



**Note annuelle macro-économique et taux :
Évolutions 2018 et perspectives 2019**

Par Zhani Ahmed
Economiste à CDG Capital

Préambule

En 2018, l'économie nationale a évolué dans un contexte globalement controversé avec (i) **des conditions climatiques atypiques**, laissant présager une année de sécheresse en début de saison, qui s'est corrigée grâce aux pluies tardives du mois d'avril et (ii) **une conjoncture internationale difficile**, notamment chez nos partenaires commerciaux, marquée par un ralentissement de la reprise associé à une perte de confiance des ménages et des investisseurs.

Toutefois, l'impact sur l'orientation des équilibres macro-économiques a été globalement atténué. En effet, la croissance nationale s'est inscrite en léger ralentissement passant à 3,1% enregistré en 2018 contre 4,1% en 2017, en liaison avec la décélération de la valeur ajoutée agricole à 4,3% contre 15,4%, et ce en dépit de l'amélioration de la production céréalière de 7 millions de quintaux à 103 millions. Cette évolution défavorable a été partiellement compensée par une consolidation, à un rythme modéré, de la reprise de la composante non agricole du PIB qui est passé à 2,9% après 2,7%.

De même, **du côté de la demande, la contribution négative de la demande étrangère**, suite au creusement du déficit commercial, ainsi que **la décélération de la consommation des ménages**, sous l'effet d'un ralentissement des ressources (revenu, crédit et transferts MRE), **ont été partiellement corrigés par une hausse des investissements**, comme en témoigne en particulier la bonne dynamique des importations de biens d'équipement avec une hausse de 9,6% enregistrée en 2018 à environ 119,5 MrdDH.

Dans ce contexte, **l'inflation a connu un comportement particulier** avec des dérapages significatifs à la hausse, au cours des premiers mois de l'année, suivi d'une atténuation de cette tendance, après l'amélioration des perspectives de la saison agricole 2017/2018 vers la fin du cycle. Par conséquent, l'inflation, calculée sur la base de la moyenne des taux de croissance en glissement annuel de l'IPC, a connu **un rebond significatif, tout en restant en dessous du seuil de 2%, pour s'établir à 1,9% en 2018 contre 0,7% enregistré une année auparavant.**

En outre, **les déficits jumeaux (extérieur et public) se sont légèrement creusés** en résultat (i) d'un **accroissement du déficit commercial associé à une baisse des flux financiers**, notamment les transferts MRE et le solde du tourisme et (ii) du **ralentissement des recettes fiscales face à un accroissement des dépenses de fonctionnement de l'Etat**, générant ainsi, un recours plus important du Trésor public au financement intérieur.

S'agissant de la sphère monétaire, le **déficit de liquidité bancaire s'est creusé d'avantage d'environ 28 MrdDH**, en glissement annuel, pour atteindre 70 MrdDH à fin 2018, et ce en résultat de la contraction des réserves de change (-10 MrdDH) et la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire (+15 MrdDH). Dans ce contexte, le rythme de distribution des crédits aux entreprises non financières s'est inscrit en ralentissement malgré le recul quasi-généralisé des taux débiteurs, tel que recensé par l'enquête trimestrielle menée par Bank Al-Maghrib.

Les perspectives relatives à l'année 2019 s'affichent mitigées avec (i) une **amélioration de l'équilibre des finances publiques**, grâce aux efforts menés pour l'élargissement de l'assiette fiscale et la maîtrise des charges, et (ii) **le recul de l'inflation pour osciller en dessous de 1%**, bénéficiant de la régression des prix de l'alimentation frais en glissement annuel.

En revanche, **la croissance économique devrait ralentir d'avantage**, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne autour de 60 millions de quintaux, selon les dernières estimations de Bank Al-Maghrib, et **le déficit du compte courant devrait se creuser** sous l'effet d'une accentuation du déséquilibre commercial associée à une poursuite de la morosité des flux financiers.

En outre, **le déficit de liquidité devrait s'accroître** et le ralentissement des crédits bancaires se poursuivre en liaison avec le dynamisme limité de la sphère réelle. Toutefois, **ces évolutions devraient être contrebalancées par la sortie prévue du Trésor à l'international pour un montant de 11 MrdDH** et l'importance des prêts bilatéraux.

I. Un environnement international affichant des perspectives peu favorables en 2019:

- I-1 Des perspectives économiques limitées pour nos principaux pays partenaires.
- I-2 Les prévisions des cours des matières premières et énergétiques semblent défavorables pour l'équilibre extérieur du Royaume.

II. Des perspectives mitigées pour les équilibres macroéconomiques nationaux en 2019 :

- II-1 Ralentissement de la croissance et atténuation des pressions inflationnistes.
- II-2 Creusement supplémentaire prévu des déficits jumeaux (public et extérieur) en 2019.
- II-3 Assouplissement des conditions de financement et ralentissement des crédits accordés aux entreprises non financières.

III. Marché monétaire : creusement du déficit de liquidité en 2019 et TMP sous tensions

- III-1 Creusement du déficit de liquidité sous l'effet conjugué des réserves de change et de la circulation fiduciaire.
- III-2 Légères variations à la hausse du TMP en dépit des interventions de Bank Al-Maghrib.

IV. Marché des Bons du Trésor (BDT) 2018/2019: perspectives baissières des taux

- IV-1 Evolution des principaux équilibres des finances publiques en 2018.
- IV-2 Dynamique des marchés primaire et secondaire en 2018.
- IV-3 Loi des finances et perspectives du marché BDT en 2019.



Conjoncture internationale et perspectives de l'économie nationale

I. Des perspectives économiques limitées pour nos principaux pays partenaires :

Après la reprise enregistrée au cours des trois dernières années (2015-2017) et les perspectives favorables affichées, en liaison avec le redressement partiel des équilibres macro-économiques des pays émergents et développés, l'année 2018 représente une rupture avec un ralentissement du commerce international et une révision à la baisse, à plusieurs reprises, des prévisions de la croissance mondiale par les institutions financières internationales, notamment le FMI dont les prévisions ont été révisées de 3,9% pour les années 2018 et 2019, annoncée en début de l'année écoulée, à 3,7% et 3,5% respectivement lors de l'actualisation de janvier 2019.

Ce ralentissement s'explique par (i) **des évolutions mondiales défavorables**, notamment les guerres commerciales et la montée du protectionnisme, les risques liés aux modalités d'exécution du Brexit, la forte volatilité des marchés des capitaux ainsi que le resserrement graduel des politiques monétaires après une longue période expansionniste et (ii) **des facteurs endogènes aux économies liés**, selon les cas, à un essoufflement de la demande intérieure (consommation et investissement), une évolution sectorielle difficile ou des intempéries à l'image du Japon.

Dans ce contexte, la zone Euro, incluant nos principaux partenaires, aussi bien sur le plan commercial que celui de l'Investissement Direct Etranger (IDE), notamment l'Espagne et la France, subit dans une moindre mesure, les effets de ce ralentissement du commerce et de la croissance mondiale. En effet, bien que les prévisions de croissance du FMI, pour les deux pays précités, soient restées inchangées, elles s'inscrivent en baisse par rapport aux niveaux enregistrés en 2017, passant de 2,3% à 1,5% en 2018 pour la France et de 3% à 2,5% pour l'Espagne.

Parallèlement, le marché des matières premières et énergétiques a connu une évolution particulière au cours de l'année 2018, affichant une hausse globale en début d'année, qui s'est renversée au cours des derniers mois, en liaison avec l'excès de l'offre à l'image du pétrole dont le cours a atteint un seuil historiquement bas de 50 dollars. De même, les prévisions pour l'année 2019 semblent controversées et entourées de risques liés à l'équilibre offre/demande sur les différents marchés, les tensions géopolitiques ainsi que le comportement du climat et des campagnes agricoles.

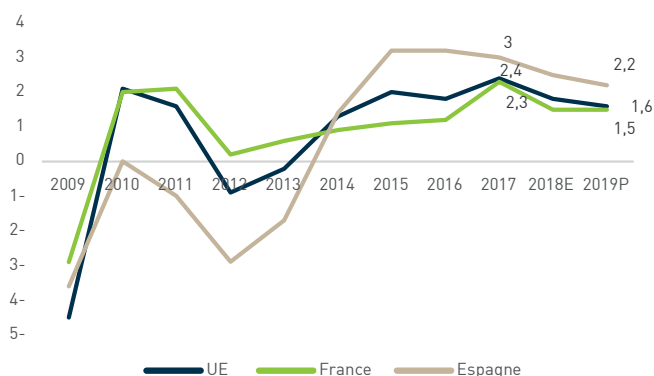
Les répercussions de ce nouveau cadre sur notre économie devraient essentiellement se ressentir à travers deux canaux, en l'occurrence (i) les relations commerciales et d'investissements avec nos principaux partenaires, principalement l'Espagne et la France et (ii) l'effet des cours des matières premières en fonction de la dépendance à l'import, particulièrement l'énergie et les denrées alimentaires, et à l'export, notamment les phosphates et dérivés.



