

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| MAROC | ANNUEL 2024 Marché des Taux

TAUX : VERS UN **APLATISSEMENT** DE LA COURBE OBLIGATAIRE EN **2025**

- 04 | Une bonne maîtrise du Budget de l'État grâce à la hausse des recettes
- 06 | Une stabilisation du marché obligataire après les tensions de 2023
- 07 | Une stratégie d'investissement favorisant le compartiment MLT
- 08 | Une amélioration des conditions de placement, favorisant la baisse des Taux



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

En 2024, le marché obligataire a connu une détente visible des Taux après les hausses significatives enregistrées en 2023 [Cf. [AGR Annuel Taux 2023](#)]. À l'origine, la décélération de l'inflation au Maroc en dessous de la cible des 2,0% en 2024. Une accalmie des tensions inflationnistes soutenue par les mesures budgétaires déflationnistes, le soutien aux chaînes de production agricoles, les allocations & aides familiales, le début du ciblage des subventions des produits de base et la nette détente des cours des matières premières à l'international. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a abandonné sa politique monétaire restrictive à compter de juin 2024 à travers deux baisses cumulées de son TD de -50 PBS, le ramenant à 2,50% en décembre dernier.

Parallèlement, la dynamique favorable des finances publiques a contribué à maîtriser l'Offre du Trésor en 2024. La résilience de l'économie marocaine en dépit de la sécheresse se reflète positivement sur les indicateurs budgétaires en 2024. Les finances publiques profitent de la bonne tenue des recettes fiscales et des financements innovants. Ces derniers ont pu couvrir l'accélération des dépenses de l'État, à savoir : les charges du dialogue social, les mesures prises face à l'inflation, la généralisation de la protection sociale et la mise en place du fonds séisme & inondations. [Cf. [Budget Focus - Bilan 2024](#)]

Dans ces conditions, l'année 2024 a été marquée par un net aplatissement de la courbe obligataire avec un écrasement des spreads Court-Long terme. Une telle évolution reflèterait l'amélioration de la visibilité des investisseurs quant à l'évolution des perspectives économiques du Maroc.

Selon notre propre lecture du marché, nous anticipons la poursuite de la tendance baissière des Taux d'ici la fin de l'année 2025. Notre scénario est soutenu par les arguments suivants :

1. **Une inflation sous-jacente maîtrisée autour de 2% conférant une marge de manœuvre à BAM pour baisser davantage son TD en 2025.** Nous anticipons une poursuite du cycle accommodant à travers un Taux cible de BAM à 2% en 2025. Notons que la Fed et la BCE comptent poursuivre leur cycle de baisse des Taux en 2025, soit un potentiel de -50 PBS supplémentaires d'ici la fin d'année [Cf. [Politique Monétaire BAM - Mars 2025](#)];
2. **Une capacité avérée à lever de la dette à l'international avec des conditions avantageuses.** Le profil risque de qualité du Maroc conjugué à l'orientation baissière des Taux à l'international rassurent les investisseurs quant à la capacité du Trésor à sortir rapidement à l'international pour des levées en devise.

Au vu de l'ancrage des anticipations inflationnistes et la poursuite de la baisse des Taux qui se profile en 2025 principalement sur le compartiment CT, nous anticipons la poursuite de l'aplatissement de la courbe des Taux au Maroc. Dans ces conditions, nous recommandons aux investisseurs de poursuivre la sensibilisation des portefeuilles en s'orientant davantage vers le segment MLT.

Lamyae Oudghiri

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

Meryeme Hadi

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

SOMMAIRE

UNE BONNE MAÎTRISE DU BUDGET DE L'ÉTAT GRÂCE À LA HAUSSE DES RECETTES

- Une résilience économique en 2024, soutenue par la composante non agricole
- Une performance budgétaire solide, couvrant l'accélération des dépenses de l'État

UNE ORIENTATION VISIBLE VERS LE MARCHÉ INTÉRIEUR SANS PRESSION SUR LES TAUX

- Un recalibrage du besoin de financement en 2024, orienté vers le marché intérieur...
- ... dont l'impact est visible sur la politique de placement du Trésor

UNE STABILISATION DU MARCHÉ OBLIGATAIRE APRÈS LES TENSIONS DE 2023

- Une normalisation des niveaux de financements intérieurs du Trésor
- Un intérêt visible des investisseurs envers les maturités longues

UNE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT FAVORISANT LE COMPARTIMENT MLT

- Un retour de la Demande en BDT à des niveaux normatifs en 2024...
- ... sous l'effet de deux principaux facteurs

UNE AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE PLACEMENT, FAVORISANT LA BAISSSE DES TAUX

- Un meilleur alignement des levées du Trésor avec ses estimations de besoins de financement
- Une détente moins marquée de la prime de risque sur le segment court terme

ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

ANNEXE 2 : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE

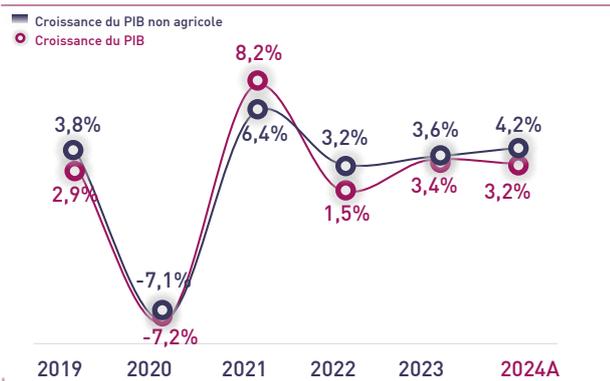
UNE BONNE MAÎTRISE DU BUDGET DE L'ÉTAT GRÂCE À LA HAUSSE DES RECETTES

Une résilience économique en 2024, soutenue par la composante non agricole

L'économie marocaine a poursuivi sa reprise en 2024, en dépit du repli important de la composante agricole nationale. Celle-ci a été pénalisée par des conditions climatiques défavorables, soit une récolte céréalière de 31 MQx en 2024, contre plus de 50 MQx en 2023. La résilience de l'économie marocaine à travers une progression de +3,2% en 2024 est soutenue par la dynamique positive des secteurs non agricole de +4,2% en 2024, notamment tertiaires. À l'origine, les performances records du tourisme, avec une hausse de +20% des arrivées et de +12% des nuitées en 2024.

La nette détente de l'inflation qui s'établit à 0,9% en 2024 contre 6,1% en 2023 a favorisé le pivot monétaire de Bank Al-Maghrib à travers une baisse cumulée du TD de -50 PBS en 2024. Une orientation qui soutient le pouvoir d'achat des ménages tout en maintenant des conditions de financement favorables à l'investissement. La Demande étrangère quant à elle, a bénéficié du redressement de l'économie mondiale de +3,2% en 2024A dans un contexte d'assouplissement des politiques monétaires des Banques Centrales.

MAROC : CROISSANCE DU PIB VS. PIB NON AGRICOLE



MAROC : PIB AGRICOLE VS. CAMPAGNE AGRICOLE



Une performance budgétaire solide, couvrant l'accélération des dépenses de l'État

La résilience de l'économie marocaine en dépit de la succession des années de sécheresse continue de se refléter sur ses indicateurs budgétaires en 2024. En effet, la mise en place des mesures sociales, des aides directes, de l'effort d'investissement public ou encore de la décompensation du Butane n'a pas fragilisé les équilibres budgétaires de l'État. Bien au contraire, le déficit budgétaire poursuit sa tendance baissière passant d'un pic de 7,1% du PIB en 2020 à 4,0% en 2024A, soit un déficit budgétaire de 60,9 MMDH.

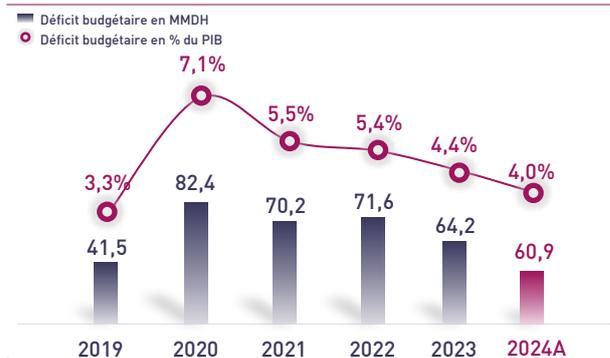
À l'origine de cette performance, une exécution des recettes ordinaires à 110% grâce aux composantes fiscales et non fiscales. Les taux de réalisation des recettes IS et IR ont atteint 117% et 114% respectivement, suivies des recettes des financements innovants qui ont dépassé les 35,0 MMDH à fin 2024, en ligne avec la prévision de la LF-24. La TVA quant à elle a généré +12,4 MMDH supplémentaires par rapport à 2023.

Parallèlement, le taux de réalisation des dépenses a été maîtrisé à 108% grâce à la baisse de la charge de compensation de -4,6 MMDH. L'effort d'investissement a été visible sur les chiffres du Budget à fin décembre 2024, soit 117 MMDH en hausse de +6,6 MMDH par rapport à la prévision LF-24. Il s'agit d'un taux de réalisation de 117%. Par conséquent, le solde ordinaire dépasse nettement les prévisions de la LF-24 de 32,5 MMDH, à plus de 62 MMDH en 2024 contre 30,2 MMDH en 2023 [Cf. [Budget Focus - Bilan 2024](#)].

SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR

	2023	2024	LF-24
Recettes ordinaires	324,5	372,6	339,5
Dépenses ordinaires	293,3	309,7	307,0
Dépenses globales	387,6	433,5	401,5
Déficit budgétaire	-64,2	-60,9	-62,0

ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE 2018-2023E



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

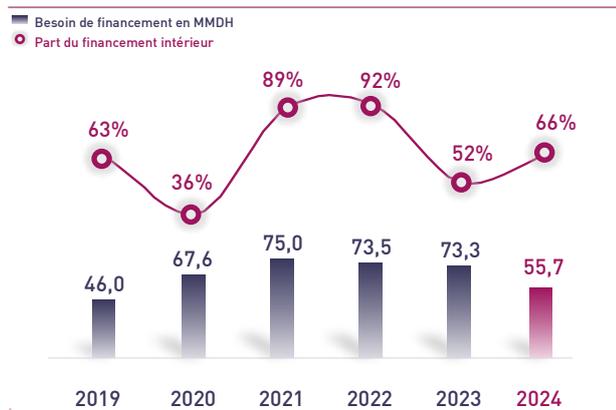
UNE ORIENTATION VISIBLE VERS LE MARCHÉ INTÉRIEUR SANS PRESSION SUR LES TAUX

Un recalibrage du besoin de financement en 2024, orienté vers le marché intérieur...

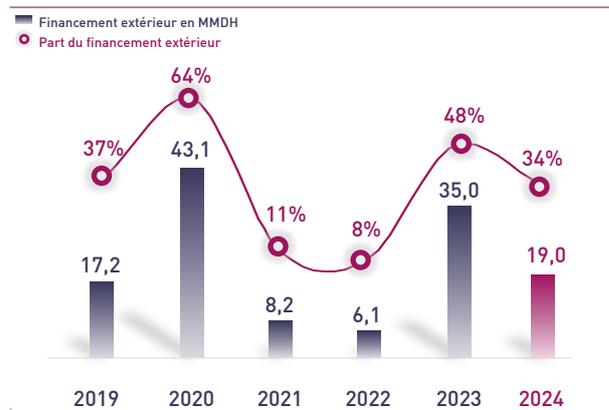
Le besoin de financement du Trésor a baissé de -17,6 MMDH à 55,7 MMDH en 2024 contre 73,3 MMDH en 2023 et ce, en raison d'une situation des finances publiques plus confortable marquée par la hausse des recettes. Cette performance a permis au Trésor de réajuster sa stratégie de financement afin d'optimiser ses sources de financement sans pour autant exercer des pressions sur le marché domestique. En dépit de l'absence d'une nouvelle sortie à l'international du Trésor en 2024, qui se justifierait par la volonté du Trésor de bénéficier de conditions plus avantageuses au vu de la baisse des Taux à l'international projetée en 2025, le financement net intérieur a été légèrement réduit à la baisse à 36,7 MMDH, contre 38,4 MMDH l'année précédente. Une situation qui a permis une certaine maîtrise de l'évolution des Taux.

La part des financements extérieurs n'a représenté que le 1/3 du financement global du Trésor contre une prévision de 83% de la LF-24. Concrètement, les tirages extérieurs se sont établis à plus de 40,0 MMDH contre une prévision de la LF-24 de 70 MMDH, soit un taux de réalisation de seulement 58% contre 76% en 2023 [\(Cf. Budget Focus - Bilan 2024\)](#). Il s'agit principalement d'emprunts bilatéraux et multilatéraux.

ÉVOLUTION DU BESOIN DE FINANCEMENT



ÉVOLUTION DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



... dont l'impact est visible sur la politique de placement du Trésor

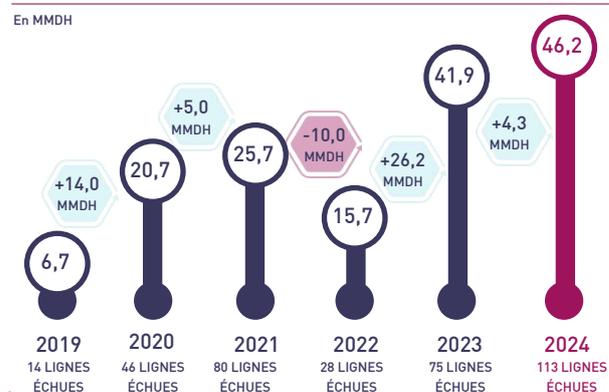
L'évolution des besoins de financement du Trésor durant l'année 2024 s'est reflétée sur la dynamique de placement de ses excédents de trésorerie. Malgré la baisse de l'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension à 18,0 MMDH en moyenne quotidienne en 2024 (soit -9,5 MMDH par rapport à 2023), celui-ci demeure à un niveau élevé, en hausse de +12,0 MMDH par rapport à la moyenne observée entre 2019-2022 de 6,1 MMDH.

