

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | FÉVRIER 2024

## LES RECETTES TVA AU CHEVET DES FINANCES PUBLIQUES DE L'ÉTAT EN 2024

- 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

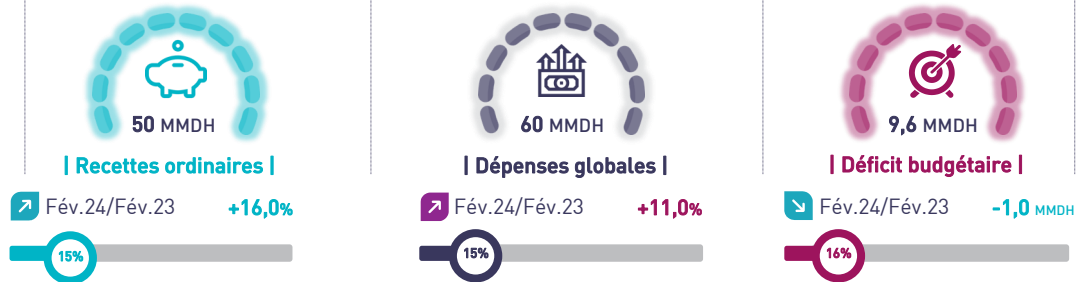


# MONTHLY BUDGET FOCUS

## FIXED INCOME

25 MARS  
2024

### TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2024 | À FIN FÉVRIER 2024 |



### VUE D'ENSEMBLE : MAÎTRISE DU DÉFICIT GRÂCE AUX RECETTES FISCALES INDIRECTES

À fin février 2024, l'État affiche une maîtrise de son déficit budgétaire. Ce dernier ressort à 9,6 MMDH, en hausse de 1,0 MMDH par rapport à l'année précédente.

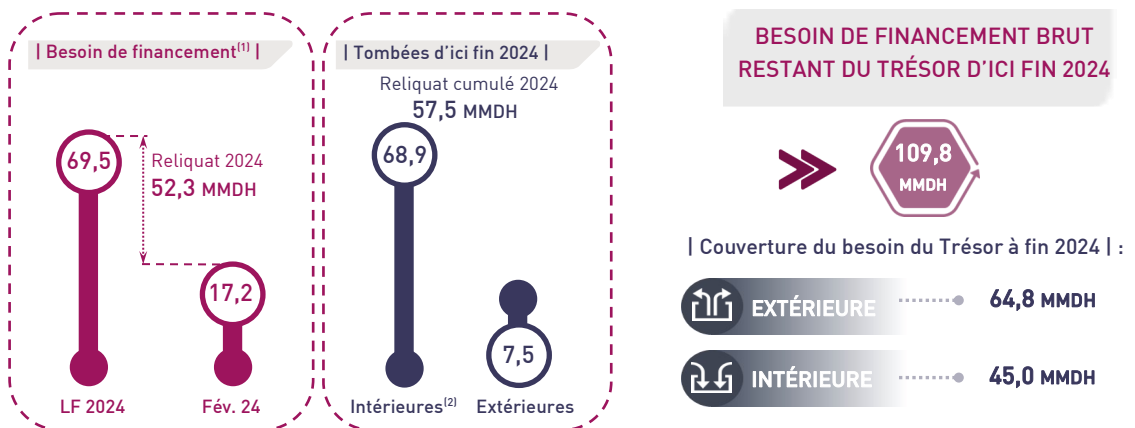
À l'origine, une amélioration importante des recettes fiscales indirectes. Celles-ci contribuent à hauteur de 36% à la reprise des recettes de l'État. Les recettes TVA ont dépassé les 16 MMDH, soit un TR de 18,7%. Ainsi, les recettes ordinaires se sont améliorées de +16,0% à 50,0 MMDH sur la même période.

Les dépenses ordinaires ont augmenté de +3,2%, soit +1,6 MMDH et le solde ordinaire ressort négatif à -2,6 MMDH pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis mai 2023.