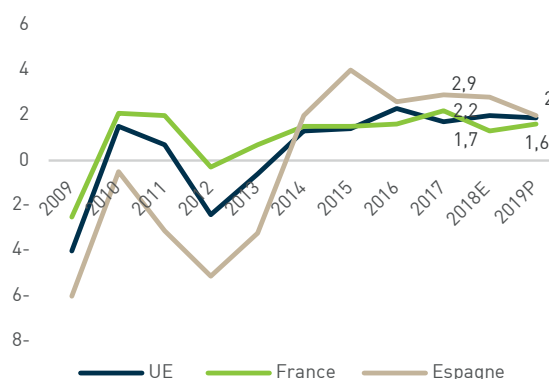
I-1 Perspectives économiques limitées chez nos principaux partenaires :

Équilibres macro-économiques des principaux pays partenaires du Maroc

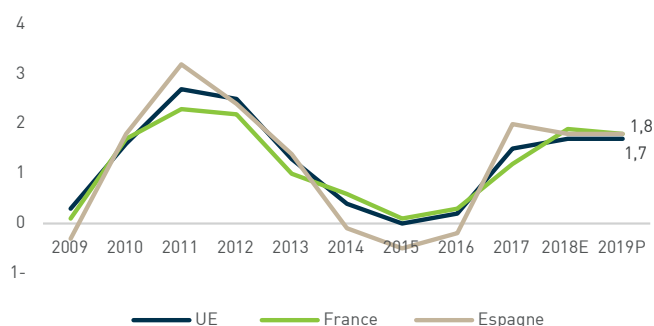
Graphe 1 : Croissance économique



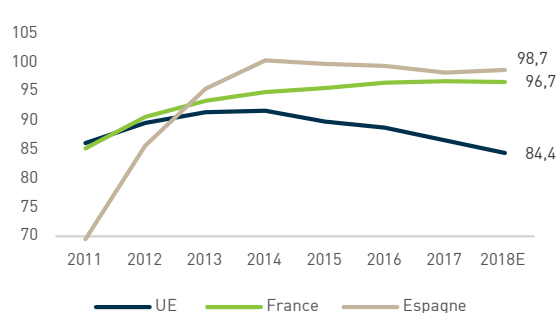
Graphe 2 : Evolution de la demande intérieure



Graphe 3 : Inflation (en glissement annuel)



Graphe 4 : Niveau d'endettement public



Source : FMI, prévisions WEO janvier 2019

Les principaux équilibres macro-économiques de la Zone Euro (ZE), et particulièrement de l'Espagne et de la France représentant nos principaux partenaires, semblent entamer une nouvelle tournure en 2018 marquée principalement par un ralentissement de la croissance économique, dont les rythmes s'affichent différenciés (graphe1) passant de 3% pour l'Espagne en 2017 à 2,2% prévue pour 2019, de 2,3% à 1,5% pour la France et de 2,4% à 1,6% pour l'Union européenne.

Cet abaissement de la reprise s'explique dans une large mesure par la régression de la demande intérieure (graphe 2), représentant le moteur de la croissance, et ce en dépit de l'amélioration du marché de l'emploi avec des niveaux historiquement bas du taux de chômage, depuis le déclenchement de la crise de 2008, oscillant en moyenne pour la ZE autour de 8%. En effet, le ralentissement de la demande s'explique par un recul de la confiance des ménages et investisseurs, tel que recensé par l'indice ESI¹ enregistrant une baisse de -2,2% en 2018.

Dans ce contexte, l'inflation dans la ZE (graphe3), mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH), s'est inscrite en ralentissement, après la montée en puissance enregistrée en 2017. Ainsi, après la forte hausse de 0,2% en 2016 à 1,5% en 2017, l'accroissement enregistré en 2018 n'a été que de 0,2% à 1,7%, un niveau prévu en stabilité pour l'année 2019.

¹ L'indicateur de climat économique (ESI) est un indicateur composite dérivé des cinq indicateurs de confiance ayant des pondérations différentes: Indicateur de confiance de l'industrie, Indicateur de confiance de services, Indicateur de confiance des consommateurs, Indicateur de confiance de la construction et Indicateur de confiance du commerce de détail.

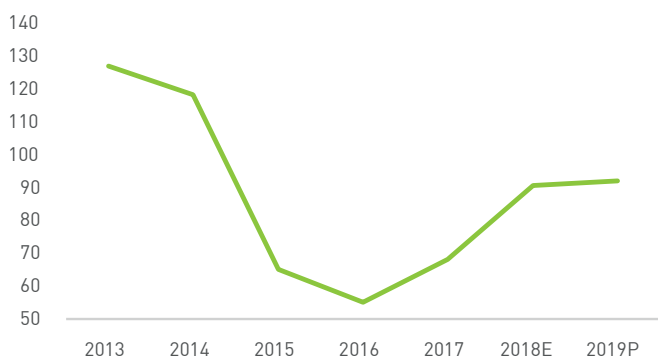
Par ailleurs, malgré l'amélioration sensible du taux d'endettement public de la ZE (graphe 4) de 86,6% du PIB en 2017 à 84,4% en 2018, les niveaux sont restés quasi-stables à des niveaux élevés, autour de 98,7% pour l'Espagne et 96,7% pour la France.

En conclusion, **l'évolution récente des principaux équilibres macro-économiques de nos principaux partenaires** à l'international et les prévisions y afférents laissent présager une poursuite d'une part, de la **morosité de la demande étrangère adressée à notre économie** et d'autre part, du **faible décollage des IDE**, nonobstant la reprise enregistrée en 2018 en liaison avec l'opération SAHAM dont le montant, avoisinant les 10 MrdDH, représente le tiers des recettes globales encaissées.

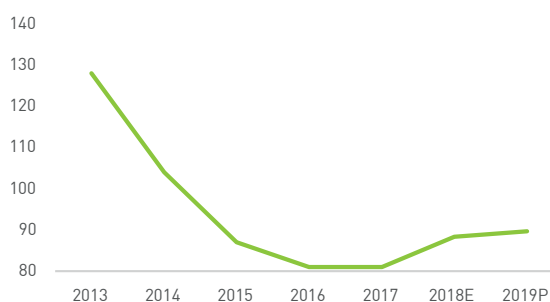
I-2 Les prévisions des cours des matières premières et énergétiques semblent défavorables pour l'équilibre extérieur du Royaume :

Perspectives des indices/cours des principales matières premières et énergétiques

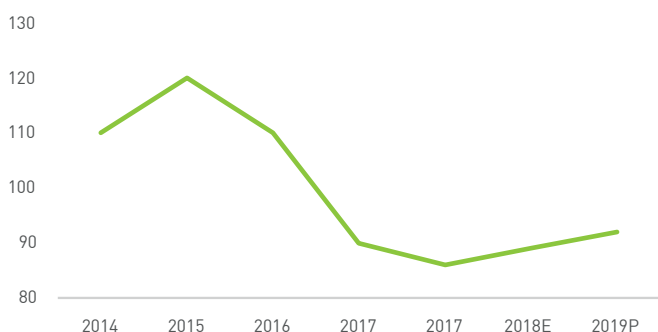
Graphe 5 : Indice de la BM sur les cours de l'énergie



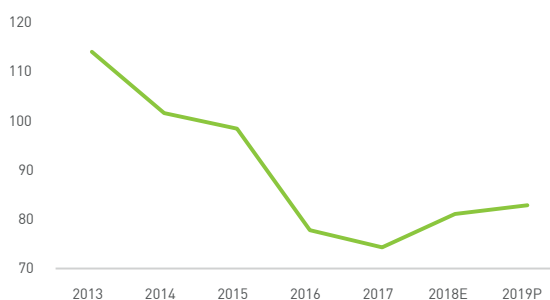
Graphe 6 : Indice de la BM sur les cours des denrées alimentaires



Graphe 7 : Cours de la roche phosphatée (en USD)



Graphe 8 : Indice de la BM sur les prix des engrais



Source : Banque Mondiale, commodity markets outlook octobre 2018

En termes de cours des matières premières et énergétiques, l'année 2018 a été marquée d'une part, par une hausse des prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires auxquelles le Maroc demeure fortement dépendant à l'importation et d'autre part, par la reprise des prix des phosphates et dérivées, l'un des piliers des exportations du Royaume, et ce après un cycle baissier accéléré depuis 2015, avec un recul du cours moyen de la roche phosphatée de 120 dollars en 2015 à 86 dollars en 2017.

En effet, l'indice sur les cours de l'énergie de la Banque mondiale a augmenté de 33% en 2018 et celui relatif au cours des céréales a progressé de 9%. Parallèlement, le cours moyen des phosphates roches a augmenté de 3% en glissement annuel à 89 dollars et l'indice sur les prix des engrais a progressé de 9%.

Selon les prévisions de la Banque mondiale pour l'année 2019, publiées dans le cadre du rapport « commodity markets outlook » d'octobre 2018, les tendances initiées en 2018 devraient se consolider à des rythmes moins accentués.

Ainsi, pour ce qui est de l'énergie et des denrées alimentaires, les indices devraient faiblement progresser de 1%. De même, le cours de la roche phosphatée et l'indice sur les prix des engrais devraient faiblement augmenter de respectivement 3% à 92 USD et 2% à 82,8 points.

