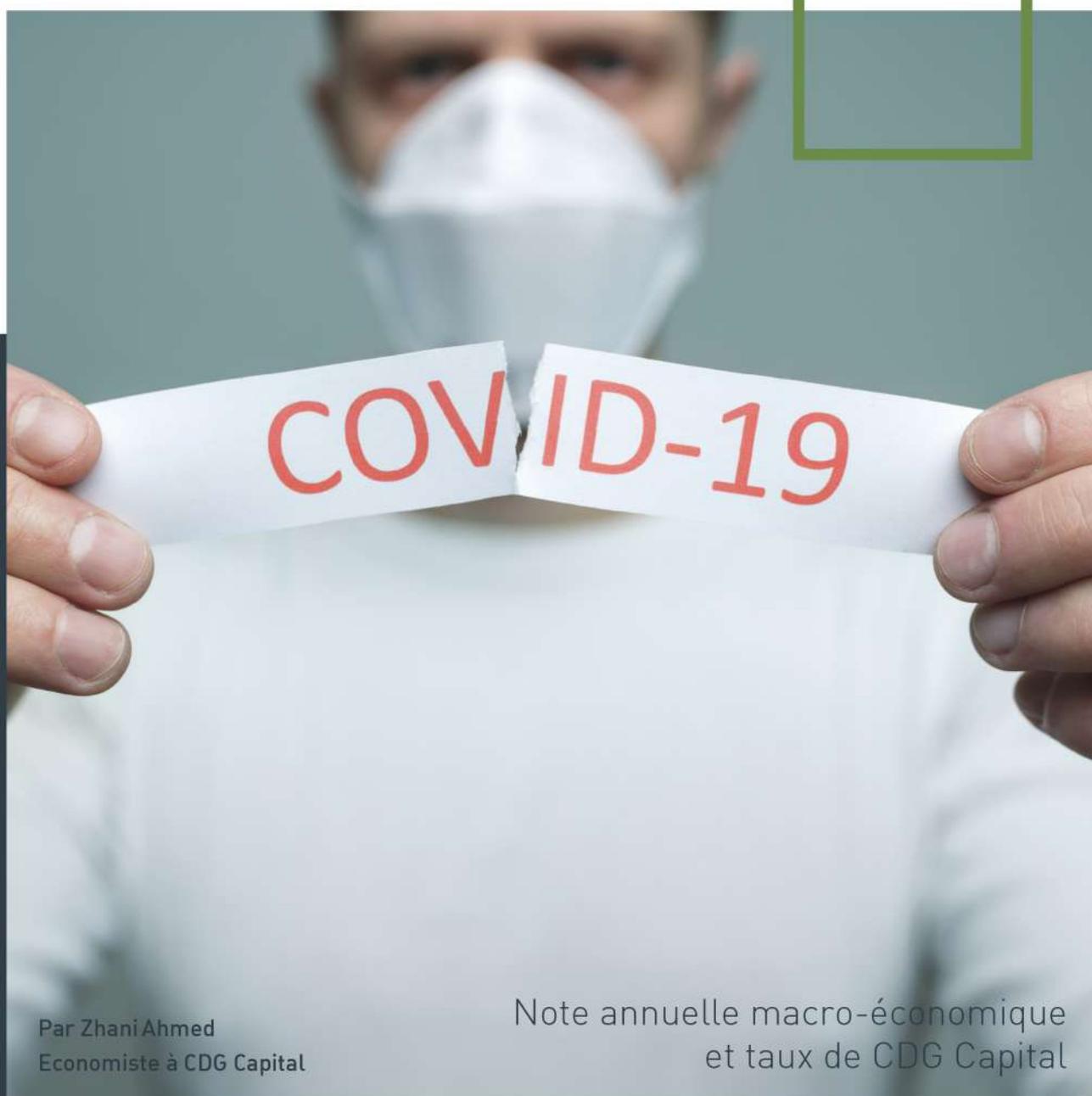


**ECONOMIE NATIONALE ET MARCHÉS  
DE TAUX FACE AUX ENJEUX DU COVID-19  
ET DE LA SÉCHERESSE.**



Par Zhani Ahmed  
Economiste à CDG Capital

Note annuelle macro-économique  
et taux de CDG Capital

# Préambule

**L'économie nationale évolue dans une conjoncture particulièrement difficile**, marquée d'une part, par **la pandémie Covid-19** et son impact considérable sur l'économie mondiale, avec un manque de visibilité sur l'horizon de reprise de l'activité dans l'ensemble des pays affectés, et d'autre part, **par la succession de deux années de sécheresse au niveau national**.

En effet, sur le plan international, **les répercussions de cette nouvelle crise sanitaire dépasse de loin celles de la crise financière de 2008**, comme en témoignent l'arrêt temporaire de l'activité économique et les plans d'urgence déclenchés par les plus grandes puissances mondiales, aussi bien sur le plan budgétaire que monétaire. Toutefois, la difficulté de surmonter réside dans deux principaux éléments, en l'occurrence : **(i) sa substance**, qui est d'ordre économique, se rapportant, en effet, aux circuits de consommation et de production et **(ii) le timing de sa survenance** caractérisé par une fragilité de la reprise de l'économie mondiale, d'un côté, et la forte dégradation des marges de relance monétaire et budgétaire des pays développés, de l'autre.

Parallèlement, **sur le plan national, en plus que cette crise sanitaire drastique et ses répercussions néfastes sur les équilibres macro-économiques nationaux**, la confirmation d'une deuxième année de sécheresse devrait accentuer l'impact négatif, recensé en 2019, **sur le pouvoir d'achat des ménages, particulièrement ceux du monde rural**, dont la part est prépondérante dont la structure démographique et la population active.

**Cette situation aura des effets significatifs sur les secteurs non agricoles**, dont les prévisions de croissance ont été initialement optimistes

pour cette année. En effet, plusieurs facteurs devraient impacter profondément la consolidation de cette composante principale du PIB, notamment l'arrêt temporaire de certaines branches d'activité à cause du confinement associé à un recul de la demande globale.

**Face à ces circonstances particulières, les autorités publiques ont procédé à la création d'un Comité de Veille Economique « CVE »**, composé des grandes instances économiques et sociales du pays, avec comme principaux objectifs la gestion d'un fonds spécial créé pour la gestion du Coronavirus et l'élaboration des propositions efficaces pour soutenir les agents économiques nationaux en cette période de crise, notamment les ménages et les TPME.

Dans ces conditions, **la croissance économique devrait ralentir pour la deuxième année consécutive en 2020**, pour évoluer, dans les meilleurs des scénarii, dans un intervalle de 0% à 1%. De son côté, **l'inflation**, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC), **devrait subir l'impact du renchérissement des prix des produits alimentaires frais**, représentant l'une des rubriques principales du panier représentatif de cet indicateur.

Cependant, **l'effondrement des cours des matières premières et énergétiques, sur les marchés internationaux, devrait favoriser une atténuation du déficit structurel de la balance commerciale de biens**, et ce à l'image de l'année écoulée. Néanmoins, les trois piliers compensateurs de ce dernier, en l'occurrence **le solde du tourisme, les transferts des MRE et le flux net d'IDE devraient se détériorer** compte tenu de la mauvaise conjoncture chez nos partenaires.

**Du côté des finances publiques, l'équilibre prévu par la Loi des finances 2020 sera totalement déstabilisé**, en raison d'un côté, de la baisse envisagée des recettes, particulièrement d'ordre fiscal, et de l'autre, de l'effort demandé par les pouvoirs publics, en cette période difficile, associé aux exigences ordinaires prévues globalement à la hausse au cours de cette année budgétaire.

**Pour ce qui est de la politique monétaire, Bank Al-Maghrib continuera à combler le déficit structurel en liquidité des banques nationales**, à travers les différents instruments, principalement les pensions livrées à long terme et les avances à 7 jours. En termes de taux, **le premier Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé de réduire de 25 Pbs à 2% le taux directeur**, en vue de soutenir l'économie nationale en cette conjoncture difficile. **Une initiative qui pourrait être renouvelée, en cas de besoin, lors des trois prochains conseils de l'année.**

S'agissant du marché des Bons du Trésor (BDT), **l'équilibre devrait se rétablir entre le besoin croissant du Trésor public et la demande des opérateurs**, influencée à l'heure actuelle par une préférence pour le cash, en absence de visibilité sur la fin de cette pandémie.

