGNES DE LIQUIDITÉ 2012-2023



(1) Incluant les tombées intérieures et extérieures du Trésor

(2) Ligne de Crédit Modulable

## ANNEXE : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE 2015-2022E

Variation annuelle sauf indication contraire

International	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Croissance mondiale	3,4%	3,3%	3,8%	3,6%	2,8%	-2,8%	6,3%	3,4%
Croissance zone euro	2,0%	1,9%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,1%	5,4%	3,5%
Taux d'ouverture de l'économie marocaine			70,1%	74,2%	77,3%	76,0%	68,8%	75,0%
Avoirs officiels de réserves (En mois d'importations de B&S)	6,0	6,3	5,6	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4
Croissance économique	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Croissance nationale	4,3%	0,5%	5,1%	3,1%	2,9%	-7,2%	7,9%	1,2%
Valeur ajoutée agricole	14,3%	-19,7%	21,5%	5,6%	-5,0%	-8,1%	17,8%	-15,0%
Valeur ajoutée non agricole	2,9%	2,7%	3,0%	2,5%	3,4%	-6,3%	6,1%	3,4%
Demande	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Consommation des ménages	2,3%	1,9%	3,7%	2,4%	2,2%	-5,6%	8,2%	
Consommation administrations publiques	1,9%	2,5%	2,4%	3,7%	4,8%	-0,5%	5,6%	
Investissement	5,6%	8,1%	3,0%	5,3%	-0,2%	-11,9%	13,3%	
Importations B&S	1,3%	14,8%	4,6%	4,8%	2,1%	-11,9%	11,8%	
Exportations B&S	4,3%	6,8%	10,8%	3,8%	5,1%	-15,0%	8,7%	
Endettement (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Dette totale du Trésor	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	68,9%	
Dette intérieure du Trésor	44,5%	47,0%	47,0%	48,1%	47,3%	54,9%	53,1%	
Dette extérieure du Trésor	14,1%	13,0%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	15,8%	
Duration de dette (En années)	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,3	7,2	7,0*
Finances publiques (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Pression fiscale**			20,0%	20,1%	19,7%	19,7%	19,2%	19,5%
Recettes ordinaires			20,1%	19,5%	20,4%	19,9%	19,9%	20,0%
Recettes fiscales			17,5%	17,5%	17,2%	17,3%	16,7%	17,0%
Dépenses ordinaires			18,0%	17,8%	18,1%	20,1%	19,6%	20,0%
Dépenses d'investissement			5,8%	5,5%	5,8%	7,5%	6,1%	5,9%
Déficit budgétaire	-3,8%	-4,0%	-3,2%	-3,4%	-3,8%	-7,1%	-5,5%	-5,1%

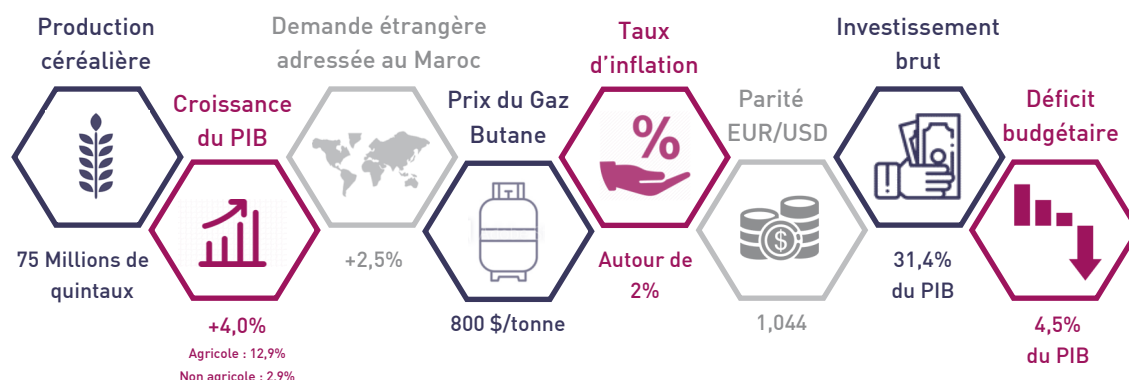
\* À fin S1-2022

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

Sources : Ministère des finances, BAM, Calculs &amp; Analyse AGR

## ANNEXE : ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2023

## HYPOTHÈSES DE CONSTRUCTION DE LA LF 2023



## Tableau d'équilibre au titre de la LF 2023 comparativement à la LF 2022

En MMDH sauf indication contraire

Objectifs	Rubrique	LF 2022	LF 2023	Variation	Mécanismes
<b>Mobilisation des recettes</b>	<b>Recettes ordinaires</b>	<b>262,9</b>	<b>312,7</b>	<b>↗ +19%</b>	⇒ Recouvrement des recettes fiscales ;
	Recettes fiscales	222,9	255,3	↗ +15%	⇒ Rationalisation des incitations fiscales et la lutte contre l'évasion fiscale ;
	Impôts directs	97,7	113,2	↗ +16%	⇒ Rentabilisation du portefeuille et amélioration des recettes domaniales ;
	Impôts indirects	98,2	111,1	↗ +13%	⇒ Poursuite du recours aux financements innovants.
	Recettes non fiscales	35,9	54,1	↗ +51%	
<b>Maîtrise des dépenses</b>	<b>Dépenses globales</b>	<b>335,6</b>	<b>378,4</b>	<b>↗ +13%</b>	
	Dépenses ordinaires	262,1	291,5	↗ +11%	⇒ Maîtrise des dépenses de personnel ;
	Dépenses de fonctionnement	217,0	234,9	↗ +8%	⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement ;
	Intérêt de la dette publique	28,1	30,0	↗ +7%	⇒ Amélioration de l'efficacité des investissements publics ;
	Compensation	17,0*	26,6	↗ +56%	⇒ Rationalisation des transferts destinés aux établissements publics.
	Investissement	78,0	91,1	↗ +17%	
<b>Redressement de l'équilibre budgétaire</b>	<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-72,6</b>	<b>-65,7</b>	<b>↘ -7,0 MMDH</b>	Rétablissement des équilibres extérieurs à travers :
	En % du PIB	5,9%	4,5%	↘ -140 PBS	⇒ La dynamisation des exportations et la maîtrise des flux des importations ;
	<b>Dette du Trésor</b>	<b>951,2</b>	<b>1.003,5</b>	<b>↗ +73 MMDH</b>	⇒ La promotion des IDE et mobilisation des financements extérieurs.
	En % du PIB	77,8%	69,5%	↘ -483 PBS	

\* Prévvision actualisée à 33,8 MMDH

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

<b>DIRECTEUR STRATÉGIE</b> Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	<b>MANAGER</b> Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	<b>ASSOCIATE</b> Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca
<b>DIRECTEUR ÉCONOMIE</b> Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	<b>MANAGER</b> Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqi@attijari.ma Casablanca	<b>ASSOCIATE</b> Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	<b>INVESTOR RELATIONS ANALYST</b> Nisrine Jamali +212 5 22 49 14 82 n.jamali@attijari.ma Casablanca
<b>FINANCIAL ANALYST</b> Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ANALYST</b> Ines Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	<b>FINANCIAL ANALYST</b> Ulдерic Djado +237 681 77 89 40 u.djado@attijarisecurities.com Douala	<b>FINANCIAL ANALYST</b> 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.benrhomdane@attijaribank.com.tns
--

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe +237 651 23 51 15 e.pouhe@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.