

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | NOVEMBRE 2024

## UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR DES FINANCES PUBLIQUES 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

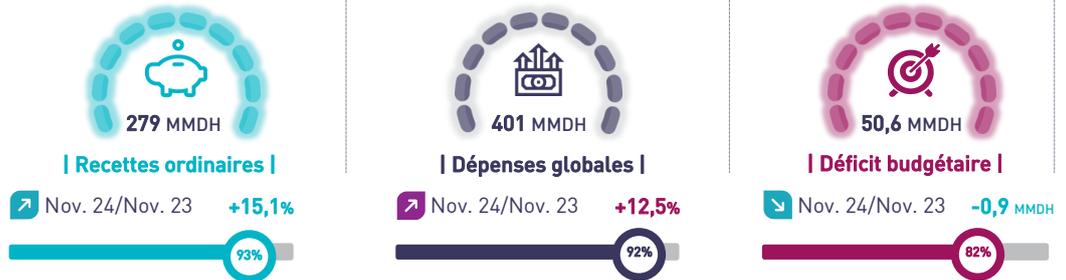


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

24 DÉCEMBRE  
2024

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

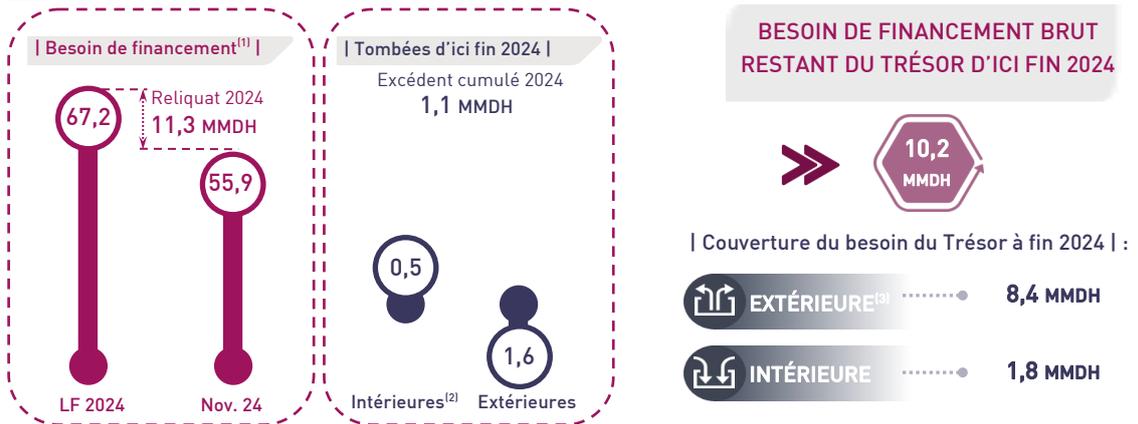


## VUE D'ENSEMBLE : UNE EXÉCUTION DE PLUS DE 80% DU DÉFICIT PRÉVU PAR LA LF 2024

À l'analyse de la situation des Charges & Ressources du Trésor du mois de novembre, nous relevons la poursuite de l'amélioration des recettes ordinaires, affichant un taux de réalisation de 93%, contre 88% en 2023. À l'origine, deux principaux constats. D'une part, le bon comportement des recettes fiscales et non fiscales. La TVA a enregistré une hausse de +8,3 MMDH à fin novembre. De même, l'IS et l'IR ont augmenté de +6,7 MMDH et +6,4 MMDH respectivement en une année. D'autre part, les financements innovants s'établissent à 21,8 MMDH, soit plus de 60% des prévisions de la LF-24 à plus de 30 MMDH.

L'équilibre du couple « recettes/dépenses » a été aussi soutenu par la maîtrise des charges du Trésor. Plus en détails, la compensation s'est allégée de 3,8 MMDH à 23,2 MMDH par rapport à fin novembre 2023. Néanmoins, le rythme d'exécution des dépenses d'investissement a ralenti par rapport à l'année dernière avec un taux de réalisation de 85% contre 94%. Enfin, le déficit budgétaire s'est légèrement atténué en une année de 854 MDH à 50,6 MMDH à fin novembre 2024. Le besoin de financement ressort à 55,9 MMDH, en amélioration de +3,3 MMDH en une année, couvert à hauteur de 76% sur le marché intérieur.

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



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

## 1,8 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>4)</sup>/MOIS

3) Sous l'hypothèse d'une réalisation de 60% 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 10,2 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 11,3 MMDH ;
- (2) Un excédent cumulé des tombées du Trésor restant à fin 2024 de 1,1 MMDH.

