

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | SEPTEMBRE 2024

## UNE EXÉCUTION BUDGÉTAIRE CONFORME AU CALENDRIER DE LA LF-24

- 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

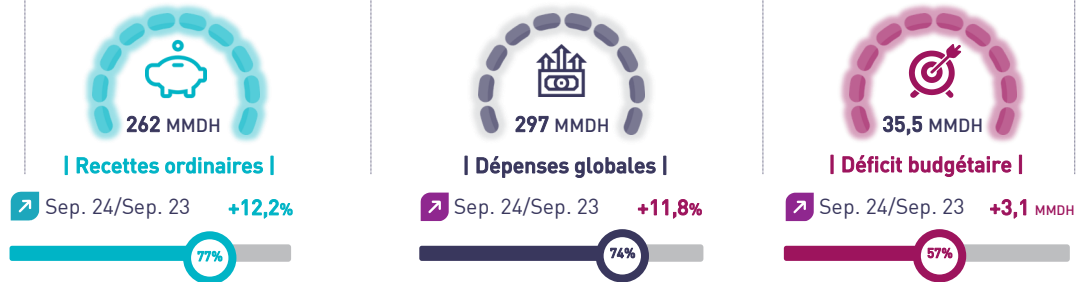


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

25 OCTOBRE  
2024

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



## VUE D'ENSEMBLE : UN LÉGER CREUSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE

À fin septembre 2024, le déficit budgétaire s'est creusé en une année de 3,1 MMDH à 35,5 MMDH. À l'analyse de la situation financière du Trésor au terme du T3-24, nous relevons :

Du côté des recettes, une nette hausse des recettes fiscales de +23,9 MMDH en une année en lien avec l'amélioration des rentrées générées par l'IR, l'IS et la TVA. Pour leur part, les recettes non fiscales augmentent de +3,9 MMDH sur la même période, en provenance principalement des EEP.

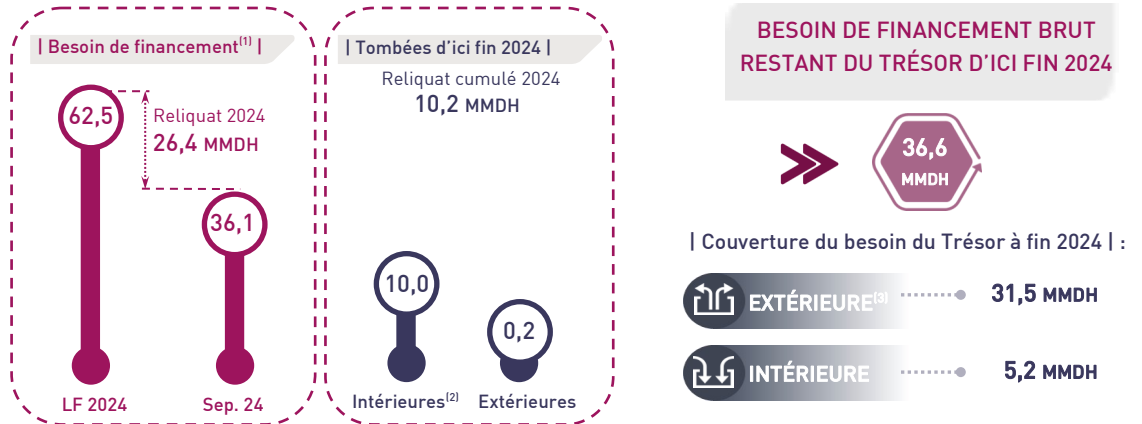
Du côté des dépenses, parallèlement à la hausse des dépenses au titre des B&S de +14,3 MMDH, la charge en

intérêts de la dette publique extérieure s'alourdit de +2,2 MMDH en lien avec la politique de financement du Trésor orientée vers l'extérieur.

La charge de compensation s'est allégée en une année de -2,6 MMDH à 19,7 MMDH à fin septembre 2024, soit un taux de réalisation de 116%.

À ce titre, le solde ordinaire atteint un record et dépasse +30 MMDH. Tenant compte de la réduction des opérations en instance de 525 MDH, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 36,1 MMDH, contre 45,9 MMDH à fin septembre 2023. Celui-ci a été financé à hauteur de 84% sur le marché intérieur.