Dans le cadre des opérations de la gestion active de la dette de l'État, le Trésor a échangé un gisement obligataire de plus de 46,0 MMDH en 2024, contre environ 42,0 MMDH en 2023. À l'origine, l'appétit croissant des investisseurs envers le marché des obligations soutenu par l'amélioration de la visibilité à l'égard des anticipations inflationnistes au Maroc. Cette nouvelle orientation des opérateurs envers le segment LT en 2024 a permis un réajustement du profil de la dette et par conséquent, le lissage des tombées CT du Trésor.

TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



TRÉSOR : OPÉRATIONS D'ÉCHANGE DE BDT



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

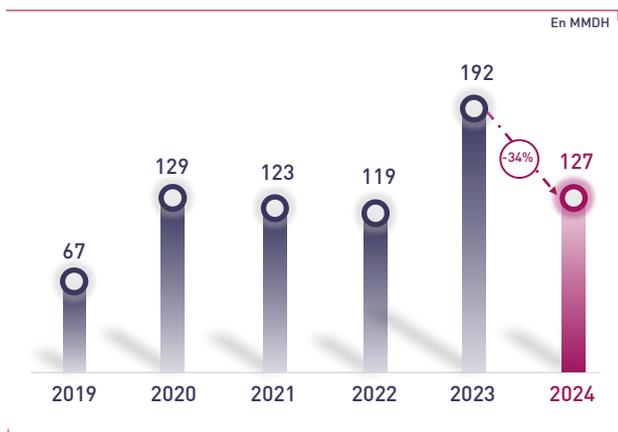
UNE STABILISATION DU MARCHÉ OBLIGATAIRE APRÈS LES TENSIONS DE 2023

Une normalisation des niveaux de financements intérieurs du Trésor

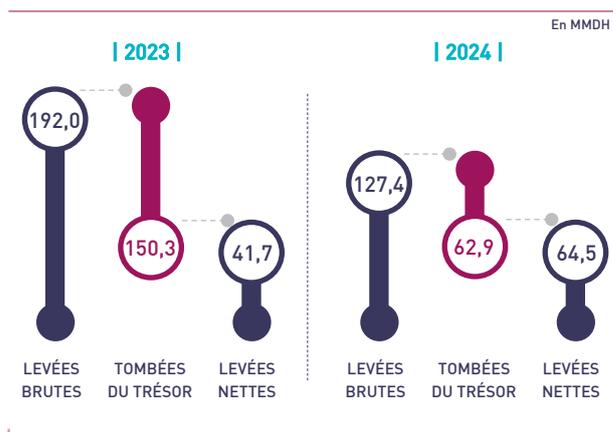
L'année 2024 a été marquée par un retour des levées du Trésor sur le marché des adjudications à un niveau normatif similaire à la moyenne observée durant la période 2020-2022. Après une hausse marquée en 2023, les émissions ont retrouvé un rythme plus maîtrisé, avec un volume total de 127,4 MMDH, en baisse de -34% par rapport aux 192 MMDH l'année précédente. Cette évolution traduit la baisse des besoins de financement du Trésor dans un contexte de hausse des recettes publiques.

De leur côté, les levées nettes ont avancé de +54,8% à 64,5 MMDH, après 41,7 MMDH en 2023, traduisant une baisse moins prononcée des tombées en capital du Trésor sur la même période. Ces dernières ont été réduites de plus de la moitié à 62,9 MMDH, contre plus de 150,0 MMDH en 2023, ce qui a permis d'alléger les pressions sur le refinancement. Rappelons qu'à l'origine de ce niveau élevé des tombées en 2023, la stratégie d'émission du Trésor axée majoritairement sur les maturités CT durant l'année 2022.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES⁽¹⁾ 2019-2024