Sous l'hypothèse d'un TR de 60% des financements extérieurs prévus par la LF-24, soit 42 MMDH contre 70 MMDH prévus, le Trésor couvrirait 8,4 MMDH de son besoin de financement brut (BFB) sur le marché extérieur. Ainsi, le besoin de financement intérieur brut pour le mois de décembre est estimé à 1,8 MMDH, un niveau aisément réalisable par le Trésor au vu des conditions actuelles sur le marché des BDT. *Dans le cas d'un recours exclusif du Trésor au marché intérieur durant le mois de décembre, le BFB devrait se situer autour de 10 MMDH.*

## AVIS D'EXPERT

Le coût de financement du Trésor sur le marché intérieur a continué de baisser durant le S2-2024. Celui-ci a été conforté par la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de reflux des pressions inflationnistes et de maîtrise des besoins de financement du Trésor. D'une part, l'inflation devrait ressortir autour de 1,0% en 2024E contre 6,1% en 2023, et d'autre part, nous avons assisté à une dynamique très positive des recettes fiscales et des financements innovants en 2024.

Parallèlement, cette tendance baissière a été soutenue par la nouvelle orientation monétaire accommodante de BAM en 2024 à travers deux baisses de -25 PBS chacune en juin et en décembre 2024 respectivement, portant le TD à 2,5% actuellement. Une évolution qui devrait contribuer à réduire le coût de la dette et à favoriser une meilleure maîtrise des ratios budgétaires à l'avenir.

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

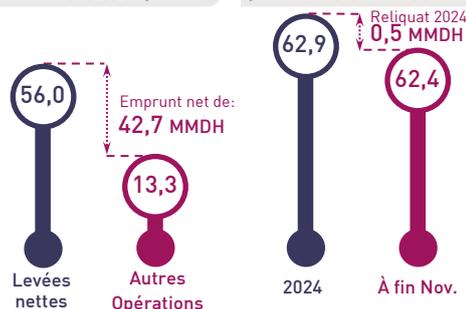


Attijari  
Global Research

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

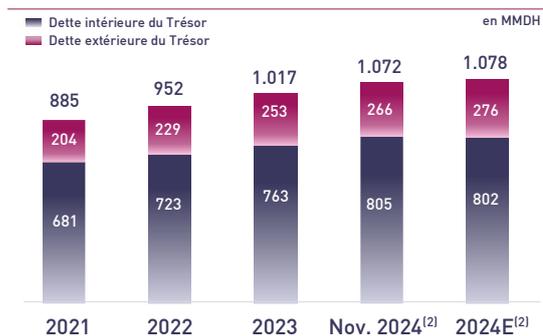
## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

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



(1) Incluant les échanges de BDT

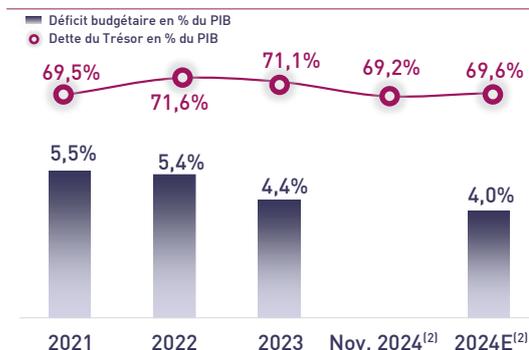
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2024, 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 60% des tirages extérieurs prévus par la LF 2024, soit 42 MMDH :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 802 MMDH en 2024E, en hausse de +5,1% par rapport à son niveau à fin 2023 ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +9,1%, passant de 253 MMDH en 2023 à 276 MMDH en 2024E.

## 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 69,2% à fin novembre 2024E.

Plus en détails, l'endettement intérieur devrait s'établir à 52,0% en novembre 2024E avant d'atteindre 51,8% à la fin de l'année 2024E.

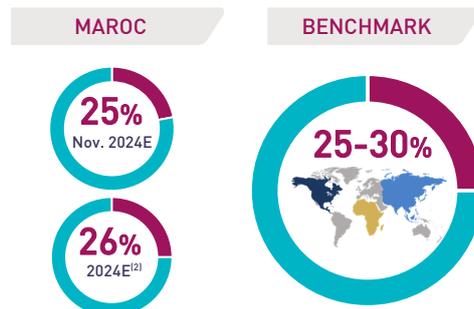
(2) Estimations AGR — Sous l'hypothèse d'une réalisation de 60% des tirages extérieurs prévus par la LF-24

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Nov. 2024 | | Prév. LF 2024 |



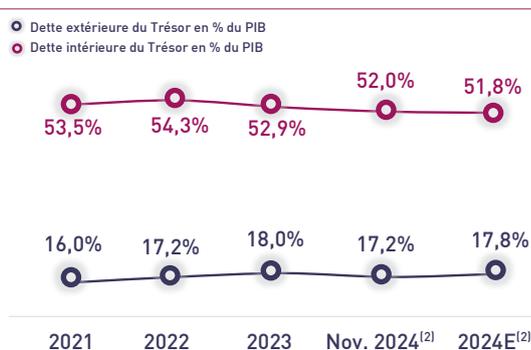
## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de novembre, la dette globale aurait atteint 1.072 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 805 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 266 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 25% à fin novembre 2024E. Celui-ci ne devrait pas dépasser les +26,0% à fin 2024E tenant compte de notre hypothèse d'un recours moins intense que prévu aux tirages extérieurs. Ce niveau s'inscrit dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le taux d'endettement extérieur devrait décélérer passant de 18,0% à fin 2023 à 17,8% en 2024E. Ce niveau tient compte de l'hypothèse d'une réalisation de seulement 60% des tirages extérieurs prévus par la LF-24 à 70,0 MMDH. Celui-ci aurait reculé à 17,2% à fin novembre 2024E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