Cependant, en cas d'amélioration de la visibilité, **la demande sur les titres BDT devrait rebondir, considérés comme étant des valeurs refuges en période d'instabilité économique et sociale.** Dans ces conditions, **la courbe des taux devrait baisser pour la deuxième année consécutive. Ce scénario pourrait être accentué en cas de baisses supplémentaires par bank Al maghrib du taux directeur au cours de l'année 2020.**



# PLAN

## **I. L'économie nationale à l'épreuve du Covid-19 et de la succession de deux années de sécheresse**

I-1 Mesures préventives et impacts attendus.

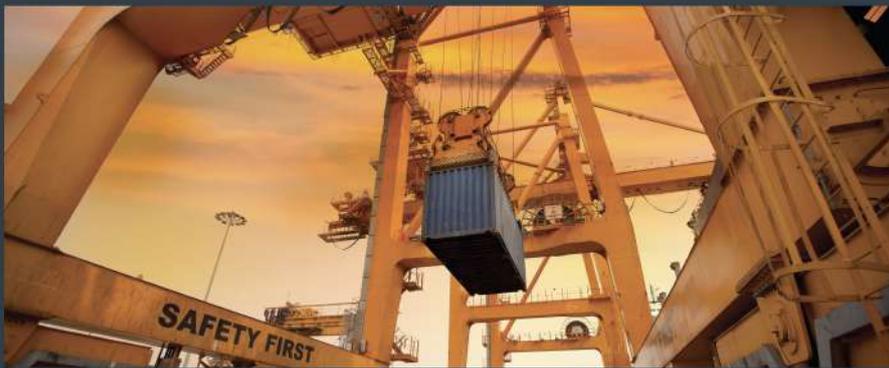
I-2 Perspectives des équilibres macro-économiques en 2020.

## **II. Marchés des taux : quelles perspectives en 2020.**

II-1 Marché monétaire : Creusement du déficit de liquidité en 2020 et TMP interbancaire maintenu à des niveaux proches du taux directeur.

II-2 Marché des Bons du Trésor (BDT): Hausse des besoins du Trésor avec des perspectives de taux baissières.

# L'économie nationale à l'épreuve du Covid-19 et de la succession de deux années de sécheresse



**A**près le redressement de l'économie mondiale enregistré au cours des années 2015-2017, l'économie mondiale succombe dans la léthargie pour la deuxième année consécutive, avec des taux de croissance globalement orientés à la baisse, à un rythme plus accentué, aussi bien pour les pays avancés que pour ceux des économies émergentes et en développement. Ainsi, selon les dernières prévisions du FMI, actualisées en janvier 2020, **la croissance mondiale est passée de 3,6% en 2018 à 2,9% en 2019**, et ce en résultat d'un recul de 2,2% à 1,7% pour les pays développés et de 4,5% à 3,7% pour les pays émergents et en développement.

**L'année 2020 s'affiche encore plus difficile, et relativement particulière, avec la propagation mondiale, à forte vitesse, du Covid-19, initialement apparu en Chine, représentant l'un des principaux piliers de la production manufacturière et du commerce mondial, avant de s'accélérer d'une manière drastique en Zone euro, particulièrement en Italie, Espagne et la France, pour s'intensifier par la suite, aux Etats-Unis et pays d'Amérique latine.**

Cette pandémie s'est traduite d'une part, par des mesures intenses de confinement, imposées graduellement par les autorités publiques de l'ensemble des pays, générant ainsi, un arrêt d'activité temporaire des commerces, de certaines activités considérées secondaires et une fermeture des frontières sur tous les niveaux, et d'autre part, par un rééquilibrage de l'offre et la demande sur les marchés internationaux des matières premières et énergétiques.

Dans ce sillage, les prévisions des institutions financières internationales, principalement celles du FMI pour les taux de croissance et les équilibres macro-économiques des pays membres et de la Banque Mondiale pour les cours des matières premières et énergétiques, ont été totalement déstabilisées, engendrant ainsi, un manque de visibilité sur les perspectives de l'économie mondiale en 2020.

Au niveau national, cette pandémie est survenue dans un contexte particulier, marqué essentiellement par la succession de deux années de sécheresse et leurs impacts sur le pouvoir d'achat des ménages, particulièrement en zones rurales. Notons à cet effet, qu'environ 40% de la population active nationale opère dans le domaine agricole.

Face à cette situation particulièrement difficile, les autorités nationales ont procédé à la création d'un Comité de Veille Economique « CVE <sup>1</sup> » en charge (i) de la gestion d'un fonds spécial créé pour la gestion du Coronavirus, dont la dotation initialement prévue à 10 MrdDH, alimenté par le budget général de l'Etat et les donations des entreprises publiques et privées ainsi que les ménages, a dépassé les prévisions pour s'établir à fin mars à environ 33 MrdDH et (ii) la détermination des mesures de soutien de l'économie aussi bien pour les entreprises, notamment les TPME, que les ménages défavorisés.

Dans le cadre de cette première partie, après un recensement des différentes mesures prises par le CVE et leurs impacts attendus sur les différents acteurs, l'analyse sera orientée vers l'impact de cette nouvelle pandémie, exacerbée par la succession de deux années de sécheresse, sur les principaux équilibres macro-économiques, notamment : la croissance et ses composantes ; l'inflation ; l'équilibre extérieur et les réserves de change ; les conditions de financement de l'économie nationale.

<sup>1</sup> Présidé par le Ministre de l'Economie, des Finances et de la Réforme de l'Administration et des Ministres de l'Intérieur, des Affaires étrangères, de l'Agriculture et de la Pêche, de la Santé, de l'Industrie, du Tourisme et du Travail, du Gouverneur de Bank Al-Maghrib, des Présidents du GPBM, de la CGEM, de la FCCIS (Fédération des Chambres d'Industrie de Commerce et de Services) et de la FCA (Fédération des Chambres d'artisanat).

## I-1 Arsenal des mesures préventives prises par le CVE et impacts attendus :

Les mesures décidées par le CVE ont été multidimensionnelles touchant l'ensemble des aspects, notamment la fiscalité, le financement et les aides sociaux.

En effet, à travers la panoplie de mesures citées ci-dessous, les autorités publiques ont apporté, d'une manière ciblée, les aides nécessaires aussi bien au système productif, particulièrement les très petites, petites et moyennes entreprises (TPPME) très vulnérables aux crises, ainsi que les ménages, principalement les plus défavorisés.

Il est à souligner que la totalité de ses mesures porte sur la période de mars à juin 2020, ce qui laisse présager un horizon de fin de cette crise, selon les estimations initiales du CVE, après une période d'environ 4 mois.

### Principales mesures prises par le CVE

Catégorie	Organismes <sup>2</sup>	Mesures	Impacts attendus
Fiscale	MEFRA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Report des échéances des obligations fiscales (IS) aux entreprises dont le CA est inférieur à 20 MDH (ou plus sous réserve), du 31 mars au 30 juin 2020.</li> <li>• Déductibilités des dons accordés au fonds spécial pour la gestion du coronavirus.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Soulager la trésorerie des TPPME ;</li> <li>• Encourager la contribution au Fonds de solidarité contre le Coronavirus.</li> </ul>
Monétaire et financière	MEFRA BKAM CCG GPBM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accélération du paiement des fournisseurs des EEP ;</li> <li>• Baisse de 25 Pbs du taux directeur à 2% et renforcement des instruments d'interventions de Bank Al-Maghrib avec allongement des délais de refinancement ;</li> <li>• Report des échéances bancaires aux TPPME et aux ménages, touchés par l'impact de cette pandémie, du 31 mars au 30 juin 2020 ;</li> <li>• Création d'un fonds de garantie « Damane oxygène » pour la couverture des besoins de découvert des TPPME dont le CA est inférieure à 20 MDH (ou plus sous réserve), à un taux de +200 Pbs au taux directeur, remboursable au plus tard le 31 décembre 2020.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Améliorer les conditions de financement de l'économie ;</li> <li>• Soulager de la trésorerie des TPPME et combler leurs besoins de financement sur le court et le moyen terme ;</li> <li>• Préserver le pouvoir d'achat des ménages.</li> </ul>

<sup>2</sup> MEFRA (Ministre de l'Economie, des Finances et de la Réforme de l'Administration), BKAM (Bank Al-Maghrib) ; CCG (Caisse Centrale de Garantie) ; GPBM (Groupement Professionnel des Banques Marocaines) ; CNSS (Caisse Nationale de la Sécurité Sociale)

<p>Sociale</p>	<p>MEFRA CNSS</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indemnité de 2000 MAD aux salariés relevant des employeurs en difficulté à cause du Covid19 du 15 mars au 30 juin ;</li> <li>• Indemnité de 800 à 1200 MAD aux ménages Ramedistes, opérant dans le secteur informel, du 15 mars au 30 juin;</li> <li>• Suspension des paiements des cotisations CNSS, du 1<sup>er</sup> mars au 30 juin, sans majorations de retard.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aider la population démunie et les ménages en chômage conjoncturel.</li> <li>• Soutenir le pouvoir d'achat des ménages en cette période.</li> </ul>
----------------	-----------------------	--	--

L'ensemble de ces mesures visent d'une part, à faire réussir cette phase transitoire de lutte contre cette pandémie, en favorisant le confinement dans les meilleures conditions pour l'ensemble des ménages, et d'autre part, garantir la reprise de l'activité après cette crise conjoncturelle, en accordant l'appui nécessaire aux entreprises afin de faciliter la réinsertion des chômeurs, générés conjoncturellement par cette crise, et accélérer le retour au rythme normal de productivité.