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾

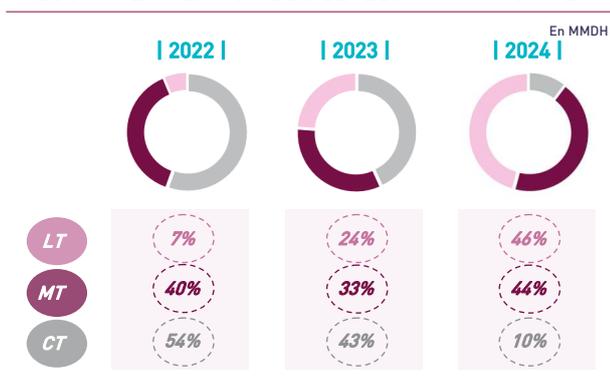


Un intérêt visible des investisseurs envers les maturités longues

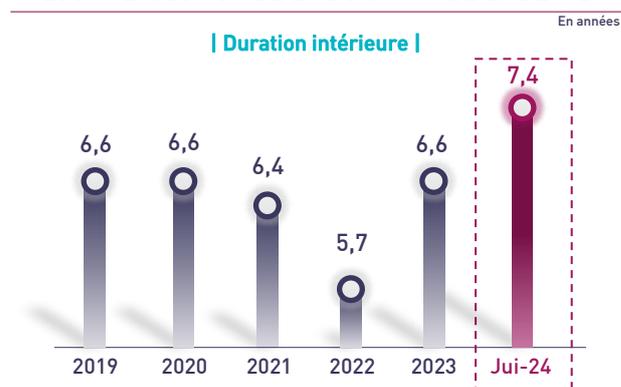
En 2024, les opérateurs ont poursuivi leur orientation vers le compartiment LT de la courbe obligataire. Ainsi, la part des levées sur ce segment a atteint 46%, contre 24% en 2023 et seulement 7% en 2022, reflétant un regain d'appétit et une meilleure visibilité de la part des investisseurs quant aux perspectives économiques du Maroc. Parallèlement, le net reflux des pressions inflationnistes compte tenu des mesures budgétaires déflationnistes de l'État et de la nette baisse des prix des matières premières à l'international, a permis le pivot monétaire de BAM. La confirmation de l'assouplissement monétaire en juin 2024 qui a été acté en décembre 2024 à travers une nouvelle baisse de TD de 25 PBS à 2,5% a contribué à orienter les flux vers le LT. Par conséquent, la part du CT a reculé à 10%, comparé à son niveau en 2023 de 43% ou 54% en 2022. Cette réorientation de l'Offre du Trésor envers le compartiment MLT lui permettrait de maintenir des niveaux normatifs en matière de tombées en BDT sur le MT.

À ce titre, la durée moyenne de la dette intérieure s'est allongée à 7,4 ans à fin juin 2024, contre 6,6 ans en 2023. Cette hausse reflète une meilleure absorption des émissions longues, suite au vif intérêt des investisseurs pour les segments MLT. Cette évolution est en ligne avec la volonté du Trésor d'améliorer la structure de son portefeuille obligataire en allongeant progressivement sa maturité moyenne.

TRÉSOR : VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DURÉE DE LA DETTE



(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.

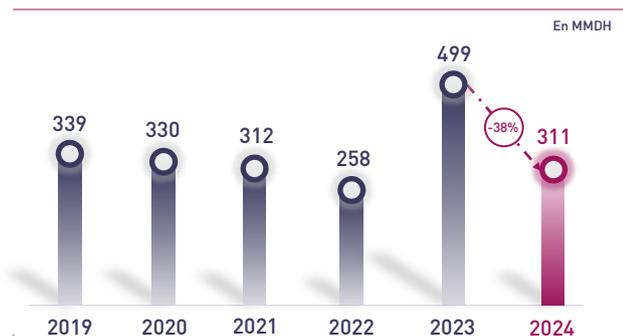
UNE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT FAVORISANT LE COMPARTIMENT MLT

Un retour de la Demande en BDT à des niveaux normatifs en 2024...

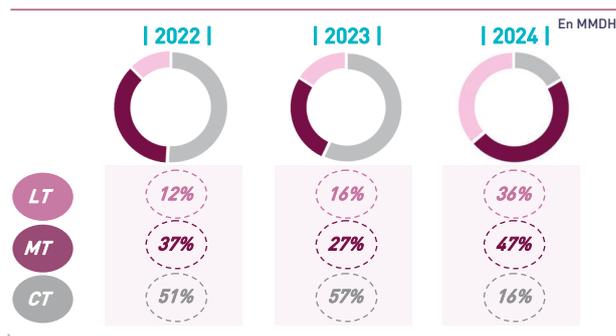
La Demande en BDT a retrouvé un niveau normatif à 311 MMDH à fin 2024, en baisse de -38% par rapport aux records enregistrés en 2023 de 500 MMDH. À cette date, BAM avait apporté une assurance aux investisseurs suite aux opérations de rachats de BDT sur le marché secondaire pour un montant de 16,8 MMDH au T1-23.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs en BDT, nous observons un réajustement des segments court, moyen et long termes. Le poids des maturités MLT est passé de 43% à 83% durant 2023-2024. Ceci s'est opéré au détriment des maturités courtes dont le poids a reculé à 16% en 2024 contre 57% en 2023. Cette nouvelle réallocation de la Demande, conforme avec la politique d'émission du Trésor en 2024, s'explique, selon nous, par la confiance accrue des investisseurs dans la situation confortable des finances publiques et les anticipations positives des Taux au Maroc.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2019-2024



VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



... sous l'effet de deux principaux facteurs

L'évolution de la Demande en BDT en 2024 s'est opérée dans un contexte marqué par deux grandes tendances :

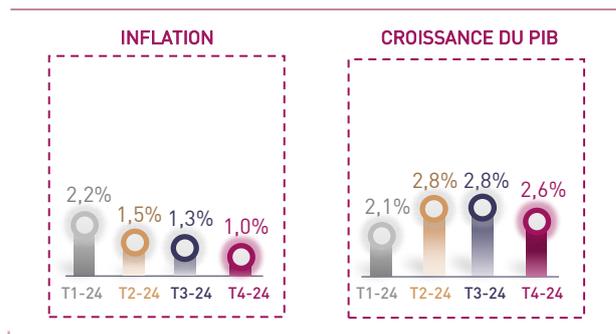
- (1) Une hausse du déficit de liquidité bancaire à un niveau jamais atteint, soit plus de 135 MMDH, en lien avec la hausse de la circulation fiduciaire. Cet agrégat s'est apprécié de +5,3% à un record historique de 414,4 MMDH en 2024 ;
- (2) L'orientation du Trésor vers les mécanismes de financement innovants dont les rendements sont plus attractifs. Ces opérations ont totalisé 35 MMDH à fin 2024 en ligne avec les prévisions de la LF-24.

L'appétit des sociétés de gestion envers les BDT se confirme en 2024 dans un contexte marqué par le reflux des tensions inflationnistes à moins de 1,0% en 2024 et l'amélioration des perspectives économiques. Dans ces conditions, l'Actif obligataire affiche une hausse de +14,0% passant de 447 MMDH en 2023 à 510 MMDH en 2024.

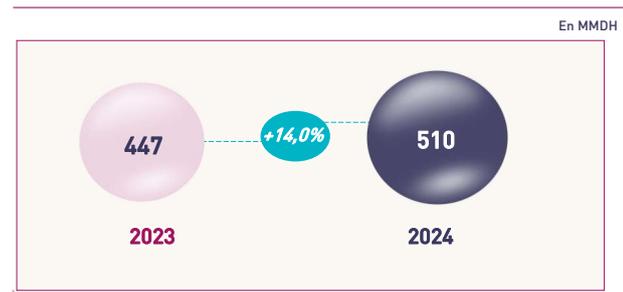
MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



MAROC : PRÉVISIONS INFLATION VS. CROISSANCE 2024



ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2019



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

UNE AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE PLACEMENT, FAVORISANT LA BAISSÉ DES TAUX

Un meilleur alignement des levées du Trésor avec ses estimations de besoins de financement

Au cours de l'année 2024, les Taux obligataires ont suivi une tendance baissière face à une Offre en BDT maîtrisée du Trésor et un recul des exigences de rémunération des opérateurs locaux. Plus en détails :

- ⇒ Le taux de satisfaction de la Demande en BDT a progressé de 3 pts passant de 38% en 2023 à 41% en 2024, reflétant la volonté du Trésor de profiter d'une Demande importante sur les adjudications dans un contexte d'absence de nouvelle sortie à l'international en 2024 ;
- ⇒ Le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor ressort à 103% contre 135% une année auparavant. À l'origine, la rationalisation de l'Offre du Trésor en BDT se traduisant par la baisse des souscriptions par rapport à 2023 à 127 MMDH. L'accalmie observée sur le marché obligataire au cours de l'année 2024 a permis à l'argentier de l'État d'améliorer son processus de prévision de son besoin mensuel sur l'année.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



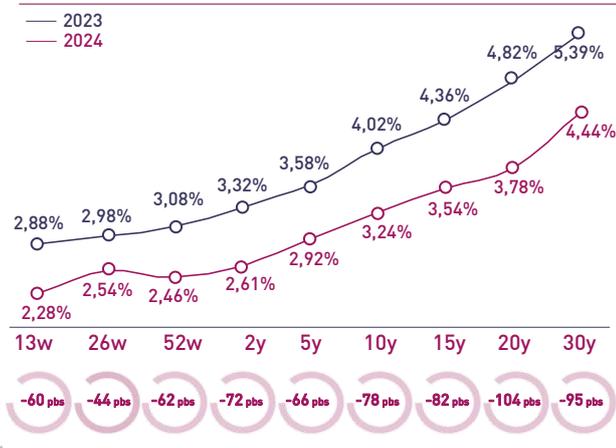
(1) Hors données de février et mars 2023 non disponibles