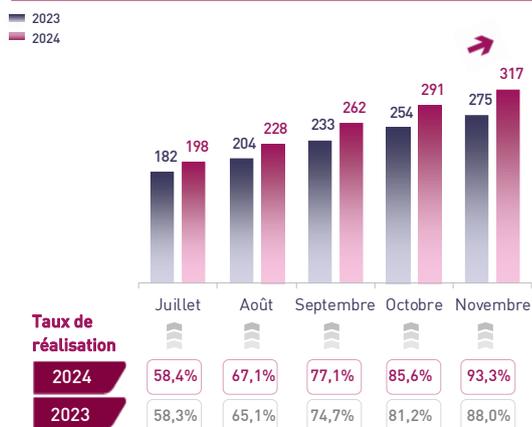
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN NOVEMBRE 2024

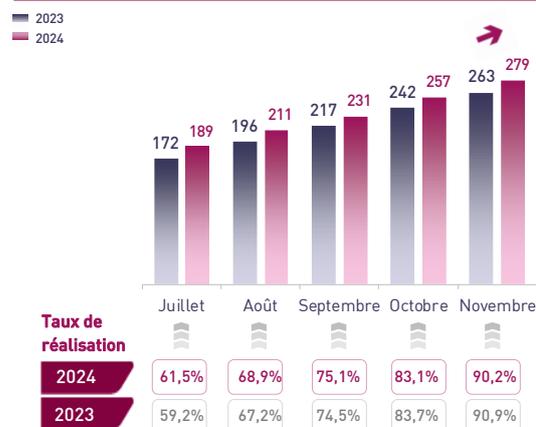
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN NOVEMBRE 2024 |

EN MMDH	Nov. -23	TR Nov. -23	Nov. - 24	LF 2024	TR Nov. - 24
<b>Recettes fiscales</b>	235,6	92,3%	263,8	270,8	97,4%
Impôts directs (IS+IR)	101,6	89,8%	115,3	116,9	98,6%
Impôts indirects (TVA+TIC)	101,2	91,0%	113,0	118,9	95,1%
<b>Recettes non fiscales</b>	35,9	66,3%	48,8	65,3	74,7%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>275,1</b>	<b>88,0%</b>	<b>316,7</b>	<b>339,5</b>	<b>93,3%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	262,9	90,2%	279,2	307,0	90,9%
Dépenses de fonctionnement	205,2	87,4%	223,2	252,8	88,3%
Intérêt de la dette publique	30,7	102,3%	32,8	37,2	88,1%
Compensation	27,1	101,8%	23,2	17,0	136,9%
<b>Investissement</b>	85,3	93,6%	85,9	100,4	85,5%
<b>Dépenses globales</b>	<b>326,6</b>	<b>85,4%</b>	<b>367,3</b>	<b>401,5</b>	<b>91,5%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 51,5</b>	<b>78,4%</b>	<b>- 50,6</b>	<b>- 62,0</b>	<b>81,7%</b>

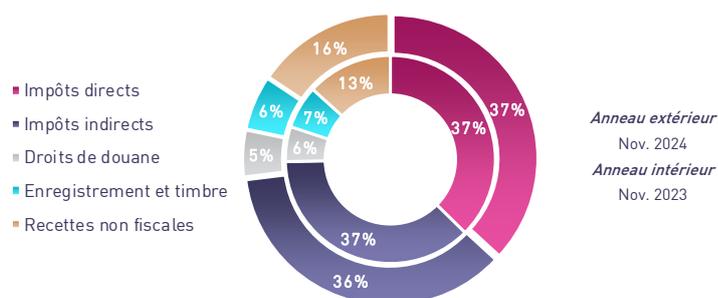
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



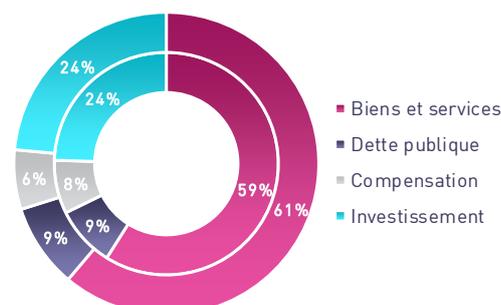
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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  
+212 529 03 68 19  
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 Benckroun  
+212 5 29 03 68 14  
m.benckroun@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 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.

### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différents 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.