Par conséquent, les effets sur l'équilibre extérieur devraient s'afficher quasi-similaires comparativement à l'année 2018 avec principalement un faible alourdissement de la facture énergétique et une poursuite de la reprise des recettes des phosphates et dérivés.



II. Des perspectives mitigées pour les équilibres macroéconomiques nationaux en 2019 :

II-1 Ralentissement de la croissance et atténuation des pressions inflationnistes :

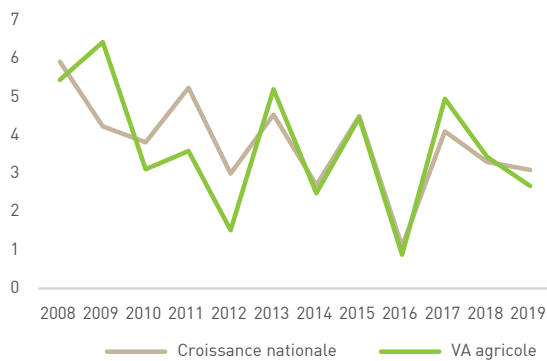
Le comportement de la croissance économique et de l'inflation dépend, dans une large mesure, **de la performance de la saison agricole**, qui s'affiche fortement corrélée à la production céréalière (graphe 10), et ce en dépit des efforts de diversification entrepris dans le cadre du Plan Maroc Vert (PMV).

En effet, bien que la part du secteur agricole dans le PIB figure limitée dans une fourchette de 13% à 15%, selon la performance de la campagne, l'impact sur la volatilité du PIB demeure important en raison de **la prépondérance du secteur dans l'emploi**, avec environ 40% de la population totale, soit l'équivalent de la population employée dans le secteur tertiaire, ce qui affecte la demande des ménages étant l'une des locomotives de la croissance (graphe 11).

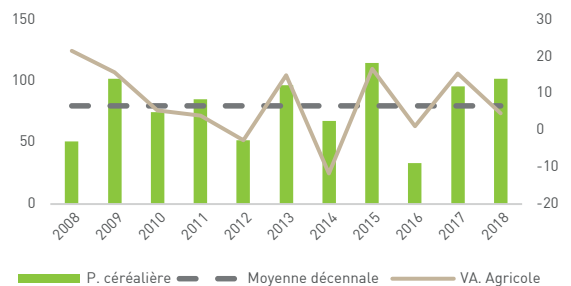
De même, la **prépondérance de l'alimentation dans le panier de consommation des ménages**, notamment les produits frais dont la part avoisine les 20% avec une volatilité des prix importante en fonction des perspectives de la récolte, **génère une forte corrélation de l'inflation**, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC), à la **composante alimentaire**.

Evolution de la croissance économique nationale : composantes et principales contreparties

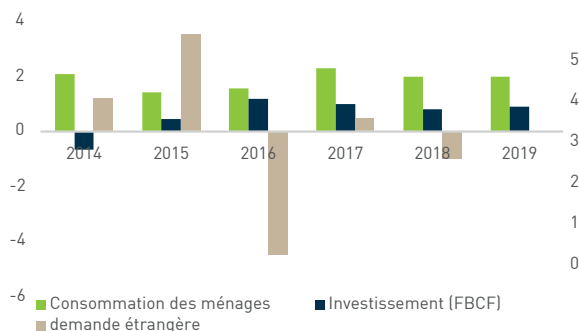
Graphe 9 : Croissance nationale et VA agricole (en glissement annuel)



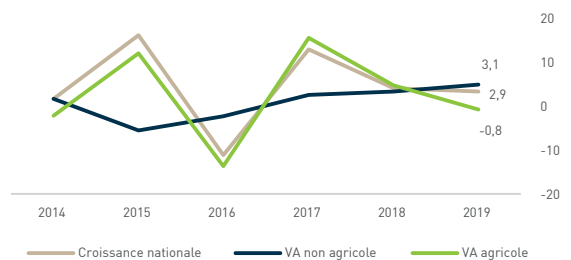
Graphe 10 : Croissance agricole (en glissement annuel) et production céréalière (en millions de quintaux)



Graphe 11 : Contribution des principales composantes de la demande à la croissance économique



Graphe 12 : Croissance économique et ses composantes



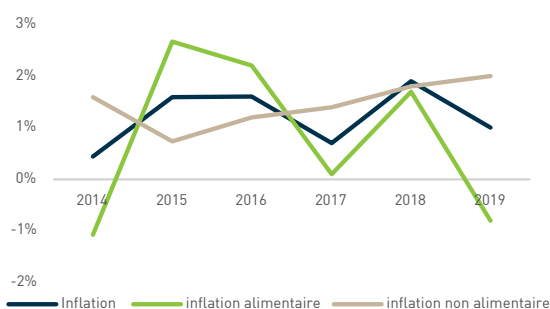
Source : HCP et calculs CDG Capital

Ainsi, après une année 2018 marquée par une récolte céréalière record de 103 millions de quintaux, en hausse de 7,3% comparativement à l'année précédente, la saison en cours 2018/2019 affiche des perspectives moins prometteuses, et ce en dépit de la hausse de la superficie emblavée de 4,5 millions de hectares à 5,2 millions et une amélioration du rendement par hectare, grâce aux efforts menés dans le cadre du PMV, lequel est passé à 22,9 quintaux/hectare en 2018 contre seulement 18 quintaux enregistrés au cours de la campagne 2016/2017. En effet, tenant compte de la répartition spatio-temporelle de la pluviométrie, au cours des derniers mois, la récolte céréalière devrait osciller autour de 60 millions de quintaux, selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, soit un recul prévu de -41,7% en glissement annuel.

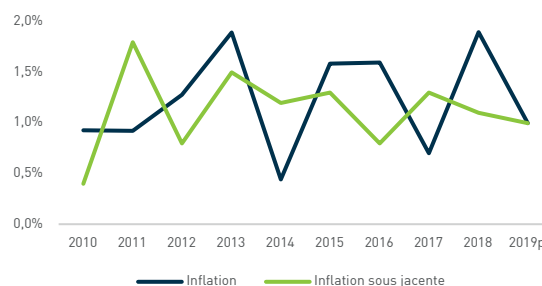
Par conséquent, la croissance de la VA agricole devrait atteindre -0,8% en 2019 contre 4,6% enregistré en 2018 et 15,4% en 2017. Toutefois, l'impact de cette régression sur la croissance globale devrait être amorti grâce à la consolidation de la composante non agricole, dont la croissance devrait atteindre 3,1% en 2019 contre 2,9% estimée pour l'année écoulée. De ce fait, la croissance économique nationale devrait rester quasi-stable, comparativement à l'année 2018, oscillant autour de 3%.

Evolution de l'inflation et l'inflation sous-jacente

Graphe 13 : Evolution de l'inflation et ses composantes



Graphe 14 : Evolution de l'inflation et l'inflation sous-jacente



Source : HCP, Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Pour ce qui est de l'inflation, l'année 2018 a connu un cycle intra-annuel particulier marqué en début d'année par une montée en puissance de l'inflation, particulièrement alimentaire en liaison avec l'apparition des signes de sécheresse, avant le redressement de la saison agricole grâce aux pluies enregistrées en mois d'avril, ayant générées un recul des prix de l'alimentation frais. Ce cycle, clôturé par une inflation moyenne annuelle de 1,9% en 2018 contre 0,7% une année auparavant, devrait fortement impacter le comportement de l'IPC en 2019 avec une faible évolution en début d'année compte tenu de l'effet de base. Dans ce contexte, l'inflation en 2019 est prévue à la baisse pour évoluer en dessous de 1%.

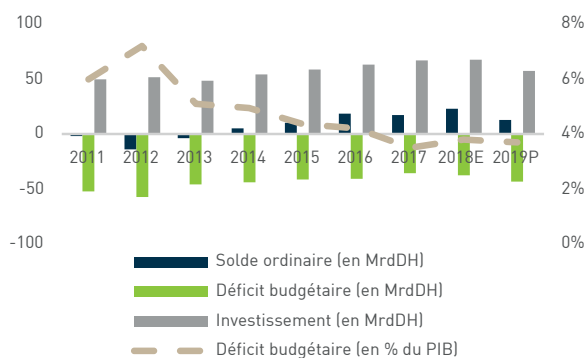
Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatils et administrés, reflétant ainsi la tendance de fond des prix sous l'effet de la confrontation offre/demande, dont l'évolution s'affiche décalée par rapport à l'inflation globale, devrait rester quasi-stable au niveau de 1%, soit un niveau largement inférieur de la cible théorique de 2%.

II-2 Creusement supplémentaire prévu des déficits jumeaux (public et extérieur) en 2019:

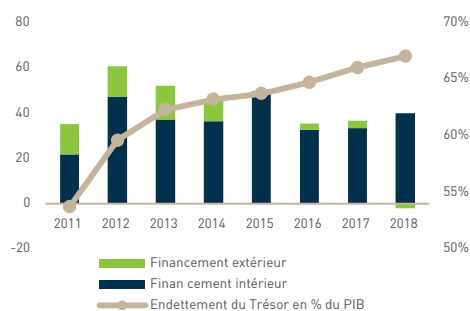
L'année 2018 a connu une poursuite du creusement des déficits jumeaux avec (i) un accroissement du déficit public de 0,2% du PIB à 3,8% sous l'effet d'une baisse des recettes non fiscales associée à une progression importante des dépenses ordinaires et (ii) une aggravation du déficit commercial suite à une hausse des importations en produits énergétiques et des biens d'équipements, avec un recul des flux financiers (transferts MRE et tourisme) à l'exception des IDE.