## BESOIN DU TRÉSOR : LE BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR PAR MOIS À MOINS DE 2 MMDH



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

## 1,7 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(4)</sup>/MOIS

3) Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des tirages extérieurs prévus par la LF-24  
4) 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 37 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 26,4 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2024 de 10,2 MMDH, dont un reliquat de 10,0 MMDH sur le marché intérieur et 217 MDH sur le marché extérieur.

Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des financements extérieurs prévus par la LF 2024 à 56 MMDH contre 70 MMDH prévus, l'argentier de l'État devrait couvrir 31,5 MMDH de son besoin de financement brut (BFB) sur le marché extérieur. Ainsi, le besoin de financement intérieur brut par mois a reculé à 1,7 MMDH. *En cas d'absence d'une nouvelle levée à l'international d'ici la fin de l'année, le BFB serait porté à plus de 10,4 MMDH par mois, un niveau aisément soutenable par le Trésor.*

## AVIS D'EXPERT

L'évolution des Taux sur le marché obligataire demeure baissière durant le T3-24 soutenue par deux facteurs. D'une part, la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs en raison des anticipations de la poursuite de la normalisation du TD et du reflux des tensions inflationnistes. L'IPC a affiché une évolution de +0,8% à fin septembre 2024 comparé au même mois de l'année précédente. D'autre part, une situation confortable du Trésor avec une trésorerie de 20 MMDH en moyenne accumulée depuis le début de l'année.

L'orientation prévue du Trésor vers les financements extérieurs au cours du T4-24 devrait se refléter favorablement sur la maîtrise de l'Offre en BDT. En effet, les tirages extérieurs se sont établis à seulement 25 MMDH à fin septembre 2024 contre 70 MMDH prévus par la LF-2024, soit un taux de réalisation de 35%.

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

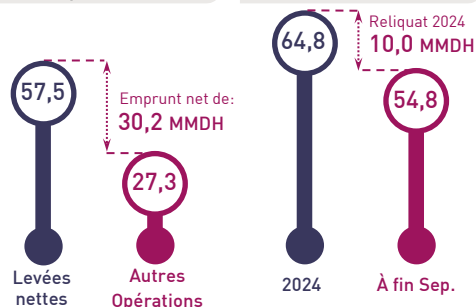
Directeur Activités de Marché  
+212 529 03 68 18  
L.oudghiri@attijari.ma



Attijari  
Global Research

## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

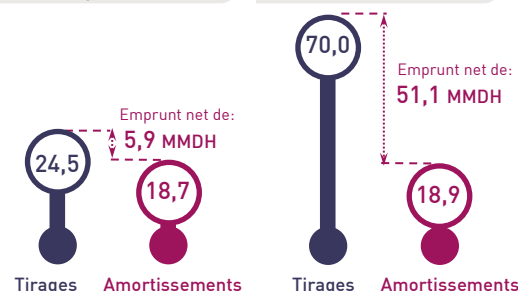
| À fin Sep. 2024 | | Tombées du Trésor<sup>(1)</sup> |



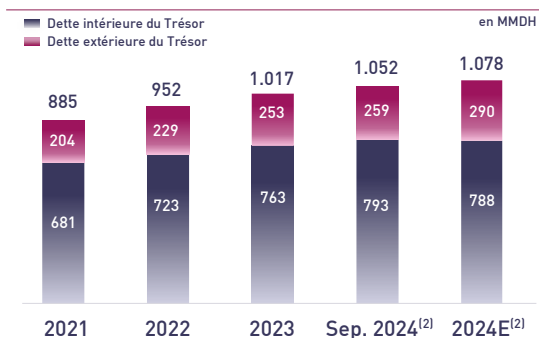
(1) Incluant les échanges de BDT

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Sep. 2024 | | Prév. LF 2024 |



## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



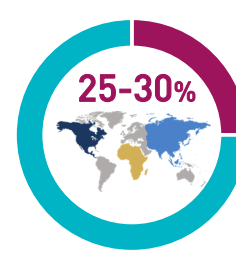
À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2024 et la poursuite de la stratégie du Trésor orientée vers les financements extérieurs, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2024E à 62,0 MMDH, soit 4,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2024E, atteignant selon nos estimations 1.078 MMDH contre 1.017 MMDH en 2023. Sous l'hypothèse d'une concrétisation de 80% des tirages extérieurs prévus par la LF 2024, soit 56 MMDH :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 788 MMDH en 2024E, en hausse de +3,3% par rapport à son niveau à fin 2023 ;  
(2) La dette extérieure devrait augmenter de +14,7%, passant de 253 MMDH en 2023 à 290 MMDH en 2024E.

## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

MAROC

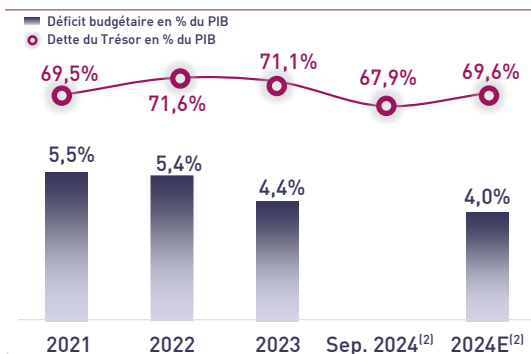
BENCHMARK



Au terme du mois de septembre, la dette globale aurait atteint 1.052 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 793 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 259 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 25% à fin septembre 2024E. Celui-ci ne devrait pas dépasser les +27,0% à fin 2024E tenant compte de la nouvelle orientation vers les tirages extérieurs, mais ne dépassant toutefois pas la limite supérieure de notre Benchmark de référence, soit de 30%.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR

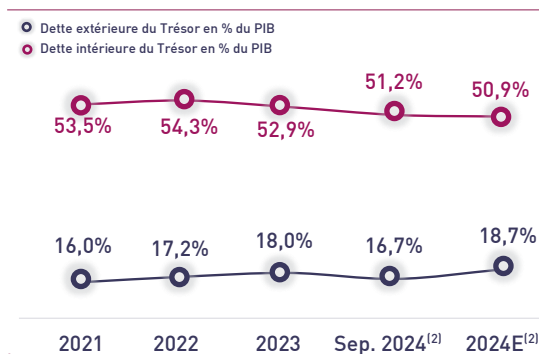


Tenant compte des prévisions de la LF-24 pour l'année 2024E en termes de croissance et d'endettement, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 70,0% en 2024E. Ce dernier aurait atteint 67,9% à fin septembre 2024E.

Plus en détails, l'endettement intérieur devrait s'établir à 51,2% en septembre 2024E avant d'atteindre 50,9% à la fin de l'année 2024E.

(2) Estimations AGR — Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des tirages extérieurs prévus par la LF-24

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le taux d'endettement extérieur devrait s'accroître passant de 18,0% à fin 2023 à 19,6% en 2024E. Ce niveau tient compte de l'hypothèse d'une réalisation de seulement 80% des tirages extérieurs prévus par la LF-24 à 70,0 MMDH. Celui-ci aurait reculé à 16,7% à fin septembre 2024E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estima-



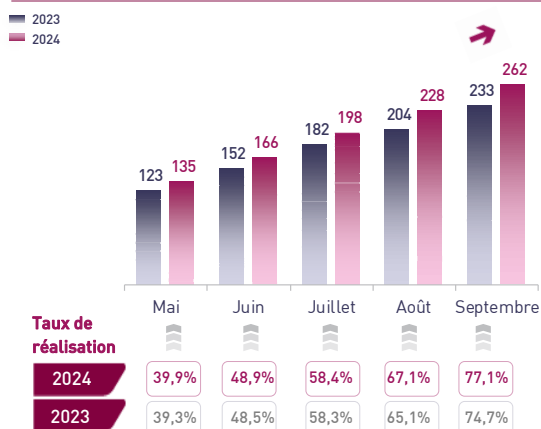
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN SEPTEMBRE 2024