## I-2 Perspectives des principaux équilibres macro-économiques en 2020 sous l'effet du Covid19 et de la sécheresse:

L'évolution des principaux équilibres macro-économiques en 2020 s'affiche fortement impacter par deux événements majeurs, en l'occurrence (i) la crise du Covid 19 et ses implications néfastes sur l'ensemble des composantes de l'économie nationale et (ii) la confirmation d'une deuxième année de sécheresse, avec des conditions climatiques très défavorables, générant ainsi, une dégradation de la récolte céréalière et un recul du taux de remplissage des barrages.

**Dans ce contexte exceptionnellement difficile, la gravité de l'impact sur l'économie nationale dépend, dans une large mesure, de la durée de cette crise sanitaire et de la profondeur de ses séquelles, aussi bien sur le système productif que la stabilité du système monétaire et financier national.**

La particularité de cette nouvelle crise, dont l'ampleur et la gravité sont difficiles à estimer, rend l'exercice de prévisions et de projections extrêmement délicat, de par l'exclusion des approches comparatives, en absence de crises similaires, au cours des dernières décennies, que de la difficulté de prévoir l'intensité des chocs sur les différents équilibres macro-économiques.

**Comme hypothèse principale de prévision, et sur la base du plan de soutien retenu par le CVE, dont les solutions portent sur une période de 4 mois, allant de mars à juin, nos projections prendraient en compte cet horizon de résolution de la crise, avec une reprise de l'activité prévue en juillet 2020.**

## 1- Ralentissement supplémentaire de la croissance et rebond de l'inflation en 2020 :

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 active, soit l'équivalent de la population employée dans le secteur tertiaire, ce qui affecte la demande des ménages considérée le noyau de la demande intérieure et l'une des principales 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 résultats de la récolte, **génère une forte corrélation de l'inflation, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC), à sa composante alimentaire**.

### Evolution de la croissance économique : composantes et principales contreparties

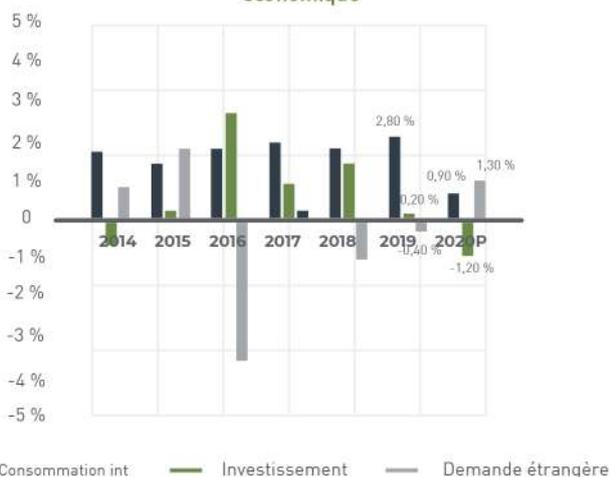
Graphe 9 : Croissance nationale et VA. agricole (en glissement annuel)



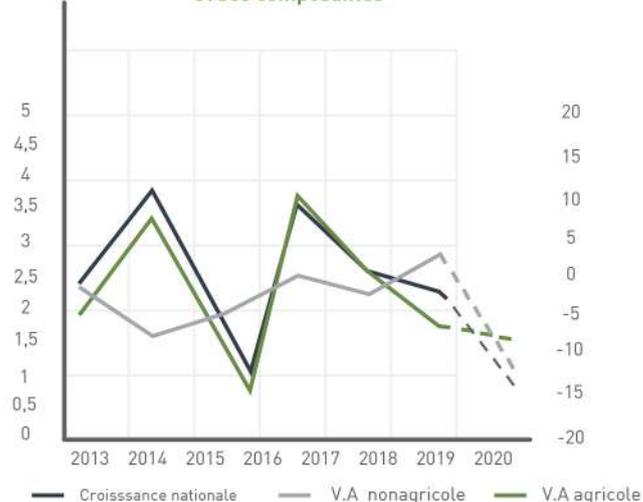
Graphe 10 : Croissance agricole (en glissement annuel) et production céréalière (en millions de quintaux)



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

**L**e déroulement des conditions climatiques de la saison agricole 2019/2020 laisse présager une campagne agricole en détérioration comparativement à la précédente, dont les résultats ont été largement en dessous de la moyenne décennale (80 millions de quintaux), avec une production céréalière estimée à 52 millions de quintaux en 2019, soit -49,3% en glissement annuel comparativement à celle de 2017/2018 estimée à 102,6 millions de quintaux.

En effet, les données disponibles à fin février 2020 ressortent plusieurs signaux sur les faibles résultats de la campagne en cours avec **un couvert végétal en situation faible, un cumul pluviométrique en recul de 38% comparativement à l'année précédente et un taux de remplissage des barrages en régression à 47,3% à fin janvier 2020 contre 60% une année auparavant.**

Ainsi, **sur la base d'une approche comparative avec les saisons précédentes** et leurs déroulements, la moyenne de 80 millions de quintaux semble difficile à atteindre. A cet égard, **notre estimation table sur une saison quasi-similaire à celle de 2016 avec une production céréalière autour de 30 millions de quintaux.** Dans ce contexte, la valeur ajoutée agricole devrait baisser pour la deuxième année consécutive pour s'établir à -6% contre -4% estimée pour l'année 2019.

De même, **et compte tenu des évolutions récentes relatives au Covid-19 et l'arrêt d'activité dans plusieurs secteurs non agricoles,** dont les parts dans le PIB sont prépondérante, notamment les services (activités financières, transport, hôtels et restaurant...), représentant en moyenne environ 58% du PIB, et le secteur secondaire avec environ 26% du PIB, dont les activités prépondérantes sont l'industrie manufacturière et extractive ainsi que le BTP, **la croissance non agricole devrait fortement ralentir à un niveau historiquement bas de 1,2%, générant ainsi, une baisse, pour la deuxième année consécutive, de la croissance nationale, qui devrait évoluer en dessous de 1% contre 2,2% estimée par le HCP pour l'année 2019.**

**En termes des emplois de la croissance, la demande intérieure, principale locomotive de l'économie nationale, devrait fortement ralentir** sous l'effet **(i) des pertes d'emploi causées par cette nouvelle crise conjoncturelle,** et ce en dépit des mesures prises par le CVE pour soutenir les ménages à travers les indemnités citées ci-dessus, notamment de 2000 MAD/mois pour les employés du secteur formel et de 800 à 1200 MAD/mois pour les ménages opérant dans l'informel, sur la période du 15 mars au 30 juin 2020, **(ii) la détérioration du pouvoir d'achat dans le monde rural** suite à la succession de deux mauvaises saisons agricoles, **(iii) la forte dégradation prévue des transferts des MRE** compte tenu de la conjoncture difficile de la Zone euro et **(iv) le ralentissement attendu de la distribution des crédits bancaires en cette conjoncture difficile.** Dans ces conditions, ce pilier principal de la demande globale adressée à notre économie devrait contribuer à seulement 0,9% au PIB en 2020 après 2,8% enregistré en 2019.

De même, et en dépit des nouvelles mesures récemment lancées pour les TPME, notamment le programme « Intilaka », visant à faciliter l'accès au financement à des conditions avantageuses, **la contribution de l'investissement devrait également baisser passant de 0,2% en 2019 à -1,2% en 2020.** Ce recul s'explique par le climat défavorable, qui devrait pousser les agents économiques, aussi bien les entreprises que les ménages, à décaler leurs décisions d'investissement, et le recul des investissements publics en résultat du rétrécissement des marges budgétaires.