Le besoin de financement s'est établi à 17,2 MMDH, soit +507 MDH en une année, en raison de la réduction du stock des opérations en instance de 7,6 MMDH.

Ce besoin a été satisfait à hauteur de 78% sur le marché domestique, dont 62% via le recours au marché de la dette intérieure. Ce recours à l'endettement intérieur s'opère dans l'attente de l'activation des mécanismes des financements extérieurs, estimés à 70 MMDH dans le cadre des prévisions de la LF 2024.

### BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR EN DESSOUS DES 5 MMDH



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

### 4,5 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup>/MOIS

<sup>(3)</sup> 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 2024 devrait s'établir à 110 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2024 à 52,3 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2024 de 57,5 MMDH, dont un reliquat de 68,9 MMDH sur le marché intérieur et un excédent de 7,5 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2024, l'argentier de l'État devrait couvrir 64,8 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 45,0 MMDH serait satisfait sur le marché domestique. Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois a nettement reculé à 4,5 MMDH contre une estimation de 6,9 MMDH un mois auparavant. Il est à noter que cette estimation tient compte de la concrétisation de la totalité des financements extérieurs budgétés par la LF 2024 à 70,0 MMDH.

### AVIS D'EXPERT

*Dans l'attente de la première sortie à l'international du Trésor avant l'échéance de remboursement de 1,0 MM\$ en avril 2024, le recours au marché intérieur demeure intensifié durant les deux premiers mois de cette année.*

*Néanmoins, nous pensons que les conditions actuelles du marché plaident pour une certaine stabilité des Taux obligataires autour de leurs niveaux actuels. À l'origine, la maîtrise des besoins de financement du Trésor et les anticipations de la normalisation du TD de BAM dans un contexte de reflux de l'inflation à 0,3% en février 2024. [Cf. Taux Directeur - Mars 2024]*

Meryeme HADI

Associate

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

Lamyae OUDGHIRI

Manager

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

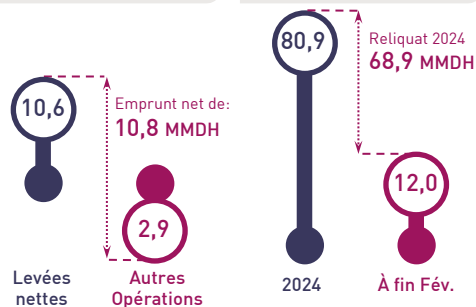


Attijari  
Global Research

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

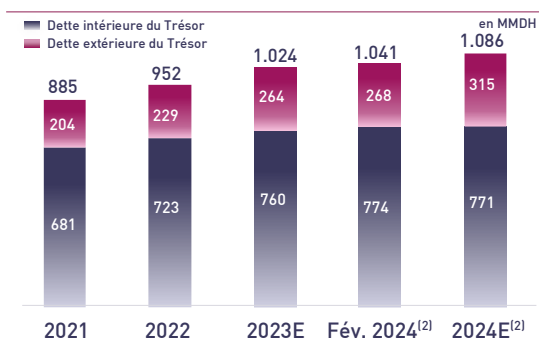
## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Février 2024 | | Tombées du Trésor<sup>(1)</sup> |



(1) Incluant les échanges de BDT

## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR

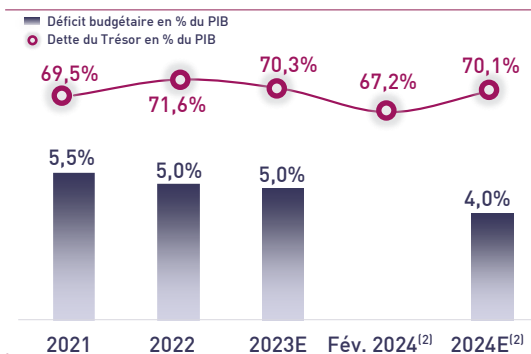


À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2024 et la poursuite de la stratégie du Trésor orientée vers les financements extérieurs, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2024E à 62,0 MMDH, soit 4,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2024E, atteignant selon nos estimations 1.086 MMDH contre 1.024 MMDH en 2023E. Sous l'hypothèse d'une concrétisation totale des tirages extérieurs prévus par la LF 2024, soit 70 MMDH :