Evolution des grandeurs des finances publiques

Graphe 15 : Evolution déficit budgétaire (en% du PIB) et de ses composantes (en MrdDH)



Graphe 16 : Endettement du Trésor (en % du PIB et en MrdDH)



Source : DTFE, Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

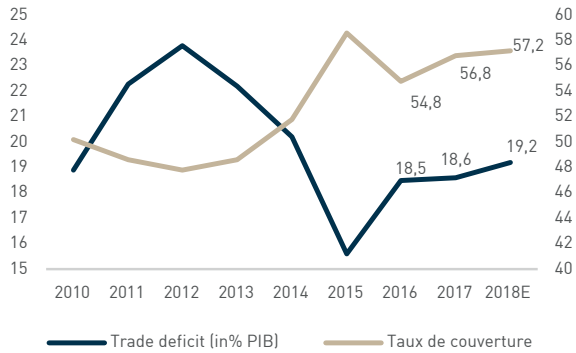
L'exécution de l'année budgétaire 2018 a été fortement marquée par un décalage entre d'une part, la collecte des recettes fiscales impactée par un recul en début d'année des impôts directs, notamment l'IS en liaison avec le boycott et le ralentissement de la demande intérieure, ainsi que la baisse de 18,4% des recettes non fiscales et d'autre part, des dérapages importants de certaines charges ordinaires, avec principalement un accroissement de 5,5% des dépenses des autres biens et services, de 15,6% de la charge de compensation et de 6% des transferts aux collectivités territoriales.

Par conséquent, le déficit budgétaire arrêté à fin 2018 de 41,4 MrdDH, en accroissement de 4,2 MrdDH par rapport à l'année 2017, a été largement en décalage avec l'objectif de 3% du PIB fixé dans le cadre de la Loi des finances de 2018 pour atteindre 3,8% du PIB. De même, les dépenses d'investissement ont reculé de 2% à 65,7 MrdDH.

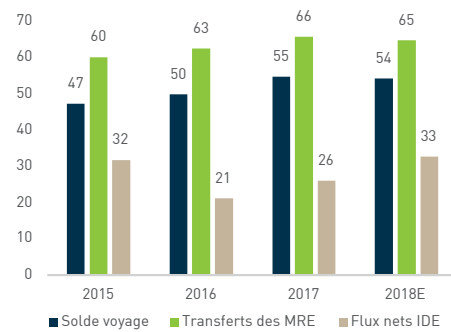
Dans ces conditions, tenant compte d'une hausse des arriérées de paiement d'un montant de 3,2 MrdDH, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 38,1 MrdDH en 2018, en faible creusement de 170 MDH d'une année à l'autre. Parallèlement, l'endettement public a légèrement augmenté d'environ 1 point de pourcentage pour atteindre 66% du PIB, avec un désendettement de 1,9 MrdDH sur le plan international et des levées intérieures d'un montant net de 40 MrdDH. **Pour l'année 2019, la Loi des finances prévoit une persistance du déséquilibre** entre les recettes ordinaires prévues en hausse de 6,8%, avec 5,8% pour les recettes fiscales, contre une augmentation de 7,2% pour les dépenses ordinaires. Ainsi, le déficit public, hors privatisation, devrait s'établir à 3,7% du PIB avec un recul des investissements du budget général de 9,6% en glissement annuel.

Evolution des principales rubriques de l'équilibre extérieur

Graph 17 : Déficit commercial (en% du PIB) et taux de couverture (en %)



Graph 18 : Flux financiers (en MrdDH)



Source : office des changes et calculs CDG Capital

Le déficit commercial s'est creusé d'avantage en 2018 de 16,4 MrdDH pour s'établir à 205,6 MrdDH, soit 19,2% du PIB contre 18,6% enregistré une année auparavant. Ce creusement s'explique par une hausse plus importante des importations de 42,2 MrdDH contre seulement 25,9 MrdDH pour les exportations. Cependant, le taux de couverture est resté quasi-stable autour de 57%.

La forte progression des importations reflète (i) un alourdissement de la facture énergétique de 18,3% à 82,2 MrdDH ; (ii) une hausse de 9,5% des acquisitions de biens d'équipement à 119,8 MrdDH ; (iii) un accroissement des biens de consommations de 7,9% à 108,1 MrdDH et (iv) une augmentation des achats de produits alimentaires de 7,7% à 45,8 milliards de dirhams. Parallèlement, **la hausse des exportations s'explique** par la poursuite de la hausse de celles relatives au secteur automobile de 10,7% à 65 MrdDH, l'accroissement des ventes des phosphates et dérivés de 17% à 51,7 MrdDH et des produits agricoles et agro-alimentaires de 6,8% à 58,1 milliards.

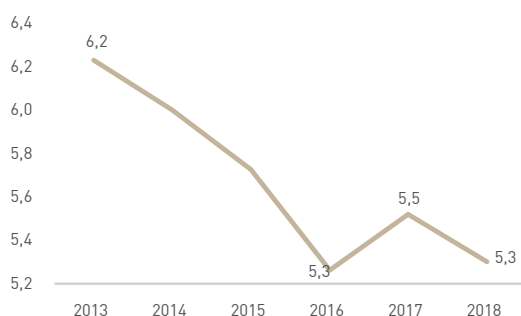
En outre, à l'exception des flux nets d'IDE ayant enregistré une hausse de 6,7 MrdDH à 32,8 MrdDH en liaison avec l'opération SAHAM, les autres flux financiers ont connu de légères baisses avec -1,7% pour les transferts MRE à 64,8 MrdDH et -0,9% pour les recettes voyages à 54,3 MrdDH.

Pour l'année 2019, le déficit commercial devrait se creuser d'avantage sur la base des prévisions des prix des produits dominants à l'importation, avec une augmentation envisagée des prix des produits énergétiques et alimentaires, ainsi que la modeste augmentation prévue des cours des phosphates et dérivées. De même, **le ralentissement de la croissance chez nos partenaires laisse présager une évolution baissière des flux financiers** à l'image de l'année écoulée.

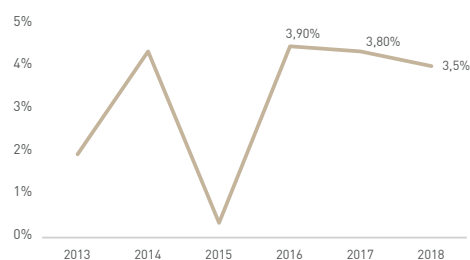
II-3 Assouplissement des conditions de financement et ralentissement des crédits accordés aux entreprises non financières :

Conditions de financement et encours des crédits

Graphe 19 : Taux moyen débiteurs



Graphe 20 : Croissance des crédits bancaires aux entreprises non financières (en glissement annuel)



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Après la hausse enregistrée en 2017, le Taux Débiteur Moyen Pondéré Global² (TDMPG) s'est inscrit en légère baisse pour s'établir à une moyenne annuelle de 5,30% en 2018 contre 5,52% enregistrée une année auparavant. Par objet économique, à l'exception du TDMPG relatif aux crédits immobiliers qui est resté quasi-stable à 5,42% en glissement annuel, l'ensemble des autres catégories ont connu des régressions à des rythmes différenciés avec -98 Pbs pour « les comptes débiteurs et crédits de trésorerie » à 4,87%, -45 Pbs pour « les crédits à l'équipement » à 4,86% et -11 Pbs pour « les crédits à la consommation aux particuliers » à 6,45%.

Le recul important des taux relatifs aux comptes débiteurs et crédits de trésorerie s'explique dans une large mesure par les efforts menés conjointement par le Ministère des finances et la CGEM en vue de réduire les délais de paiement, favorisant ainsi, la baisse du risque associé à cette catégorie de crédit.

En dépit de la régression quasi-généralisée des taux débiteurs, le ralentissement des crédits accordés aux entreprises non financières s'est poursuivi en 2018, avec un taux croissance annuel en régression à 3,5% en 2018 contre 3,8% et 3,9% enregistrés respectivement aux cours des deux années précédentes. Cette baisse résulte principalement de la diminution des taux d'accroissement des crédits accordés aux promoteurs immobiliers de 8,7% enregistré en 2017 à -3,5% et ceux à l'équipement de 11,4% à 2%. Cependant, les autres catégories de crédits ont connu une accélération du rythme de distribution avec 6,2% pour les comptes débiteurs et crédits de trésorerie après -3,2% enregistré en 2017 et 6,1% pour les crédits à la consommation en hausse de 1,8% par rapport au taux de croissance enregistré une année auparavant.