Cependant, et malgré la mauvaise conjoncture internationale, **la demande étrangère reflétant nos échanges avec les pays partenaires devrait se redresser pour contribuer à hauteur de 1,3% au PIB en 2020 contre -0,4% l'année précédente.**

Cette amélioration résulte d'une atténuation du déficit du commerce extérieur avec d'une part, un recul en volume et en valeur des importations associé à une baisse moins atténuée des exportations, compte tenu de la hausse de la demande sur l'agroalimentaire et la résistance de la chaîne d'expédition des phosphates et dérivés.

## Evolution de l'inflation et l'inflation sous-jacente 2019/2020

Graphe 13 : Evolution de l'inflation et ses composantes



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

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



Pour ce qui est de l'inflation, **après une année 2019 marquée par une inflation quasiment nulle autour de 0,2% contre 1,9% en 2018, l'année 2020 devrait connaître un léger rebond à 1,3%.**

En effet, **après une année 2019 caractérisée par une déflation alimentaire de -0,5%**, particulièrement liée à un effet de base de l'année 2018, ayant connu un cycle particulier avec une envolée des prix de l'alimentation frais en début d'année, **l'année 2020 devrait connaître une reprise de cette composante, qui serait amplifiée par la sécheresse, pour s'établir à des niveaux supérieurs à 2% à l'image des années 2015 et 2016 avec des chiffres de 2,7% et 2,5% enregistrés pour l'IPC alimentaire.**

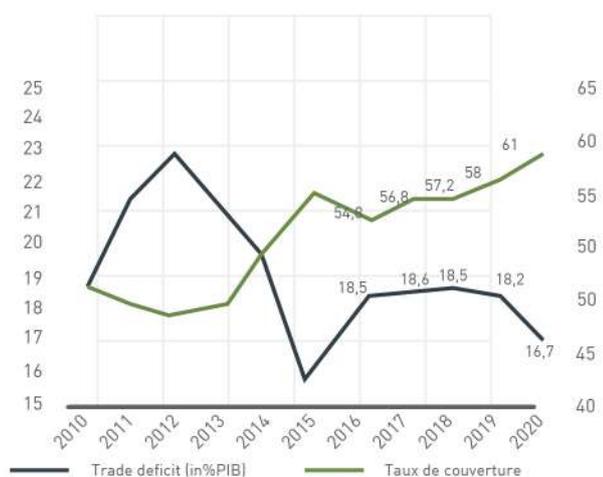
Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatils et administrés, reflétant ainsi la tendance de fond des prix sous l'effet de la confrontation structurelle offre/demande, dont l'évolution s'affiche décorrélée par rapport à l'inflation globale, devrait s'accroître légèrement passant à 1% en 2020 contre 0,6% enregistrée l'année précédente

## 2- Atténuation du déficit commercial en 2020 et recul des flux financiers:

Pour l'année 2020, en dépit de l'atténuation prévue du déficit commercial, en liaison avec le recul des importations, en volume et en valeur, les réserves de change devraient subir l'impact négatif de la baisse des trois piliers compensateurs du déficit, qui sont le solde du tourisme, les transferts des MRE et les IDE.

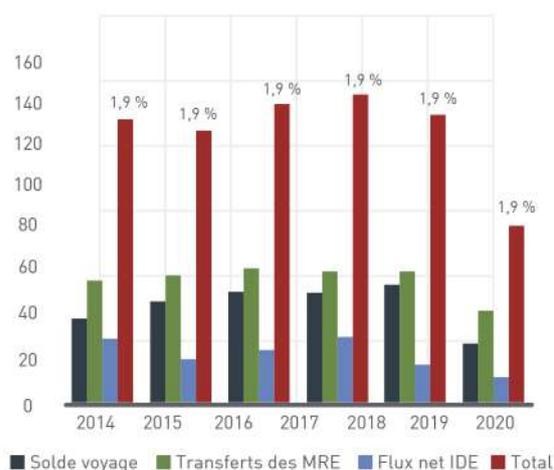
## Evolution des principales rubriques de l'équilibre extérieur 2019/2020

**Graphe 15 : Déficit commercial (en% du PIB) et taux de couverture (en %)**



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

**Graphe 16 : Flux financiers (en MrdDH)**



En effet, l'atténuation du déficit commercial, devrait provenir d'un côté de la conjoncture internationale, notamment le recul des cours des matières premières et énergétiques, que du côté national, avec le recul de la demande nationale associé à la résistance de certaines branches importantes à l'exportation, particulièrement l'agroalimentaire et les phosphates et dérivés dont les parts dans les importations sont considérables, soit 21,5% et 17,3% respectivement en 2019.

Toutefois, la conjoncture défavorable chez les partenaires, fortement affectée par la propagation de la pandémie du Covid 19 et les dégâts associés, particulièrement d'ordre sanitaire et économique, devrait impacter d'une manière accentuée le flux global émanant des trois sources, en l'occurrence le solde du tourisme, les transferts MRE et le flux net d'IDE, représentant la principale source de couverture du déficit commercial en accroissement continu.

**Ainsi sur la base, d'une hypothèse de recul de 50% du solde voyage, de 30% des transferts des MRE, ainsi qu'une baisse similaire à celle de 2019 des IDE, soit -42%, le flux net global émanant de ses trois sources devrait reculer de - 54,5 MrdDH à 87,3 MrdDH estimé pour l'année 2020.**

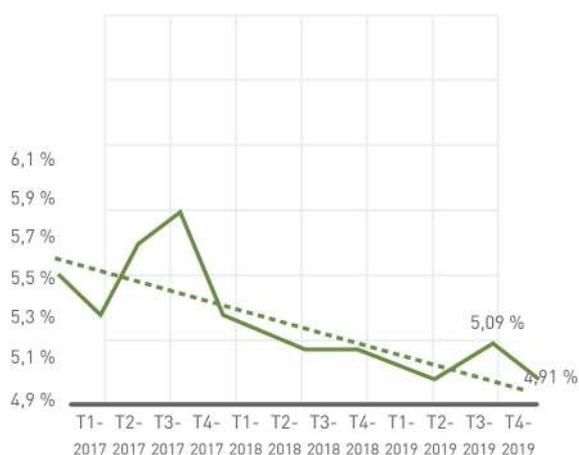
Pour ce qui est des réserves de change, bien que le déficit commercial de biens, comme précisé, devrait s'atténuer en liaison essentiellement avec le recul prévu des importations en valeur et en volume, l'encours des Réserves Internationales Nettes (RIN) devrait subir l'effet de la baisse importante des transferts des MRE, du solde du tourisme et des flux nets des IDE.

Dans ce contexte, et **dans le cadre des mesures préventives en vue de disposer d'une marge confortables, le Maroc a procédé, le 7 avril 2020, à un tirage sur la Ligne de Précaution et de Liquidité 1 (LPL) pour un montant équivalent à près de 3 Mrd de dollars**, remboursable sur 5 ans, avec une période de grâce de 3 ans. Il est à préciser que ce tirage sera mis à la disposition de Bank Al-Maghrib et affecté uniquement au financement de la balance des paiements sans impact sur les finances publiques et l'endettement de l'Etat.

### 3- Poursuite de l'assouplissement des conditions de financement, en 2020, avec un ralentissement des crédits bancaires aux entreprises non financières:

#### Evolution des principales rubriques de l'équilibre extérieur

Graphe 17 : Taux moyen débiteurs



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Graphe 18 : Croissance des crédits bancaires aux entreprises non financières (en glissement annuel)



**Le Taux Débiteur Moyen Pondéré Global 3 (TDMPG)**, suivi à travers une enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib visant à recenser l'évolution du coût réel du financement de l'économie, notamment les ménages et les entreprises, **s'est inscrit en légère baisse (graphe 17), pour la deuxième année consécutive pour s'établir à 5% en 2019 contre 5,15% et 5,52% enregistrés respectivement les deux années précédentes.**

Dans ce contexte, **l'encours des crédits accordés aux entreprises non financières (graphe 17), se sont accélérés** passant d'une croissance, en glissement annuel en 2018, de 3,1% à 5,3% en 2019 pour atteindre 784,2 MrdDH.

**Pour l'année 2020, suite à la baisse du taux directeur de 25 Pbs à 2% par le Conseil de Bank Al-Maghrib tenu le 17 mars, les conditions de financement devraient continuer à s'améliorer**, particulièrement pour les TPME avec le lancement du nouveau programme de financement « Intilaka » avec des taux préférentiels de 2% pour les zones urbaines et 1,75% pour celles rurales. **En effet, le (TDMPG) devrait baisser considérablement pour les TMPE contre un recul, moins important, pour les grandes entreprises et les ménages.**

Ce scénario de régression des taux débiteurs pourrait être plus accentué, en cas de baisses supplémentaires du taux directeur par Bank Al-Maghrib, en vue de soutenir la croissance économique en cette conjoncture très difficile.