(1) La dette intérieure devrait atteindre 771 MMDH en 2024E, en hausse de 1,4% par rapport à son niveau à fin 2023E ;

(2) La dette extérieure devrait augmenter de 19,4%, passant de 264 MMDH en 2023E à 315 MMDH en 2024E.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



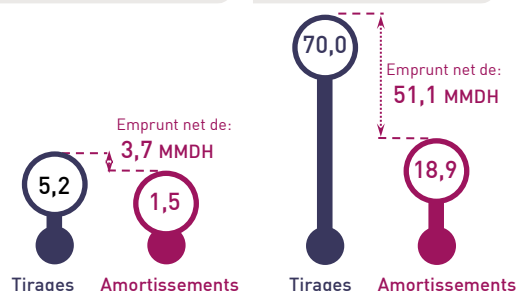
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF-24 pour l'année 2024E, soit de 3,7%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 70,0% en 2024E. Ce dernier aurait atteint 67,2% à fin février 2024E.

Plus en détails, l'endettement intérieur devrait se stabiliser à 49,9% en février 2024E et se maintenir à ce niveau jusqu'à la fin de l'année 2024E.

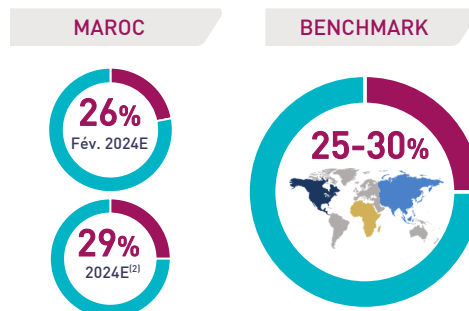
(2) Estimations AGR

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Février 2024 | | Prév. LF 2024 |



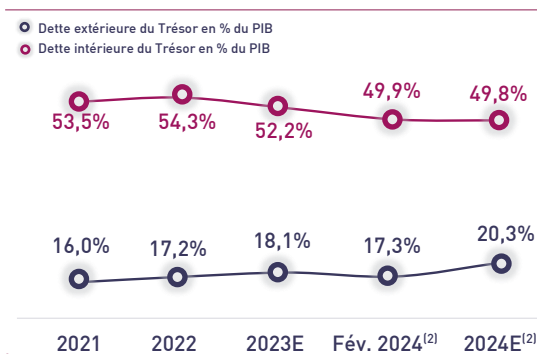
## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



À fin février 2024E, la dette globale aurait atteint 1.041 MMDH. La composante intérieure aurait avancé à 774 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait augmenté à 268 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 26% à fin février 2024E. Celui-ci devrait nettement augmenter à 29% à fin 2024E, ne dépassant toutefois pas la limite supérieure de notre Benchmark de référence, soit entre 25% et 30%.

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le taux d'endettement extérieur devrait s'accroître passant de 18,1% à fin 2023E à 20,3% en 2024E. Celui-ci se serait établi à 17,3% à fin février 2024E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



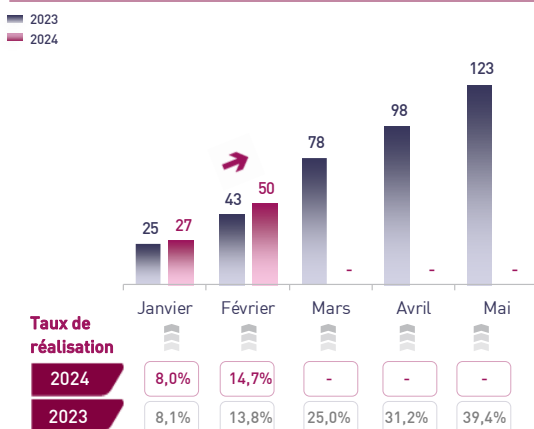
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN FÉVRIER 2024