Pour l'année 2019, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, dans son dernier rapport sur la politique monétaire publié en mois de décembre 2018, le ralentissement du taux d'accroissement des crédits accordés aux entreprises non financières devrait se poursuivre pour s'établir à 3,3%, toujours pénalisé par les crédits accordés aux promoteurs et à l'équipement. Ainsi, l'encours global des crédits accordés aux entreprises non financières devrait atteindre environ 771 MrdDH au terme de l'année 2018.

¹ Selon l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs dont les résultats relatifs à l'année 2018 sont sur le lien suivant : <http://www.bkam.ma/Publications-statistiques-et-recherche/Documents-d-information-et-de-statistiques/Resultats-de-l-enquete-trimestrielle-sur-les-taux-debiteurs/Resultats-de-l-enquete-trimestrielle-de-bank-al-maghrib-sur-les-taux-debiteurs-2018>

Cadre monétaire et marché interbancaire



I. Marché monétaire : creusement du déficit de liquidité en 2018 et TMP sous tensions

Bien que Bank Al-Maghrib ait gardé le cadre de la politique monétaire inchangé en 2018, avec un taux directeur stable au niveau de 2,25% et celui de la réserve obligatoire à 4%, **le marché monétaire a évolué dans un contexte globalement difficile** marqué d'une part, par un creusement du déficit de liquidité du secteur bancaire, sous le double effet de l'accroissement de la circulation fiduciaire et la baisse des réserves de change et d'autre part, par **le besoin structurel de trésorerie de certains établissements bancaires**, qui acceptaient de s'endetter à des niveaux élevés comparativement au taux directeur, et qui faisaient également appel, parfois, aux avances à 24h de Bank Al-Maghrib à un taux pénalisant de 3,25%, soit 100 Pbs de plus que celui des avances à 7 jours sur appel d'offre.

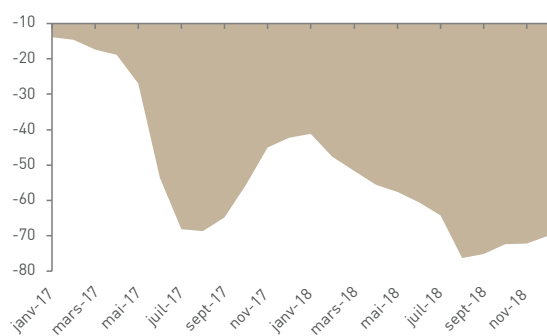
Par conséquent, et à l'instar de l'année 2017, la maîtrise de la cible opérationnelle par Bank Al-Maghrib, qui est le Taux Moyen Pondéré (TMP) interbancaire à des niveaux proches du taux directeur (2,25%), semblait difficile en raison de (i) certains dérapages conjoncturels imprévus des deux principaux Facteurs Autonomes de Liquidité Bancaire (FALB), en l'occurrence les réserves de change et la circulation fiduciaire et (ii) l'équilibre général de la liquidité biaisé par le besoin accentué de quelques banques de la place.

III-1 Creusement du déficit de liquidité sous l'effet conjugué des réserves de change et de la circulation fiduciaire :

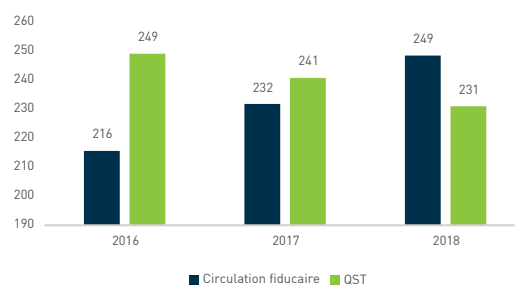
Le besoin de liquidité du système bancaire s'est globalement creusé au cours de l'année 2018 de 27,7 MrdDH, passant de 42,2 MrdDH en décembre 2017 à 69,9 MrdDH une année plus tard. Cette tendance résulte, dans une large mesure, de (i) une baisse des Avoirs Extérieurs Nets (AEN) de Bank Al-Maghrib d'environ 10 MrdDH, ce qui représente une destruction nette de la monnaie nationale suite à un creusement du déficit de l'équilibre extérieur et (ii) une hausse avoisinant 15 MrdDH de la monnaie fiduciaire, signifiant une hausse tendancielle de la masse monétaire circulant hors circuit bancaire et qui sert généralement au financement de l'économie informelle et le marché parallèle des devises.

Evolution du déficit de liquidité et des FALB en 2018 :

Graphe 21 : Evolution du déficit de liquidité du système bancaire (en MrdDH)



Graphe 22 : Evolution des réserves de change et de la circulation fiduciaire (en glissement mensuel)



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Toutefois, cette évolution du besoin de liquidité a été marquée par deux phases, en l'occurrence :

(i) **Les huit premiers mois de l'année clôturés par un pic historique du déficit de liquidité de -76,3 MrdDH**, avec un recul des AEN de Bank Al-Maghrib de 19,5 MrdDH à 225,8 MrdDH à fin août 2018 et la hausse de la monnaie fiduciaire de 15,2 MrdDH à 238,4 MrdDH ; et

(ii) **Les quatre derniers mois ayant connu une atténuation de ce déficit à 69,9 MrdDH**, en liaison avec une amélioration des AEN de Bank Al-Maghrib de 5,2 MrdDH à 231 MrdDH et la baisse de la circulation fiduciaire de 4,8 MrdDH à 233,6 MrdDH enregistré à fin 2018.

En effet, la baisse globale des AEN de Bank Al-Maghrib s'explique par le creusement du déficit commercial d'environ 16,4 MrdDH en 2018, qui a été partiellement compensé par les flux financiers, notamment les IDE à hauteur de 6,7 MrdDH. Parallèlement, au-delà de l'évolution tendancielle de la circulation fiduciaire, les pics conjoncturels sont liés à la concentration de plusieurs événements connus pour la consommation de cash, en l'occurrence Ramadan (mai), la période estivale (juin-septembre), Aid Adha et la rentrée scolaire (septembre).

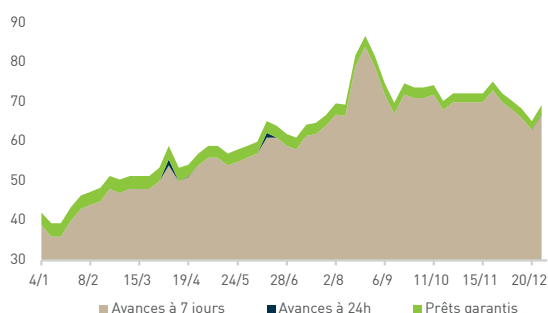
III-2 Légères variations à la hausse du TMP en dépit des interventions de Bank Al-Maghrib :

Face à cette situation, Bank Al-Maghrib a alimenté le marché interbancaire principalement à travers les avances à 7 jours avec une moyenne annuelle de 60 MrdDH en 2018 contre seulement 37,4 MrdDH enregistrée en 2017.

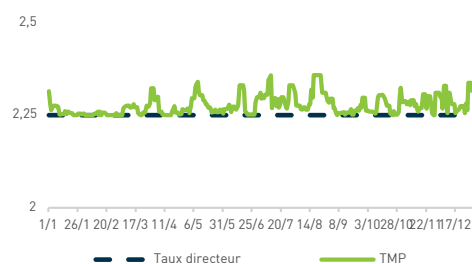
Toutefois, le recours aux avances à 24 heures a baissé avec une moyenne quotidienne de 56 MDH en 2018 contre 507 MDH en 2017. De même, l'encours des prêts garantis³, accordés dans le cadre du financement des TPME, a reculé pour passer d'une moyenne de 2,9 MrdDH en 2018 contre 4,2 MrdDH et 5,9 MrdDH enregistrées respectivement au cours des deux dernières années.

Interventions de Bank Al Maghrib et évolution du taux directeur

Graphe 23 : Interventions de Bank Al-Maghrib (en MrdDH)



Graphe 24 : TMP et taux directeur



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

³ Ce dispositif permet aux Banques de disposer chaque année d'avances de Bank Al-Maghrib pour un montant égal au volume des crédits (hors promotion immobilière et professions libérales) qu'elles prévoient d'accorder aux TPME.

En dépit des efforts de Bank Al-Maghrib pour garantir l'équilibre du marché monétaire, le TMP a évolué pendant une période de surchauffe à des niveaux élevés, pour dépasser au cours de certaines périodes le seuil de 2,35%, soit 10 Pbs de plus que le taux directeur. Ces désalignements s'expliquent, selon les cas, d'une part, par des chocs imprévus sur des déterminants de la liquidité bancaire, notamment les réserves de changes et la circulation fiduciaire et d'autre part, par le besoin structurel et important de certaines banques de la place, qui acceptaient de se financer à des taux plus élevés afin d'éviter de recourir aux avances à 24 heures de Bank Al-Maghrib à un taux pénalisant de 100 Pbs de plus que celui des avances à 7 jours.

Pour l'année 2018, le creusement du déficit de liquidité devrait se poursuivre sous l'effet des mêmes facteurs restrictifs, notamment (i) la baisse des réserves de changes en liaison avec le creusement prévu du déficit commercial, qui pourrait être amplifiée en cas de poursuite de la morosité des flux financiers, notamment les transferts des MRE et les recettes du tourisme (ii) la hausse de la circulation fiduciaire compte tenu d'une part, de la concentration des événements connus pour l'envolée de la demande de cash entre les mois de mai et de septembre et d'autre part, l'expansion de l'économie informelle ainsi que l'évasion fiscale compte tenu des efforts menés récemment par la Direction Générale des Impôts en vue d'élargir l'assiette fiscale pour contenir les professionnelles et les commerçants.