**Pour ce qui est du rythme de distribution des crédits, la reprise enregistrée en 2019 devrait ralentir en 2020** compte tenu des conditions défavorables de la conjoncture nationale et l'arrêt temporaire de l'activité dans certains secteurs importants de l'économie. En effet, comme précisé, les décisions d'investissement, aussi bien des entreprises que des ménages, devraient être reportées et la capacité de distribution des banques affectée par la montée prévue des créances en souffrance.

<sup>3</sup>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>



## Conclusion

En dépit des efforts mutuels des différents acteurs, aussi bien public que privé, en vue d'accompagner et soutenir l'économie nationale en cette année exceptionnellement difficile, la profondeur de cette nouvelle crise et ses répercussions, amplifiées par la succession de deux années de sécheresse, devraient fortement impacter les équilibres macro-économiques nationaux en 2020.

En effet, certes les mesures prises par le CVE devraient amortir l'ampleur du double choc sur la conjoncture nationale, néanmoins, la nature de cette nouvelle crise, qui est d'ordre économique, touchant directement le système productif, notamment les consommateurs et les producteurs, devrait rendre plus difficile la reprise de la productivité et le rétablissement des équilibres macro-économiques, notamment les déficits jumeaux.

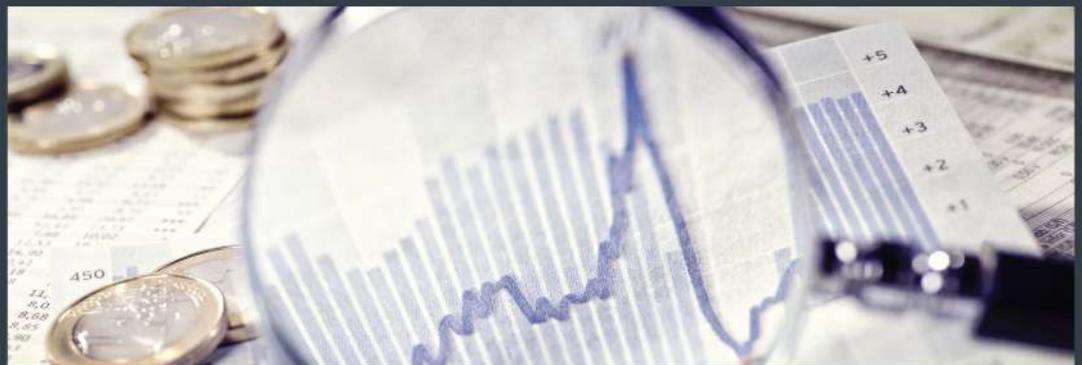
Par ailleurs, cette crise exceptionnelle devrait générer des effets de second tour, particulièrement pour la stabilité du système financier et monétaire national. A cet égard, les séquelles du blocage de l'appareil productif auront certainement des effets sur la qualité du portefeuille des crédits des banques nationales, qui devraient assister à une hausse des créances en souffrance. Parallèlement, la dépréciation de la valeur des actifs, notamment financier et immobilier, devrait accentuer le déséquilibre des caisses de retraite et déstabiliser l'équilibre ressources/engagements des compagnies d'assurance, particulièrement pour la branche vie.

Pour ce qui est de la sphère monétaire, l'accentuation du déficit de liquidité, sous l'effet de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire et le recul des réserves de change, d'un côté, et l'engagement de Bank Al-Maghrib dans une politique monétaire expansionniste, de l'autre, pourraient alimenter une inflation d'ordre monétaire.

D'autant plus, que la baisse des taux de rendement devrait rendre la masse monétaire en circulation plus fluide, avec une hausse des dépôts à vue au détriment des placements à terme.

# 02

## Marchés des taux : quelles perspectives en 2020 ?



## II-1 Marché monétaire : Creusement du déficit de liquidité et TMP interbancaire quasi-aligné sur le taux directeur en 2020

Au cours de l'année 2019, le cadre de la politique a connu deux principaux changements, en l'occurrence (i) **la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib, de novembre 2019, de baisser le taux de la Réserve Monétaire Obligatoire 4 (RMO)** de 4% à 2%, soit l'équivalent d'une injection permanente de la liquidité d'environ 11,4 MrdDH et (ii) **le recours aux opérations de swap de change**, considéré comme étant un instrument de long terme de la politique monétaire. **Ces deux mesures ont été mises en œuvre essentiellement en vue d'atténuer le déficit de liquidité du système bancaire**, ayant atteint un pic historique, en résultat de l'effet restrictif des Facteurs Autonomes de Liquidité Bancaire (FALB), notamment la circulation fiduciaire et les réserves de changes.

**Globalement, les conditions monétaires ont été adéquates en 2019, favorisant ainsi, un meilleur contrôle du coût de refinancement des banques, mesuré par le Taux Moyen Interbancaire Pondéré (TMP).** En effet, et en dépit du creusement du déficit moyen de liquidité du système bancaire, passant à -77 MrdDH en 2019 contre -62 MrdDH enregistré une année auparavant, le TMP a évolué à des niveaux proches du taux directeur (2,25%), et ce à l'exception de certaines périodes caractérisées par une demande excessive de cash suite à l'accumulation de plusieurs événements consommateurs de liquidité, à l'image du mois d'août avec la période estivale, Aïd Adha et la rentrée scolaire.

Ainsi, **les interventions de Bank Al-Maghrib ont été globalement adéquates, essentiellement à travers les avances à 7 jours sur appel d'offre**, dont le taux de satisfaction a été de 100% en périodes de tension, en vue de s'assurer de l'équilibre du marché interbancaire. De même, **le recours aux avances à 24 heures à la demande des banques**, à un taux pénalisant de +100 Pbs comparativement au taux directeur 2,25%, soit 3,25%, **a été moins important comparativement à l'année précédente** marquée par des besoins accentués de certaines banques qui ont biaisé l'équilibre global du marché.

**Pour l'année 2020, en plus des différents instruments utilisés par Bank Al-Maghrib pour alimenter le besoin ascendant de cash des banques nationales** (avances à 7 jours, opérations de swap de devises et prêts garantis), de nouveaux instruments devraient alimenter le marché interbancaire à savoir **(i) la nouvelle ligne de refinancement des banques sur appel d'offre**, lancée dans le cadre du programme intégré d'appui et de financement des entreprises, **à un taux concessionnel de 1,25% pour une durée d'une année, avec comme date pour la première opération le 21 avril 2020 et (ii) les pensions livrées à long terme**, qui représentent un allongement de la durée des avances accordées par Bank Al-Maghrib au système bancaire, et ce dans le cadre des avances à 7 jours sur appel d'offre.

### 1- Creusement supplémentaire du déficit de liquidité en 2020 : sous l'effet de la hausse tendancielle de la circulation fiduciaire et le recul des réserves de change

**Le déficit de liquidité du système bancaire s'est globalement creusé au cours de l'année 2019, passant à moyenne annuelle de 77 MrdDH contre 62 MrdDH une année auparavant.** Cette accentuation s'explique essentiellement par une hausse de la circulation fiduciaire de 15 MrdDH à 249 MrdDH enregistré à fin 2019, soit une augmentation nominale quasi-similaire à celle des deux années précédentes.

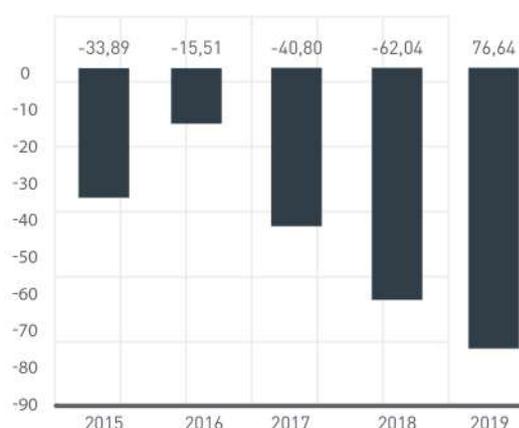
<sup>4</sup> La réserve monétaire obligatoire représente le montant des avoirs en compte que les banques sont tenues de maintenir auprès de la Bank Al-Maghrib. Ce montant correspond à un pourcentage des éléments de son bilan (définies par Bank Al-Maghrib). Son principal objectif est de stériliser structurellement les excédents de liquidité ou de créer ou d'accentuer un besoin structurel de refinancement afin de stabiliser le taux interbancaire.