Une détente moins marquée de la prime de risque sur le segment court terme

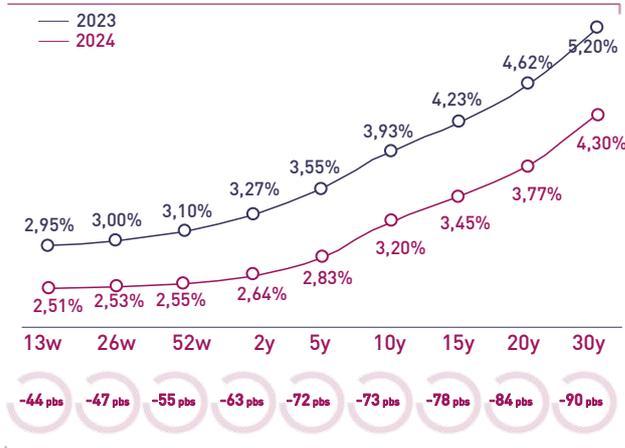
La pentification de la courbe des Taux s'est allégée en 2024, avec une détente plus marquée des Taux de rendement sur les maturités longues, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Plus en détails :

- ⇒ **Courbe primaire** : La tranche CT a connu des baisses variant dans une fourchette de [44 à 62 PBS], tandis que la baisse moyenne sur les maturités MLT a dépassé les 80 PBS entre 2023 et 2024, allégeant ainsi l'écart entre les maturités courtes et long terme. À titre indicatif, le Taux 5 ans a cassé pour la 1^{ère} fois depuis début 2023 le seuil de 3,0%, soit un spread de 64 PBS avec le Taux 13 semaines, contre une moyenne de 70 PBS en 2023 ;
- ⇒ **Courbe secondaire** : Les maturités courtes ont connu en 2024 des baisses en deçà des -55 PBS. Les rendements des maturités MLT se sont repliés sur la même période de -77 PBS en moyenne. Cette configuration reflète les attentes des investisseurs quant à la poursuite de la politique monétaire accommodante de BAM en 2025.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



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

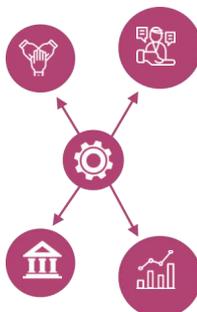


ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

Priorités de la LF 2025

POURSUITE DU RENFORCEMENT DES PILIERS DE L'ÉTAT SOCIAL

- ⇒ 37 MMDH Généralisation de la protection sociale ;
- ⇒ Refonte du système national de santé ;
- ⇒ Refonte du système de l'éducation et de l'enseignement ;
- ⇒ Préservation du pouvoir d'achat des citoyens ;
- ⇒ Promotion de l'Offre en logements ;
- ⇒ Reconstruction et Mise à Niveau Générale des Zones sinistrées par le Séisme d'Al Haouz.



CONSOLIDATION DE LA DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT ET DE LA CRÉATION D'EMPLOIS

- ⇒ Consolidation des dispositifs de soutien à l'entreprise et encouragement de l'investissement privé ;
- ⇒ Promotion de l'emploi ;
- ⇒ L'investissement public.

POURSUITE DE LA MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ⇒ Réforme de la justice ;
- ⇒ Réforme du secteur des EEP ;
- ⇒ Accélération de la Régionalisation Avancée ;
- ⇒ La réforme de l'Administration ;
- ⇒ Stratégie de la Société Civile ;
- ⇒ Renforcement de la Démocratie Participative.

PRÉSERVATION DE LA SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

- ⇒ Projet de réforme de la Loi Organique relative à la loi de Finances ;
- ⇒ Poursuite de la mise en œuvre de la loi-cadre n°69-19 portant réforme fiscale ;
- ⇒ Redressement de l'équilibre budgétaire innovant ;
- ⇒ Redressement des équilibres extérieurs.