Selon nos prévisions sur la base (i) d'une hausse de la circulation fiduciaire quasi-similaire aux deux dernières années autour de 15 MrdDH et (ii) un recul des réserves de change de 9 MrdDH, soit la moyenne des baisses enregistrées en 2017 et 2018, déficit de liquidité devrait s'accroître de 24 MrdDH pour passer à 94 MrdDH au terme de l'année 2018.

Dans ce contexte, l'évolution du TMP serait sensible à la capacité de la Banque centrale d'anticiper avec exactitude le besoin de liquidité du marché interbancaire, y compris les imprévus qui pourraient accentuer le déséquilibre. De même, la persistance ou l'émergence d'un besoin structurel de liquidité chez certains opérateurs du marché pourrait également générer des désalignements du TMP par rapport au taux directeur, à l'image de ce qui s'est passé au cours des deux dernières années.



Finances publiques et marché des Bons du Trésor



IV. Marché des Bons du Trésor 2018/2019: perspectives baissières des taux

L'évolution du marché des Bons du Trésor (BDT) dépend de deux principaux facteurs clés : d'un côté, le besoin du Trésor public, qui détermine l'offre de papier sur le marché et de l'autre, le besoin d'implémentation des opérateurs et sa nature, qui conditionne la demande et sa segmentation.

Ainsi, cette dernière partie sera consacrée à une analyse de l'équilibre des finances publiques en 2018, ainsi que la confrontation offre/demande sur les deux compartiments du marché aussi bien primaire que secondaire.

En outre, sur la base du nouvel équilibre prévu dans le cadre de la Loi des finances 2019, essayer d'approcher approximativement le besoin de financement du Trésor pour l'année, en prenant en considération les tombées, auxquelles il devrait faire face, ainsi que sa capacité de mener des opérations d'échanges.

IV-1 Evolution des principaux équilibres des finances publiques en 2018

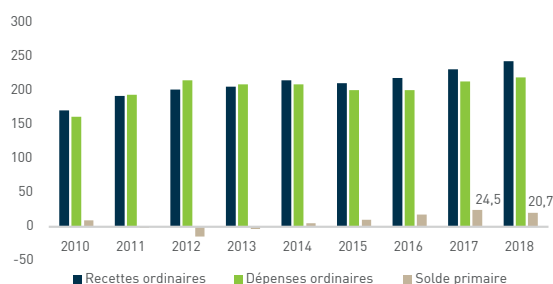
Depuis l'engagement de la réforme de la compensation, à travers la décompensation des carburants et lubrifiants et l'adoption de la nouvelle Loi organique des finances en 2015, les finances publiques ont pris une nouvelle tournure marquée d'une part, par une meilleure maîtrise de l'exécution des charges ordinaires et une sur-réalisation des investissements publics prévus dans le cadre du budget général et d'autre part, par un recul des besoins de financement du Trésor, favorisant ainsi, une gestion active de la dette publique à travers la réduction de son coût moyen d'endettement.

Toutefois, l'année 2018 s'affiche en légère rupture par rapport à cette configuration ayant caractérisée la conduite des finances publiques au cours des trois dernières années (2015-2017). En effet, la collecte des recettes fiscales a été affectée par la morosité conjoncturelle, en liaison avec le ralentissement de la demande intérieure et le Boycott de certaines entreprises ayant un poids significatif en termes de contribution à l'IS, et les dépenses ordinaires ont connu des dérapages importants, notamment les charges de fonctionnement ayant enregistrées une hausse significative de 6,8% et les charges de compensation avec une augmentation de 15,6% en glissement annuel.

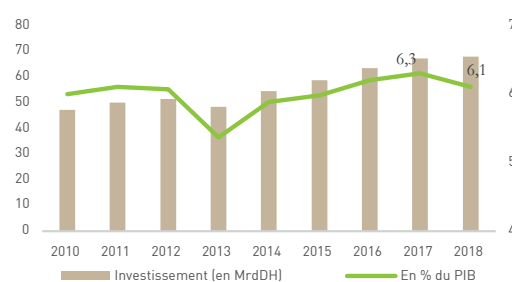
Par conséquent, et contrairement aux trois dernières années, les dépenses d'investissements en % du PIB se sont inscrites en baisse de 6,3% à 6,1% du PIB et le déficit budgétaire a augmenté passant de 3,5% du PIB en 2017 à 3,8% en 2018 contre un objectif de 3% retenu dans le cadre de la Loi des finances.

Solde ordinaire et investissements du budget général

Graph 25 : Evolution du solde ordinaire et composantes (en MrdDH)

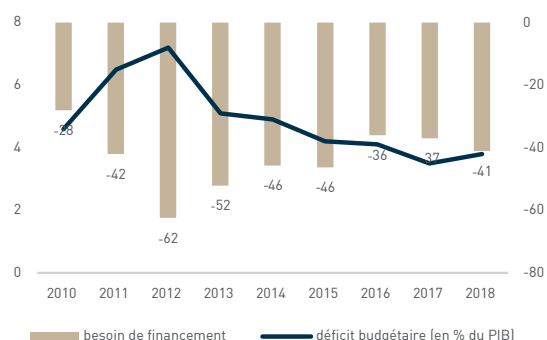


Graph 26 : Evolution des investissements budgétaires (en MrdDH et en % du PIB)

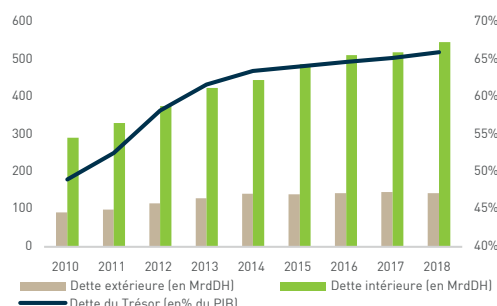


Evolution du besoin de financement et de l'endettement du trésor public

Graphe 27 : Evolution du besoin de financement du Trésor (en MrdDH) et du déficit budgétaire (en % du PIB)



Graphe 28 : Evolution de l'endettement du Trésor (en MrdDH et en % du PIB)



Source : DTFE et calculs CDG Capital

Face à un creusement de l'écart entre les taux d'accroissement des recettes et dépenses ordinaires, **le solde primaire s'est légèrement détérioré d'environ 4 MrdDH pour s'établir à 20,7 MrdDH à fin 2018**. En effet, les recettes ordinaires ont augmenté de 1,8%, avec 4,2% pour la composante fiscale, contre 2,4% pour les dépenses ordinaires, principalement tirées par la hausse considérable des dépenses de compensation de 15,6% en glissement annuel à 17,7 MrdDH et l'accroissement des transferts aux collectivités territoriales de 6% à 25,9 MrdDH.

Le ralentissement du taux d'accroissement des recettes fiscales de 6,3% en 2017 à 4,2% en 2018 s'explique dans une large mesure par la régression du TCA des impôts directs de 8,1% à 2,6%, notamment l'IS de 16,3% à -0,2%. De même, le TCA des impôts indirects a reculé à 5% en 2018 contre 6,9% enregistré une année auparavant, et ce en liaison avec les baisses respectives des taux relatifs à la TVA et la TIC de 7,6% et 4,8% en 2017 à 5,7% et 3,5% en 2018.

Parallèlement, bien que les dépenses d'investissement relatives au budget général aient légèrement augmenté de presque 800 MDH à 67,8 MrdDH, en pourcentage du PIB, le ratio a baissé de 0,2% à 6,1% du PIB.

De même, et tenant compte d'une détérioration du solde des comptes spéciaux du Trésor passant de 13,8 MrdDH l'année précédente à 6,3 MrdDH en 2018, **le déficit public a augmenté de 4,2 MrdDH pour atteindre 41,4 MrdDH**.

Suite à une reconstitution du stock des arriérées de paiement de 3,2 MrdDH, **le besoin de financement du Trésor s'est établi à 38 MrdDH, en augmentation de 170 MDH comparativement à l'année 2017. Compte tenu d'un désendettement en devises de 1,9 MrdDH, le recours net du Trésor au financement intérieur s'est élevé à 40 MrdDH**.

VI-2 Dynamique des marchés primaire et secondaire en 2018 :

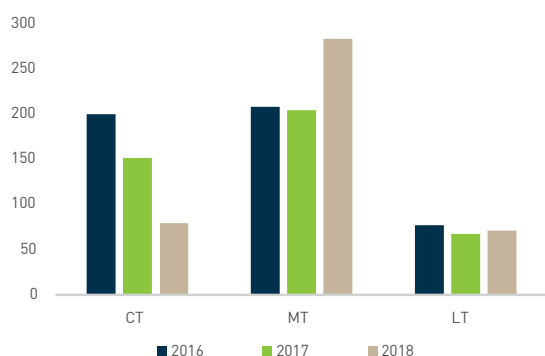
• Marché primaire :

Face à une légère augmentation des besoins de financement du Trésor public associée à un resserrement des conditions de placements dans les autres catégories d'actifs, notamment le secteur de l'immobilier et le marché boursier, le marché des BDT a connu une dynamique particulière en 2018 marquée par une légère reprise de la demande lors des séances d'adjudications primaires, avec une concentration accentuée sur la partie moyenne de la courbe. De même, les levées nettes ont augmenté suite à une hausse plus importante des souscriptions comparativement aux tombées.