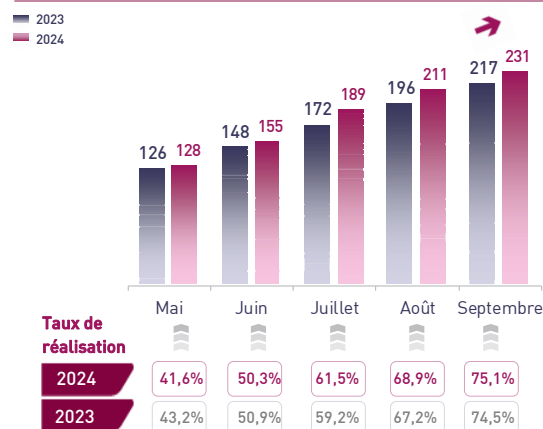
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN SEPTEMBRE 2024 |

EN MMDH	Sep. -23	TR Sep. -23	Sep.- 24	LF 2024	TR Sep. - 24
<b>Recettes fiscales</b>	200,2	78,4%	224,1	270,8	82,8%
Impôts directs (IS+IR)	90,2	79,7%	101,9	116,9	87,1%
Impôts indirects (TVA+TIC)	82,9	74,6%	92,9	118,9	78,2%
<b>Recettes non fiscales</b>	30,3	55,9%	34,1	65,3	52,3%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>233,5</b>	<b>74,7%</b>	<b>261,9</b>	<b>339,5</b>	<b>77,1%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	217,1	74,5%	230,6	307,0	75,1%
Dépenses de fonctionnement	168,3	71,6%	182,6	252,8	72,2%
Intérêt de la dette publique	26,6	88,8%	28,4	37,2	76,2%
Compensation	22,2	83,6%	19,7	17,0	115,9%
<b>Investissement</b>	66,0	72,4%	70,7	100,4	70,4%
<b>Dépenses globales</b>	<b>265,9</b>	<b>69,5%</b>	<b>297,4</b>	<b>401,5</b>	<b>74,1%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 32,5</b>	<b>49,4%</b>	<b>- 35,5</b>	<b>- 62,0</b>	<b>57,3%</b>

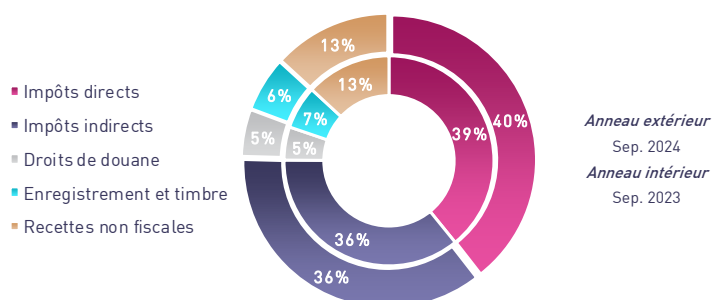
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



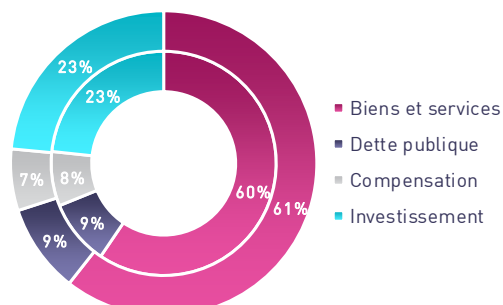
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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

## DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

## DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
Loudghiri@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR MANAGER

Maria Iraqi  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ASSOCIATE

Walid Kabbaj  
+212 5 22 49 14 82  
w.kabbaj@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

Inès Khouaja  
+216 31 34 13 10  
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn  
Tunis

## FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo  
+237 681 77 89 40  
u.djadjo@attijarisecurities.com  
Douala

## 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	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 14 m.benckekroun@attijari.ma
---	---	---	---	---	--

### AIS- MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 28 28 28  
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

### EUROPE

Youssef Hansali  
+33 1 81 69 79 45  
y.hansali@attijariwafa.net

### ÉGYPTE

Ahmed Darwish  
+20 127 755 90 13  
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

### TUNISIE

Mehdi Belhabib  
+216 71 80 29 22  
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda  
+971 50 560 8865  
sreda@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 ses 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 différents publications de Attijari Global Research sont préparés 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.

### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différents publications de Attijari Global Research sont préparés 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.