Tableau d'équilibre au titre de la LF 2025 comparativement à la LF 2024

En MMDH sauf indication contraire

Objectifs	Rubrique	LF 2024	LF 2025	Variation	Mécanismes
Mobilisation des recettes	Recettes ordinaires	339,5	395,1	↗ +16%	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Recouvrement des recettes fiscales ; ⇒ Rentabilisation du portefeuille et amélioration des recettes domaniales. Il s'agit des : <ul style="list-style-type: none"> • Revenus issus des locations (agricoles, urbaines et suburbaines) et des ventes ; • Produits générés par les ventes immobilières et les versements des services de l'État pour des besoins en équipements publics.
	Recettes fiscales	270,8	320,1	↗ +18%	
	Impôts directs	116,9	139,3	↗ +19%	
	Impôts indirects	118,9	137,8	↗ +16%	
	Recettes non fiscales	65,3	71,6	↗ +10%	
Maîtrise des dépenses	Dépenses globales	401,5	453,3	↗ +13%	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins nécessaires et à travers l'utilisation optimale des ressources disponibles ; ⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement : <ul style="list-style-type: none"> • Rationalisation de l'utilisation de l'eau et de l'électricité et orientation vers les énergies renouvelables ; • Non accumulation des arriérés de paiement ; • Réduction des déplacements.... ⇒ Amélioration de l'efficacité des investissements publics : <ul style="list-style-type: none"> • Priorisation et accélération des projets objets des Hautes Instructions Royales, • Régularisation préalable de la situation juridique du foncier avant la programmation de nouveaux projets ; • Réduction des dépenses d'acquisition des véhicules, de construction et d'aménagement des locaux administratifs.
	Dépenses ordinaires	307,0	353,9	↗ +15%	
	Dépenses de fonctionnement	269,8	311,3	↗ +15%	
	Dépenses de B&S	252,8	294,2	↗ +16%	
	Compensation	17,0	17,1	↗ +1%	
	Intérêt de la dette publique	37,2	42,6	↗ +14%	
Investissement	100,4	105,4	↗ +5%		
Redressement de l'équilibre budgétaire	Déficit budgétaire	-62,0	-58,2	↘ -4 MMDH	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Réduction progressive du déficit budgétaire pour atteindre 3% en 2026, tout en maintenant le niveau d'endettement en dessous de 69% à horizon 2026.
	En % du PIB	4,0%	3,5%	↘ -50 PBS	
	Dette du Trésor	1.080,6	1.134,8	↗ +5%	
	En % du PIB	70,0%	69,0%	↘ -100 PBS	

Sources : Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



ANNEXE 2 : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE

Variation en % sauf indication contraire

International	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Croissance mondiale	3,4%	3,3%	3,8%	3,6%	2,9%	-2,7%	6,6%	3,6%	3,3%	3,2%
Croissance zone euro	2,1%	1,8%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,1%	6,2%	3,3%	0,4%	0,8%
Déficit du compte courant (en % du PIB)	2,1%	3,8%	3,2%	4,9%	3,4%	1,2%	2,3%	3,6%	0,6%	1,5%
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	5,4	5,3
Croissance économique	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Croissance nationale	4,3%	0,5%	5,1%	3,1%	2,9%	-7,2%	8,2%	1,5%	3,4%	3,0%
Valeur ajoutée agricole	14,3%	-19,7%	21,5%	5,6%	-5,0%	-8,1%	19,5%	-11,3%	1,4%	-5,0%
Valeur ajoutée non agricole	2,9%	2,7%	3,0%	2,5%	3,4%	-6,3%	6,4%	3,4%	3,5%	3,8%
Taux d'investissement brut	32,4%	32,6%	33,4%	31,9%	30,4%	28,6%	30,7%	30,3%	28,8%	29,6%
Épargne nationale brute	28,2%	29,1%	27,8%	27,3%	27,2%	27,6%	28,3%	26,7%	28,2%	28,1%
Demande	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Consommation des ménages	2,3%	1,9%	3,7%	2,4%	2,2%	-5,6%	6,9%	0,0%	3,7%	3,2%
Consommation des AP	1,9%	2,5%	2,4%	3,7%	4,8%	-0,6%	7,2%	3,0%	4,1%	3,9%
Investissement	5,6%	8,1%	3,0%	5,3%	-0,2%	-11,9%	13,8%	-6,0%	1,5%	9,1%
Importations B&S	1,3%	14,8%	4,6%	4,8%	2,1%	-11,9%	10,4%	9,5%	7,4%	11,1%
Exportations B&S	4,3%	6,8%	10,8%	3,8%	5,1%	-15,0%	7,9%	20,5%	8,8%	7,9%
Endettement (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Dettes totale du Trésor	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	69,4%	71,5%	69,5%	68,6%
Dettes intérieure du Trésor	44,5%	47,0%	47,0%	48,1%	47,3%	54,9%	53,1%	54,4%	52,1%	51,2%
Dettes extérieure du Trésor	14,1%	13,0%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	16,0%	17,2%	17,3%	17,4%
Duration de dette (En années)	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,4	7,2	6,7	7,3	
Finances publiques (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Recettes ordinaires			20,1%	19,5%	20,4%	19,9%	20,1%	22,7%	22,2%	22,0%
Recettes fiscales			17,5%	17,5%	17,2%	17,2%	16,8%	18,7%	18,0%	17,5%
Dépenses ordinaires			18,0%	17,8%	18,1%	20,1%	19,8%	21,7%	20,0%	19,9%
Dépenses d'investissement			5,8%	5,5%	5,8%	7,5%	6,1%	7,0%	7,6%	6,5%
Déficit budgétaire	-3,8%	-4,0%	-3,2%	-3,5%	-3,3%	-7,1%	-5,5%	-5,4%	4,3%	3,5%

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.iraqi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 29 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 29 03 68 21
s.mohcine@attijari.ma

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 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

L'investisseur reconnaît que les personnes qui ont préparé 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.