L'augmentation tendancielle de cet agrégat monétaire, reflétant le volume monétaire qui circule hors circuit bancaire, s'explique principalement par l'expansion de l'économie informelle et du marché de change parallèle.

Cependant, bien que le déficit extérieur se soit creusé davantage en 2019, les réserves de changes ont augmenté suite à deux opérations importantes, en l'occurrence (i) un tirage d'environ 6,9 MrdDH, enregistré en mois d'avril, sur un prêt de la Banque mondiale et (ii) la sortie à l'international du Trésor public, en mois de novembre, pour un montant avoisinant les 10,6 MrdDH.

## Evolution du déficit de liquidité et des FALB en 2019 et perspectives 2020

Graphe 19 : Evolution du déficit de liquidité du système bancaire (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Graphe 20 : Evolution des réserves de change et de la circulation fiduciaire (en glissement mensuel)



Pour l'année 2020, le creusement du déficit de liquidité devrait se poursuivre, à un rythme plus accentué, sous l'effet d'une poursuite de la hausse tendancielle de la circulation fiduciaire, qui sera amplifiée par la panique générée par la pandémie Covid-19.

De même, le fort recul des flux financiers en provenance de nos partenaires commerciaux, particulièrement les flux du tourisme et les transferts des MRE, devrait réduire le potentiel de compensation du déficit commercial, générant ainsi, un impact **baissier sur les réserves de change du Royaume**.

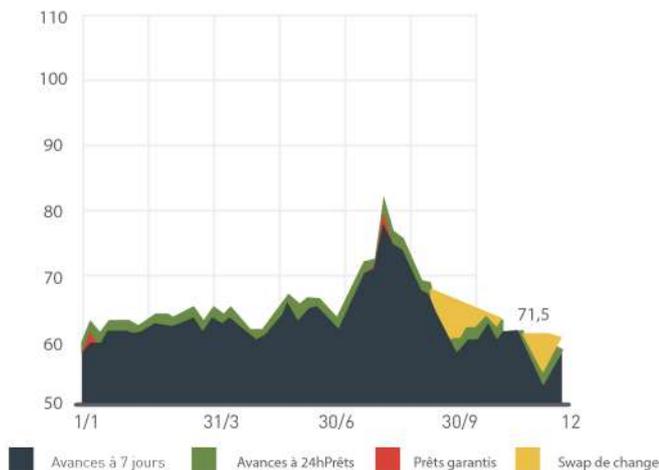
Face à cette situation, la Banque centrale devrait continuer à utiliser les instruments classiques pour alimenter le marché en cash, notamment les avances à 7 jours sur appel d'offre. Toutefois, face à une accentuation du déficit et en vue de combler les besoins structurels de cash des banques, le recours de la Banque centrale aux instruments de long terme <sup>5</sup> sera plus important, principalement les pensions livrées à long terme, les prêts garantis et les swaps de change.

<sup>5</sup> Selon la définition de Bank Al-Maghrib, les instruments de long terme de la politique monétaire ont pour objet de retirer ou d'injecter des liquidités supplémentaires sur une durée supérieure à 7 jours. Elles sont conduites sous la forme de pensions livrées, de prêt garantis ou de swaps de change.

## 2- Un TMP quasi-aligné sur le taux directeur grâce à la politique accommodante de Bank Al-Maghrib

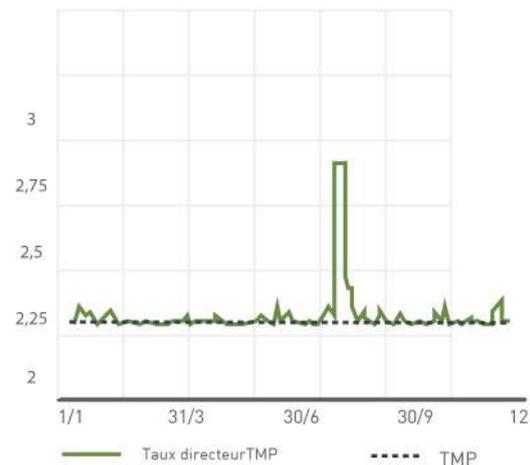
### Interventions de Bank Al-Maghrib et TMP interbancaire

Graphe 21 : Interventions de Bank Al-Maghrib (en MrdDH)



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

Graphe 22 : TMP et taux directeur



En 2019, à l'exception de certains dérapages à la hausse, en liaison avec certains événements exceptionnels, à l'image du mois d'août ayant connu l'accumulation de trois événements consommateurs de cash (période estivale, Aid Adha et rentrée scolaire), le TMP est resté globalement stable (graphe 22) évoluant à des niveaux proches du taux directeur de Bank Al-Maghrib, lequel est resté stable à 2,25% en 2019.

Cette stabilité résulte des interventions appropriées de Bank Al-Maghrib (graphe 21) pour combler le besoin du financement du système bancaire, principalement à travers les avances à 7 jours. A cet effet, il est à préciser qu'en période de haute tension sur le cash, Bank Al-Maghrib satisfaisait la demande des banques à hauteur de 100% en vue de s'assurer de l'équilibre du marché interbancaire.

En 2020, l'évolution du TMP, à l'image des deux dernières années, serait sensible à la capacité de la Banque centrale à implémenter avec exactitude le besoin de liquidité du marché interbancaire, y compris les pics imprévus qui pourraient accentuer occasionnellement le déséquilibre du marché du cash. A cet effet, nous prévoyons que Bank Al-Maghrib continuera à assurer, à travers son arsenal des instruments d'interventions <sup>6</sup> sur le marché interbancaire, la stabilité du TMP interbancaire à des niveaux proches du taux directeur.

### II-2 Marché des Bons du Trésor en 2020: 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 papiers sur le marché et de l'autre, le besoin d'implémentation des opérateurs et sa nature, qui conditionne la demande et sa segmentation.

<sup>6</sup> Pour consulter les instruments conventionnels de la politique monétaire par catégorie : <http://www.bkam.ma/Politique-monetaire/Cadre-operationnel/Dispositif-d-intervention-sur-le-marche-monetaire/Presentation-des-operations-de-marche>

Ainsi, cette dernière partie sera consacrée à une analyse de l'équilibre des finances publiques en 2020, ainsi que la confrontation offre/demande sur les deux compartiments du marché aussi bien primaire que secondaire.

## **1- Loi de finances 2020 : Un équilibre fortement menacé par une faiblesse des recettes compte tenu des évolutions récentes**

**Suite à un exercice 2019 marqué par un dérapage du déficit public malgré le bon comportement des recettes**, et ce en résultat de la forte hausse des charges ordinaires associée à une croissance nominale largement inférieure à celle retenue comme hypothèse pour l'élaboration de la Loi de finances, **l'année 2020 s'annonce encore plus difficile avec une conjoncture extrêmement rude à l'international et la confirmation de la sécheresse, au niveau national, associée à la décision de confinement** prise par les autorités pour protéger les citoyens, qui devrait avoir un impact néfaste sur certaines branches non agricoles.

Par conséquent, une récession à double dimensions est prévue, en l'occurrence, l'offre avec le ralentissement/arrêt de plusieurs branches d'activités et la demande suite à la décontraction des différentes composantes, notamment la consommation intérieure et l'investissement.

**Dans ce contexte, les hypothèses retenues, pour l'élaboration de la Loi de finances 2020, s'affichent totalement bouleversées** aussi bien au niveau national qu'international. Parallèlement, les projections retenues sur la base de ces hypothèses seront totalement secouées avec un ralentissement important des recettes conjuguées à une difficulté de maintenir le train de dépenses prévues, particulièrement les investissements.

En résultat, **la consolidation budgétaire prévue en 2020 sera totalement déstabilisée et l'objectif de 3,5% du PIB du déficit budgétaire extrêmement difficile à réaliser en raison** (i) du creusement du déséquilibre ressources/emplois et (ii) le rétrécissement de la rallonge du PIB, notamment la croissance nominale retenue à 5% dans la Loi de finances 2020.

A cet égard, et face à ces nouveaux éléments déstabilisateurs, l'Etat pourrait recourir à la promulgation d'une Loi de finances rectificative, en vue d'introduire l'ensemble des éléments précités et leurs impacts sur l'équilibre des finances publiques en 2020.

Compte tenu de l'absence d'une structure actualisée de la Loi de finances, les équilibres présentés ci-dessous porteront sur ceux retenus dans le cadre de la Loi n° 70-19 publiée au Bulletin officiel du 14 décembre 2019.