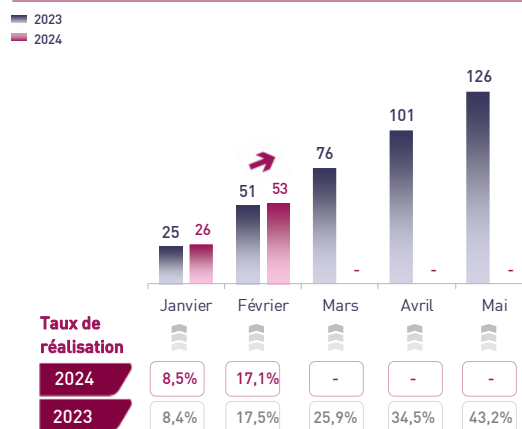
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN FÉVRIER 2024 |

EN MMDH	Fév. -23	TR Fév. -23	Fév. - 24	LF 2024	TR Fév. - 24
<b>Recettes fiscales</b>	40,1	15,7%	43,9	270,8	16,2%
Impôts directs (IS+IR)	13,5	12,0%	14,4	116,9	12,3%
Impôts indirects (TVA+TIC)	18,9	17,0%	21,4	118,9	18,0%
<b>Recettes non fiscales</b>	2,2	4,0%	5,1	65,3	7,8%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>43,1</b>	<b>13,8%</b>	<b>50,0</b>	<b>339,5</b>	<b>14,7%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	51,0	17,5%	52,6	307,0	17,1%
Dépenses de fonctionnement	40,6	17,3%	42,5	252,8	16,8%
Intérêt de la dette publique	4,7	15,8%	4,8	37,2	12,8%
Compensation	5,7	21,3%	5,3	17,0	31,3%
<b>Investissement</b>	16,4	18,0%	16,8	100,4	16,7%
<b>Dépenses globales</b>	<b>53,7</b>	<b>14,0%</b>	<b>59,6</b>	<b>401,5</b>	<b>14,9%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 10,6</b>	<b>16,2%</b>	<b>-9,6</b>	<b>- 62,0</b>	<b>15,5%</b>

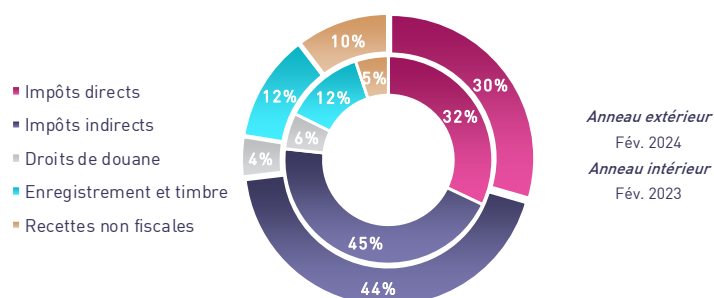
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



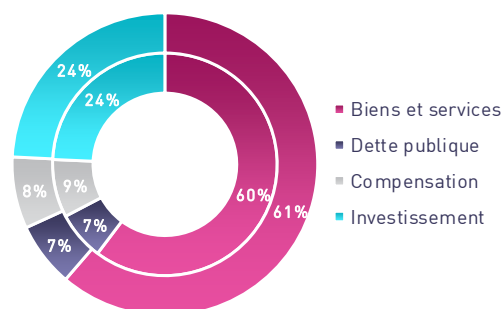
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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 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

### FINANCIAL ANALYST

Anass Drif  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@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 20 21 98 26  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

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

Atef GABSI (Gabon)  
+241 60 18 60 02  
atef.gabsi@ugb-banque.com  
Elvira NOMO (Cameroun)  
+237 67 27 34 367  
e.nomo@attijarisecurities.com

## AVERTISSEMENT

#### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

#### SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

#### CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

#### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

#### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposter une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