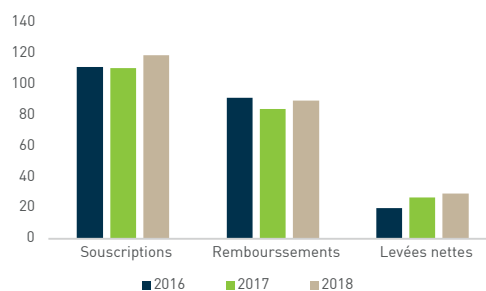
Dans ces conditions, l'encours des BDT a connu une légère modification marquée par une hausse des parts des segments moyen et long terme contre un recul de celle relative au court terme. Dans ses conditions, la courbe des taux a connu des variations significatives aux niveaux des parties moyenne et longue contre une quasi-stabilité des taux court terme en liaison avec la faible présence du Trésor sur ce segment et la stabilité du cadre monétaire.

Principaux indicateurs du marché primaire des BDT en 2018

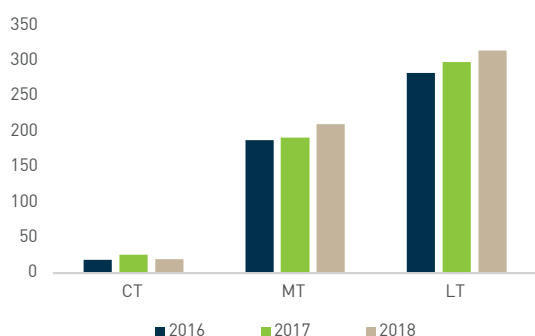
Graphe 29 : Demande globale lors des séances des adjudications par maturité (en MrdDH)



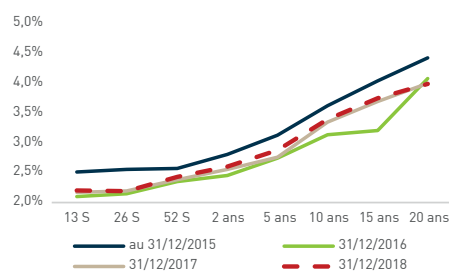
Graphe 30 : Evolution des souscriptions, tombées et levées nettes (en MrdDH)



Graphe 31 : Encours en BDT par maturité (en MrdDH)



Graphe 32 : Courbes des taux primaires (en %)



Source : DTFE et calculs CDG Capital

Après la baisse de 12,6% enregistré en 2017, la demande globale lors des séances d'adjudications des BDT a rebondi de 2,1% pour s'établir à 433 MrdDH. Toutefois, la structure par segment de maturités⁴ a fortement changé avec (i) une réallocation vers le moyen terme représentant 65% de la demande globale contre seulement 48% enregistré en 2017 ; (ii) un recul de la part du court terme à 18% contre 36% l'année précédente et (iii) une quasi-stabilité du long terme autour de 16% de la demande globale.

Face à ce rebondissement de la demande, le taux de satisfaction⁵ a significativement augmenté passant à 32% en 2018 contre 26% et 23% enregistrés respectivement au cours des deux dernières années. Cependant, et à l'image de la nouvelle configuration de la demande, le taux de satisfaction a évolué plus significativement au niveau du segment moyen terme passant à 37% contre 30% enregistré une année auparavant.

Dans ces conditions, et en dépit de la hausse des remboursements de 6,5% en glissement annuel à 89,5 MrdDH enregistré en 2018, les levées nettes ont augmenté de 10,1% à 29,4 MrdDH. En effet, les levées brutes du Trésor public ont augmenté de 7,4% en 2018 pour s'établir 118,9 MrdDH, soit une moyenne mensuelle de 9,9 MrdDH contre 9,2 MrdDH en 2017.

⁴ La segmentation retenue pour cette analyse est la suivante : courte terme = inférieur ou égale à un an ; moyen terme = 2 ans et 5 ans ; et le long terme = au-delà de 5 ans.

⁵ Taux de satisfaction = Souscription par maturité / demande par maturité.

Ainsi, l'encours global des BDT a progressé de 5,7% à 546,2 MrdDH enregistré à fin 2018 contre une hausse de 5,5% en 2017. Parallèlement, la nouvelle structure par segment a été marquée par un accroissement de la part du moyen terme de 2 points de pourcentage à 39% contre un recul de 1% pour le court terme à 4% et une stabilité du long terme au niveau de 58% du total.

Dans ce contexte, les taux primaires ont connu des variations peu significatives comparativement à l'année précédente, avec une légère correction globale à la hausse de la courbe primaire à des rythmes différenciés selon les segments. Ainsi, le segment court terme s'est légèrement apprécié en liaison avec le resserrement des conditions monétaires contre des accroissements plus significatifs sur le moyen et le long terme, et ce compte tenu de la présence significative du Trésor sur le moyen terme et les effets d'entraînement sur le segment long de la courbe.

Evolution de la courbe des taux limites primaires BDT

Maturités	Fin 2017	Fin 2018	Variation en Pbs
13 S	2,17%	2,20%	3
26 S	2,19%	2,19%	0
52 S	2,38%	2,43%	5
2 ans	2,55%	2,60%	5
5 ans	2,76%	2,87%	11
10 ans	3,34%	3,39%	5
15 ans	3,69%	3,74%	5
20 ans	2,17%	3,98%	-1

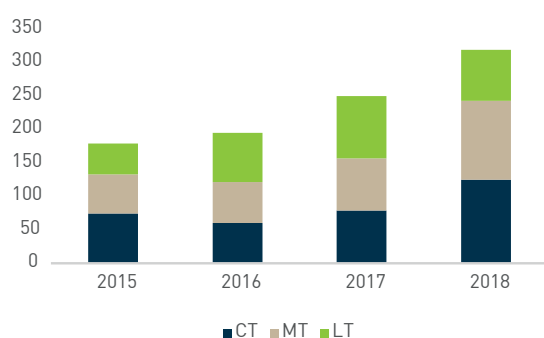
Source : DTFE et calculs CDG Capital

• Marché secondaire :

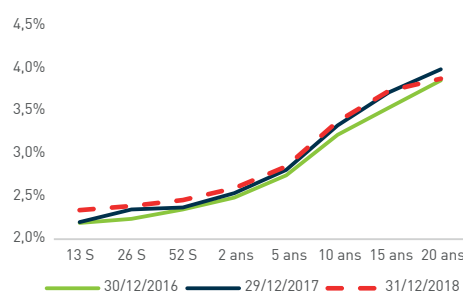
Au cours de l'année 2018, le marché secondaire des BDT a connu un fort dynamisme alimenté d'une part, par une augmentation du stock du papiers en circulation sous l'effet de la hausse des levées nettes du Trésor et d'autre part, par les stratégies de gestion active des portefeuilles, dans un contexte mitigé marqué par une situation confortable du Trésor public, affichant une forte résistance pour valider l'orientation haussière des fourchettes de demande lors des séances d'adjudication, et l'émergence d'un mouvement vendeur au cours du quatrième trimestre de l'année, marquant une reprise des taux.

Principaux indicateurs du marché primaire des BDT en 2018

Graphe 33 : Volumes secondaires par maturité (en MrdDH)



Graphe 34 : Courbe des taux secondaires



Ainsi, le volume global des échanges sur le marché secondaire des BDT a augmenté de 28% en glissement annuel pour s'établir à 319 MrdDH, soit une moyenne mensuelle de 26,5 MrdDH contre seulement 21 MrdDH et 16 MrdDH enregistrés respectivement les deux années précédentes. Cette hausse du volume des opérations secondaires a concerné les maturités courtes et moyennes avec des accroissements respectifs importants de 58% à 125,4 MrdDH et 51% à 118,1 MrdDH contre un recul de 19% pour le segment long terme à 75,4 MrdDH.

Par conséquent, la répartition globale du volume a changé avec une prépondérance des opérations sur le court terme représentant 39% contre 37% pour le moyen terme et seulement 24% pour le long terme.

Quant à l'évolution des taux, au-delà des variations conjoncturelles émanant soit d'un mouvement vendeur à l'occasion du paiement des acomptes de l'IS et en fin d'année, générant ainsi, une hausse significative des taux, ou bien d'un mouvement acheteur émanant d'un besoin d'implémentation des opérateurs, à l'image de l'engouement qui s'affiche chaque début d'année, favorisant un recul des taux, la tendance fondamentale des taux en 2018 a été orientée à un rythme modéré à la hausse.