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

Rubriques	LF 2019 (en MrdDH)	LF 2020 (en MrdDH)	Ecart en valeur	Ecart en %
<b>Recettes fiscales</b>	220	227,2	7,2	3,3 %
Directs	102,7	105,4	2,7	2,6 %
Indirects	89,8	94,9	5,1	5,7 %
<b>Recettes non fiscales</b>	23,7	34*	10,3	43,5 %
<b>Dépenses ordinaires</b>	233,8	242,4	8,6	3,7 %
Personnel	112	119,5	7,5	6,7 %
Biens et services	74,5	79,2	4,7	6,3 %
Compensation	18,4	14,6	-3,8	-20,7 %
<b>Investissements*</b>	57,6	70,3	12,7	22,0 %
<b>Déficit budgétaire</b>	-3,7	-3,5	7,2	3,3 %
<b>en% du PIB</b>				

**Source :** Ministère des finances et calculs CDG Capital

\*Dont 12 MrdDH des nouveaux mécanismes de financement des investissements publics, 3 MrdDH des privatisations et 1,8 MrdDH de dons CCG

\*\* il s'agit des prévisions d'émissions et non des crédits ouverts. Tenant compte des crédits ouverts le montant passe à 78,2 MrdDH contre 73 MrdDH pour 2019

**L'équilibre global de la Loi de finances 2020 laisse présager une forte volonté des pouvoirs publics de soutenir la croissance nationale** à travers une augmentation considérable des dépenses aussi bien de fonctionnement que d'investissement. La couverture de cette augmentation semble partiellement compensée par une optimisation des recettes aussi bien fiscales que non fiscales.

En effet, bien que la conjoncture nationale s'affiche peu prometteuse, **les attentes de l'Etat en termes de collectes d'impôts s'affichent optimistes avec une augmentation de 5,7% des recettes relatives aux impôts indirects et 2,6% aux impôts directs. Quant aux recettes non fiscales, représentant environ 13% des recettes ordinaires, ils devraient connaître une hausse considérable de 43,5% à 34 MrdDH** alimenté notamment par (i) 12 MrdDH en termes des mécanismes innovants de financement de l'investissement public ; (ii) des recettes de privatisations à hauteur de 3 MrdDH et (iii) des dons en provenance des pays du Golfe de 1,8 MrdDH.

Parallèlement, les dépenses globales (y compris les Services de l'Etat Gérés d'une Manière Autonome « SEGMA » et les comptes spéciaux du Trésor) devraient s'accroître de 7,5%, soit une hausse de 21,5 MrdDH.

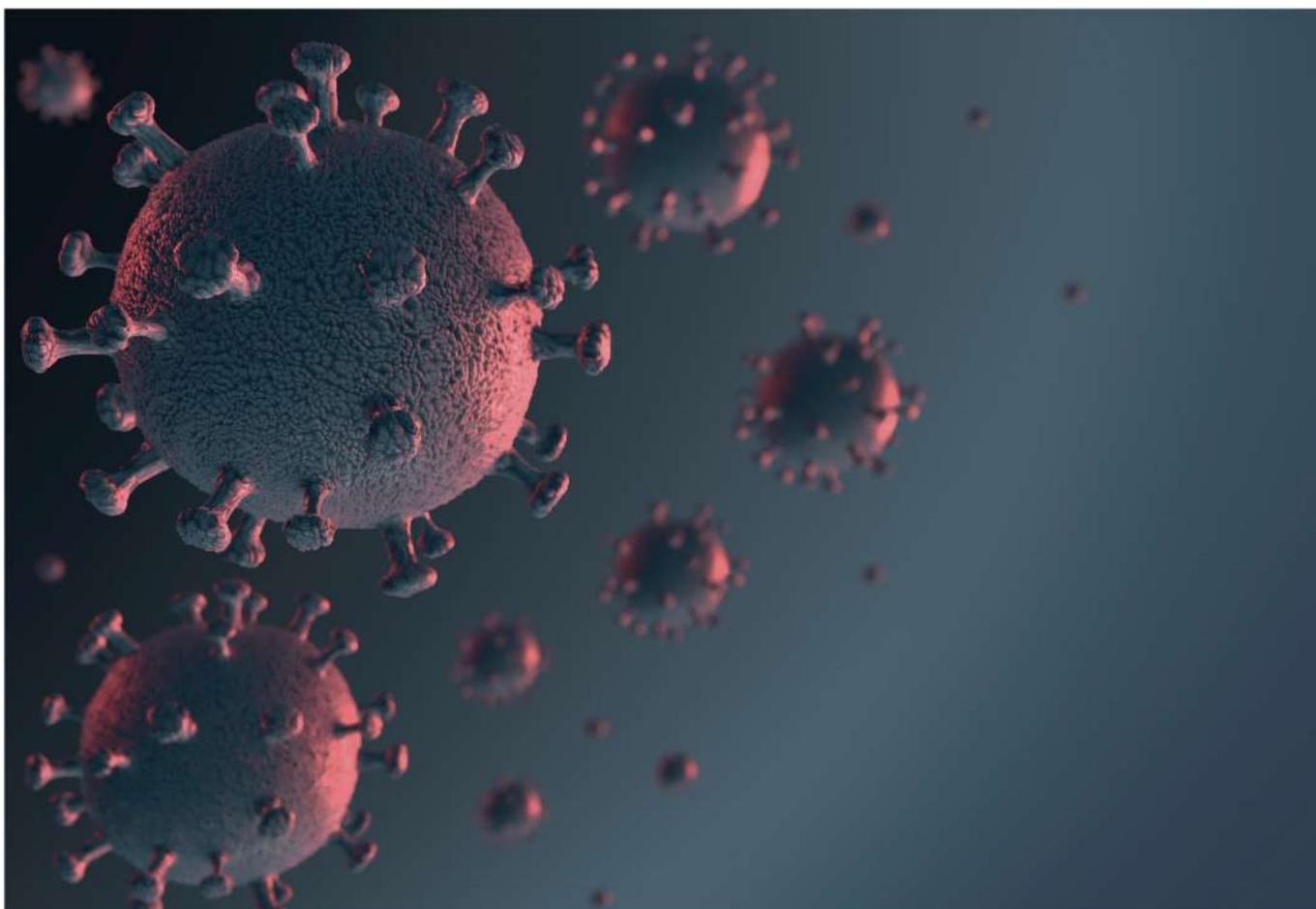
Toutefois, face aux répercussions de cette pandémie sur l'équilibre des finances publiques, l'Etat a affiché une volonté de réduire le rythme d'exécution des dépenses, particulièrement les charges de fonctionnement et les transferts aux FST, SEGMA et EEP, et ce à l'exception de ceux en liaison avec la santé, la sécurité et la gestion de cette pandémie. Parallèlement, un décret a été promulgué portant sur la suppression de la limite de 31 MrdDH en termes d'endettement public en devises, imposée par la Loi de finances de 2020, et ce afin de permettre à l'Etat et aux EEP de recourir au financement international en cas de besoin.

Ces mesures devraient donner plus de marge, au Trésor public, en vue de gérer son équilibre pour l'année 2020, aussi bien en termes de déficit public que d'endettement, avec (i) une meilleure concentration sur la gestion de la pandémie et ses répercussions sanitaires et sociales et (ii) une liberté d'arbitrage entre le recours aux ressources intérieures ou extérieures pour combler son déficit.

## 2 -Besoin de financement du Trésor public et dynamique du marché des BDT en 2020

**Comme précité l'équilibre des finances publiques, tel que prévu par la Loi de finances 2020, validée par le circuit législatif, sera largement déstabilisé,** et par faute de disponibilité d'une nouvelle Loi actualisée, notre analyse sera également basée sur celle toujours en vigueur.

**Toutefois, les séquelles de cette conjoncture récente seront recensées, sous format d'hypothèses,** et les implications également, en termes d'impacts probables sur les besoins du Trésor public, et par ricochet, sur les niveaux de taux, en tenant compte de l'évolution conditionnée de la demande des opérateurs.

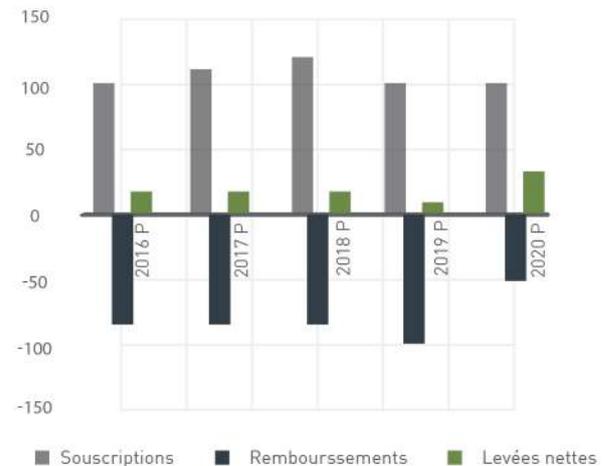


## Besoin de financement du Trésor public

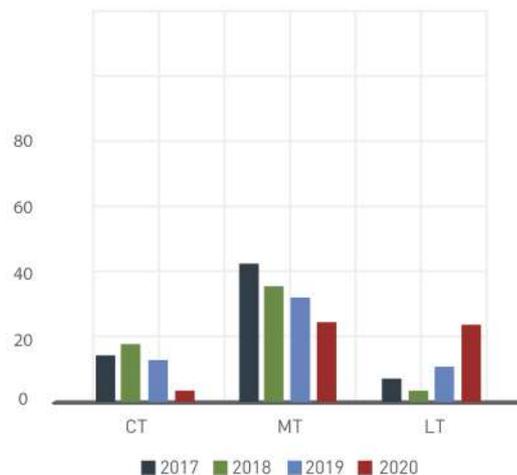
Graphe 33 : Besoin de financement du Trésor ( en MrdDH)



Graphe 34 : Tombées et levées brutes et nettes en BDT



Graphe 35 : Tombées des BDT par maturité initiale ( en MrdDH)



Graphe 36 : couverture du besoin de financement par source ( en MrdDH)



Sur la base des chiffres communiqués dans le cadre de la Loi de finances 2020, principalement le déficit public qui devrait s'établir à 3,5% du PIB, et tenant compte de l'hypothèse de croissance qui souligne une reprise de 2,6% estimée en 2019 à 3,7% prévue pour 2020, avec une hausse de l'inflation de 0,2% à 1,3%, soit une croissance nominale de 5%, le besoin de financement du Trésor devrait baisser légèrement, générant ainsi, un recours moins important du Trésor au marché des BDT. Ainsi, selon nos calculs et **sur la base d'une hypothèse de clôture de l'exercice 2020 avec un déficit budgétaire de 3,5% du PIB**, le besoin de financement du Trésor devrait s'alléger légèrement pour passer à 42 MrdDH contre 46 MrdDH estimé pour l'année 2019, selon les premières estimations de la Trésorerie générale du Royaume, soit une baisse d'environ 4 MrdDH.

**Sur la base d'une hypothèse de financement global du déficit par recours aux BDT**, et tenant compte des tombées prévues en 2020 d'une valeur de 68,1 MrdDH, en baisse de 31 MrdDH comparativement aux réalisations provisoires de l'année écoulée, **les levées brutes devraient se stabiliser à environ 111 MrdDH.**

Cependant, le Trésor devrait faire appel aux différentes sources intérieures, notamment les dépôts au Trésor, ainsi qu'extérieures, particulièrement, les prêts et les dons. **Sur la base de la moyenne des cinq dernières années, le Trésor a couvert presque 63% de son besoin par recours au marché des BDT**, sur la base de cette hypothèse, les levées brutes du Trésor sur le marché devraient reculer pour se situer à 94 MrdDH, soit une moyenne mensuelle de 7,8 MrdDH contre 9,25 MrdDH enregistrée en 2019.

Par rapport à la structure des levées, **les tombées importantes sur le segment long terme** plaident pour une forte présence du Trésor sur ce segment. Un scénario qui semble réconforté par le contexte baissier des taux conjugué au manque de visibilité du Trésor public sur l'horizon de redressement de l'économie et la reprise des recettes fiscales.

Notons par ailleurs, que l'aisance du Trésor, au cours de l'année 2019, dans un contexte de taux baissier, a favorisé la multiplication des opérations d'échange en vue de soulager les tombées à court terme, principalement pour les deux années 2019 et 2020, portant sur un montant important d'environ 38 MrdDH contre seulement 20 MrdDH enregistré l'année précédente. De même, le Trésor a mené exceptionnellement une opération de rachat de titres d'une valeur de 6,3 MrdDH.

Toutefois, **la nouvelle conjoncture, interne et externe, devrait fortement impacter les ressources du Trésor, particulièrement d'ordre fiscal**. A cet effet, l'ensemble des catégories des recettes fiscales devraient reculer sous l'effet de cette crise avec **(i) la récession de certaines activités agricoles** qui devrait réduire, d'une manière conséquente, les résultats de quelques grandes entreprises, notamment les banques, dont les contributions sont décisives pour la collecte de l'IS ; **(ii) la hausse prévue du chômage** qui devrait générer d'une part, un recul des recettes de l'IR envisagé à la hausse cette année, que celles liée à la consommation, principalement la TVA intérieure et la TIC et **(iii) le recul des importations qui devrait générer une régression de la TVA à l'importation, dont la part est prépondérante dans la TVA globale**.

Parallèlement, **les charges courantes prévues à la hausse**, notamment celles relatives au personnel et aux intérêts de la dette, **sont de nature exécutive et difficile à réduire**, et ce à l'exception des dépenses de compensation, qui devraient s'orienter à la baisse compte tenu du recul des prix des produits énergétiques, particulièrement le gaz butane.

Par conséquent, **l'équilibre entre les recettes et les dépenses ordinaires sera déstabilisé, nécessitant ainsi, des efforts de régulation** qui se feront notamment à travers **(i) un ralentissement du plan d'exécution des investissements**, prévus à la hausse grâce aux nouveaux mécanismes de financement (PPP) à hauteur de 12 MrdDH et **(ii) un recours plus important à l'endettement**, particulièrement intérieur, en cette année de vache maigre et **(iii) une multiplication des opérations d'échange de titres** en vue de soulager les titres à court terme, notamment en 2020 et 2021.

**Face à cette situation marquée probablement par des levées plus importante du Trésor public en 2020, la demande devrait également s'accroître** compte tenu de l'instabilité de l'économie nationale, ce qui devrait abaisser l'intérêt des opérateurs aux placements action et immobilier. **Cette tendance devrait généralement se déclencher après que l'Etat annonce des résultats rassurants sur la maîtrise de la propagation de la pandémie Covid-19**, en attendant, les investisseurs devraient se limiter en statut d'observateurs, en gardant leurs avoirs en cash.

**En cas de réalisation de ce scénario** du retour de l'engouement des opérateurs sur les titres BDT, considérés comme investissement refuge en cette période d'instabilité, **les taux devraient s'orienter à la baisse**. D'autant plus que la nouvelle baisse du taux directeur par Bank Al-Maghrib a tardé d'impacter les taux BDT compte tenu de la pression exercée par un fort mouvement vendeur sur le marché.

**Ce scénario de baisse des taux pourrait s'accroître en cas de nouvelles révisions à la baisse du taux directeur par Bank Al-Maghrib** pour soutenir l'économie en cette période de crise.



## Conclusion

Sur la base de l'ensemble de ses analyses, prévisions et hypothèses, le nouveau contexte d'évolution du marché des BDT en 2020 est caractérisé par :

(i) Une conjoncture difficile aussi bien (i) au niveau international avec la pandémie du Covid-19, particulièrement chez nos partenaires, et ses répercussions sur ses économies et le mouvement des personnes, des biens et des capitaux et (ii) qu'au niveau national, avec l'impact de cette pandémie et la confirmation d'une nouvelle année de sécheresse, ce qui devraient se traduire par une baisse du pouvoir d'achat des ménages.

(ii) Une baisse prévue des recettes du Trésor public face à des charges courantes à caractère exécutif;

(iii) Un retour de l'engouement des opérateurs sur les titres BDT, considérés comme valeurs refuges en cette période d'instabilité, et ce après le contrôle de la propagation de cette pandémie Covid-19 par les autorités;

(iv) Une ou plusieurs baisses supplémentaires du taux directeur par Bank Al-Maghrib en vue de soutenir l'économie nationale en cette période de crise à l'image de celle déclarée le 17 mars 2020 ;

En cas de réalisation de ces différentes hypothèses, la courbe des taux devrait s'orienter à la baisse, pour la deuxième année consécutive, sur l'ensemble des segments avec une cadence déterminée d'une part, par l'équilibre offre/demande sur le marché et d'autre part, par les décisions de la Banque centrale concernant le taux directeur.

### **CDG Capital Research**

Casablanca, Maroc  
+212 522 239 712

---

#### **Economiste**

Ahmed ZHANI  
ahmed.zhani@cdgcapital.ma

### **Research Actions**

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

Fatima-Ezzahra ERRAJI  
ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI  
sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal ALAOUI  
mnal.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**