En effet, la partie courte de la courbe a subi les effets de resserrements monétaires, comme cité auparavant ⁶, avec un creusement du déficit de liquidité et des dérapages à la hausse du taux interbancaire, favorisant ainsi une légère correction à la hausse des taux. De même, la partie moyenne de la courbe, étant le segment le plus fortement sollicité par le Trésor, a connu une hausse plus significative résultante d'une augmentation graduelle des fourchettes de taux à la demande partiellement validée par les adjudications du Trésor public. Quant au segment long de la courbe, les niveaux ont été impactés par les ajustements haussiers de la partie moyenne de la courbe.

IV-3 Loi des finances 2019 et perspectives du marché BDT :

• Loi des finances 2019 : entre la maîtrise des équilibres et la réalisation des objectifs sociaux

Suite à un exercice 2018 relativement difficile marqué par un retard dans la collecte des recettes fiscales, particulièrement l'IS, et des dérapages importants dans l'exécution des dépenses ordinaires, notamment les charges de compensation et celles relatives au fonctionnement, la Loi des finances 2019 intervient dans un contexte globalement difficile caractérisé par une triple contraintes, en l'occurrence : (i) un contexte d'exécution entouré de risque avec un ralentissement de la croissance nationale et chez les partenaires (ii) des pressions sociales militant pour l'égalité et l'amélioration des conditions de vie et (iii) la volonté de l'Etat de restaurer les équilibres des finances publiques, à travers la réduction du déficit et de l'endettement budgétaires.

Evolution des principales rubriques de l'équilibre des finances publiques (En MrdDH et %)

Rubriques	LF 2018 (en MrdDH)	LF 2019 (en MrdDH)	Ecart en valeur	Ecart en %
Recettes fiscales	211,4	220	8,6	4,1%
Directs	97	102,7	5,6	5,8%
Indirects	87	89,8	2,7	3,1%
Recettes non fiscale	22,1	23,7	1,6	7,2%
Dépenses ordinaires	215,8	233,8	17,9	8,3%
Personnel	108,8	112	3,3	3%
Biens et services	66,1	74,5	8,4	12,7%
Compensation	13,7	18,4	4,7	33,9%
investissements	60,3	57,6	-2,7	-4,4%
Déficit budgétaire en% du PIB	-3,8	-3,7	-	-

⁶ Voir partie « Cadre monétaire et marché interbancaire ».

En dépit des hypothèses de cadrage tenant compte de la conjoncture économique difficile avec un taux de croissance nationale prévu en ralentissement et des légères hausses des cours des matières premières et énergétiques, la Loi des finances 2019 prévoit des dépenses ordinaires globalement en hausse avec +12,7% pour les dépenses au titre des autres biens et services, 4,7% pour celles relatives à la compensation et 3% pour les charges de personnel en liaison avec la création de 40.458 postes dont 25.458 permanents et 15.000 postes de contractuels pour l'Education Nationale.

Pour la couverture de cette hausse significative des charges courantes, le Trésor table sur une reprise de recettes aussi bien fiscales que non fiscales. En effet, sur la base de la Loi des finances 2018, actualisée et adoptée pour l'élaboration de celle de 2019, les recettes ordinaires sont prévues en accroissement de 4,3%, avec 4,1% pour la composante fiscale et 7,2% pour celle non fiscale.

Par type de recettes fiscales, les recettes des impôts directs sont prévues en accroissement de 5,8%, avec 7,9% pour l'IS et 6,7% pour l'IR, contre 3,1% pour les impôts indirects, avec 2,2% pour la TVA et 6,6% pour la TIC.

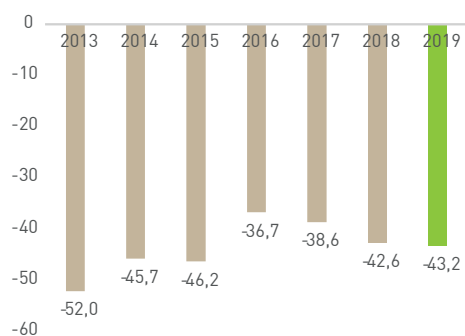
En outre, suite à un resserrement des marges budgétaires, l'investissement public au titre du budget général est prévu en régression de -4,4% à 57,6 MrdDH, soit une réduction de 2,7 MrdDH comparativement à l'exercice de 2017.

• **Besoin de financement du Trésor public et dynamique du marché des BDT en 2018 :**

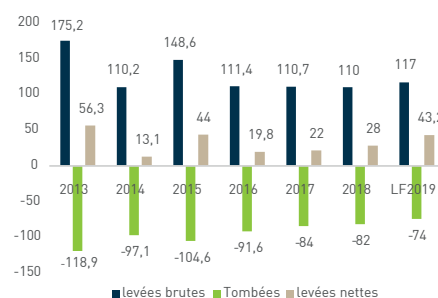
Sur la base des chiffres communiqués dans le cadre de la Loi des finances 2019, principalement le déficit public, qui devrait s'établir à 3,7% du PIB, et tenant compte de l'hypothèse de croissance qui souligne un ralentissement de la croissance de 3,6% estimée en 2018 à 3,1% prévue pour 2019, avec un retour de l'inflation de 1,9% à 1%, le besoin de financement du Trésor devrait s'accroître légèrement, générant ainsi, une faible augmentation des levées brutes en BDT.

Besoin de financement du Trésor public

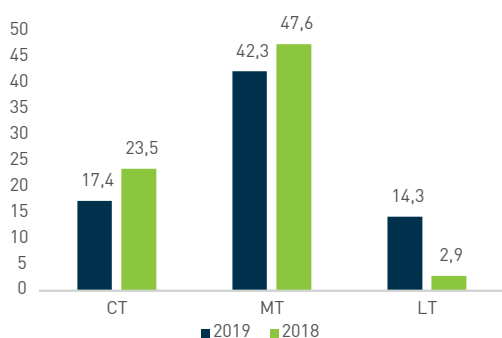
Graphe 35 : Besoin de financement du Trésor (en MrdDH)



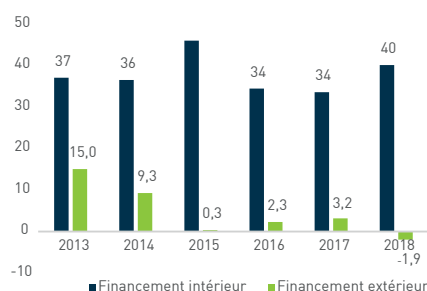
Graphe 36 : Tombées et levées brutes et nettes en BDT



Graphe 37 : Tombées des BDT par maturité initiale (en MrdDH)



Graphe 38 : Couverture du besoin de financement par source (en MrdDH)



Source : Ministère des finances et calculs CDG Capital

Ainsi, selon nos calculs et **sur la base d'une hypothèse de clôture de l'exercice 2019 avec un déficit budgétaire de 3,7% du PIB**, le besoin de financement du Trésor devrait avoisiner les 43,2 MrdDH contre 42,6 MrdDH estimé en 2018, selon les premières estimations de la DTFE, soit une légère augmentation de 600 MDH.

Sur la base d'une hypothèse de financement global du déficit par recours aux BDT, et Tenant compte des tombées prévues en 2019 d'une valeur de 74 MrdDH, en baisse de 8 MrdDH comparativement aux réalisations provisoires de l'année écoulée, les levées brutes devraient s'accroître d'environ 7 MrdDH pour passer à 117 MrdDH en 2019. Ainsi, la moyenne mensuelle des levées brutes devrait augmenter de 9,9 MrdDH contre 9,2 MrdDH enregistrée en 2018.

Par rapport à la structure des levées, les tombées importantes sur les segments moyen et long terme plaident pour une forte présence du Trésor sur ces maturités. Un scénario qui semble réconforté par l'amélioration de la visibilité du Trésor sur son équilibre après l'engagement de la réforme de la compensation et l'adoption de la Loi organique.

Sur la base de l'ensemble de ses analyses, prévisions et hypothèses, le nouveau contexte d'évolution du marché des BDT en 2019 est caractérisé par :

- (i) Un faible rebond des besoins de financement du Trésor grâce au bon comportement prévu des recettes fiscales;
- (ii) La capacité du Trésor de mener des opérations d'échanges en vue de soulager ses tombées et réduire son taux moyen d'endettement ;
- (iii) La possibilité de recours à d'autres sources de financement internes ou bien une sortie à l'international prévue pour un montant avoisinant 10 MrdDH.

L'ensemble de ces facteurs plaident pour une légère baisse des taux en 2019, principalement sur le moyen et le long terme. Pour le court terme, la stabilité prévue du cadre monétaire, avec un taux directeur inchangé et un équilibre de la liquidité garantie grâce aux avances de Bank Al-Maghrib, favoriserait une quasi-stabilité des taux.



CDG Capital Research

Casablanca, Maroc
Tél. :05 22 23 97 12

Economiste

Ahmed ZHANI
Ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima-Zahra BENJDYA
Fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJI
ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI
sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal ALAOUI
Manal.alaoui@cdgcapital.ma

Avertissement

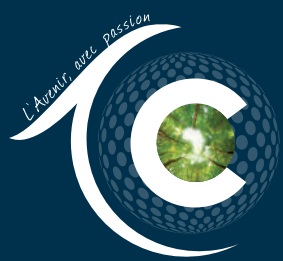
La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Research. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital Research.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital Research au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change.

Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital Research. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.



CDG CAPITAL
GROUPE CDG