

Perspectives économiques et taux 2023: une reprise entourée d'incertitudes

09 janvier 2023

SOMMAIRE

1 Les principaux faits marquants en 2022.

2 Un environnement international entouré d'incertitudes en 2023.

3 Les perspectives des principaux équilibres macro-économiques nationaux.

4 Les politiques publiques face aux nouveaux enjeux: politique monétaire et Loi de finances.

5 Le marché des bons du Trésor en 2023: quels scénarii?

Les principaux faits marquants en 2022

01

Faits marquants au niveau international en 2022: une année de forte inflation

- **Le renchérissement des prix des matières premières et énergétiques:** reprise de la demande mondiale et perturbation des chaînes de valeurs en termes d'approvisionnement et de logistique.
- **La guerre russo-ukrainienne,** engagé en février 2022, a exacerbé la hausse des prix à l'international.
- **La montée en puissance de l'inflation dans la quasi-majorité des pays** aussi bien d'origine interne (demande, monétaire, choc d'offre) qu'externe (importée).
- **Le resserrent des politiques publiques,** aussi bien monétaire que budgétaire, à des vitesses différentes, face à cette vague inflationniste.
- **La perturbation du marché de change mondiale,** particulièrement la parité EUR/USD, ayant touché le creux historique de 0,96 le 27 septembre 2022, et la chute des cours des devises des pays émergents.
- **Le risque de récession économique** (à partir de T3-2022) et **recul de la performance des marchés de capitaux internationaux.**
- **Le rétrécissement des conditions de financement** après plusieurs années marquées par une forte expansion monétaire.

Les économies s'orientent sciemment vers une récession à but de contrecarrer la durabilité de l'inflation.

Faits marquants au niveau national en 2022 : Sécheresse et tensions inflationnistes

- Sur le plan économique :

- **Une année de sécheresse** historique avec une accentuation du stress hydrique.
- **Une montée en puissance de l'inflation:** inflation importée, choc sur l'alimentation frais et transmission vers les produits non échangeables.
- **Un fort creusement du déficit commercial** et du compte courant.
- **Une atténuation du déficit public.**

- Sur le plan monétaire :

- **Le relèvement en deux temps du taux directeur de 100 Pbs:** +50 Pbs en septembre et +50 Pbs en décembre 2022.
- **L'injection par Bank Al-Maghrib d'un montant supérieur au besoin du marché interbancaire.**
- **Le changement de la structure des injections de Bank Al-Maghrib** avec une hausse de l'encours des avances à 7 jours.

- Sur le plan financier :

- **Le rétrécissement des marges de financement du Trésor public, aussi bien au niveau national qu'international, et forte hausse des taux BDT.**
- **Le recours du Trésor à des opérations exceptionnelles** (émissions à taux variables sur 5 ans et à très court terme de 35 et 45 jours).
- **Le tirage sur la LPL du FMI** de 21 MrdDH pour faire face au remboursement d'un prêt en devise.

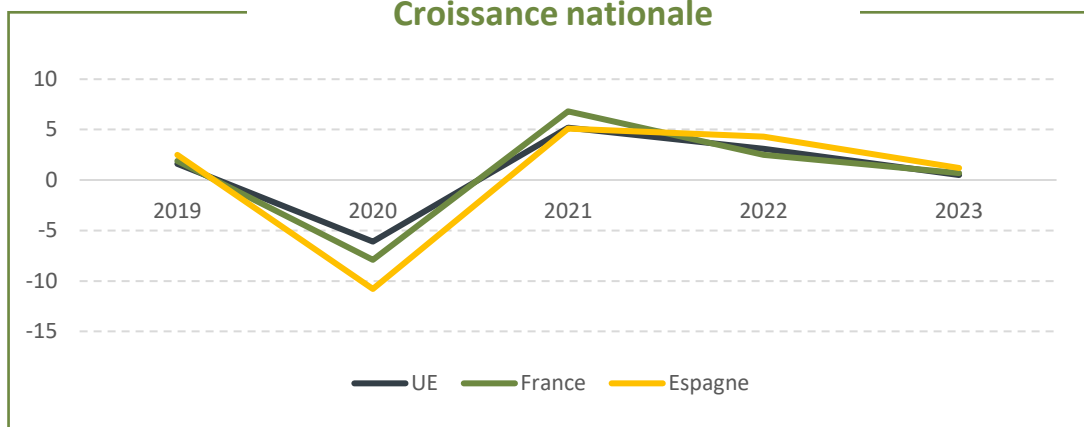
Après une amélioration en 2021, les principaux équilibres macro-économiques du Royaume se sont détériorés sous le double impact de la conjoncture internationale et nationale.

Un environnement international entouré d'incertitudes en 2023

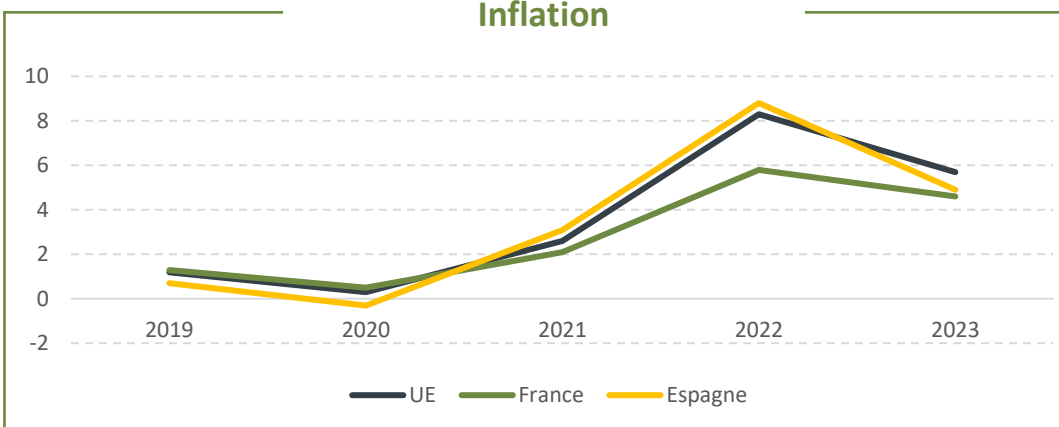
02

Une conjoncture difficile prévue chez nos partenaires commerciaux en 2023:

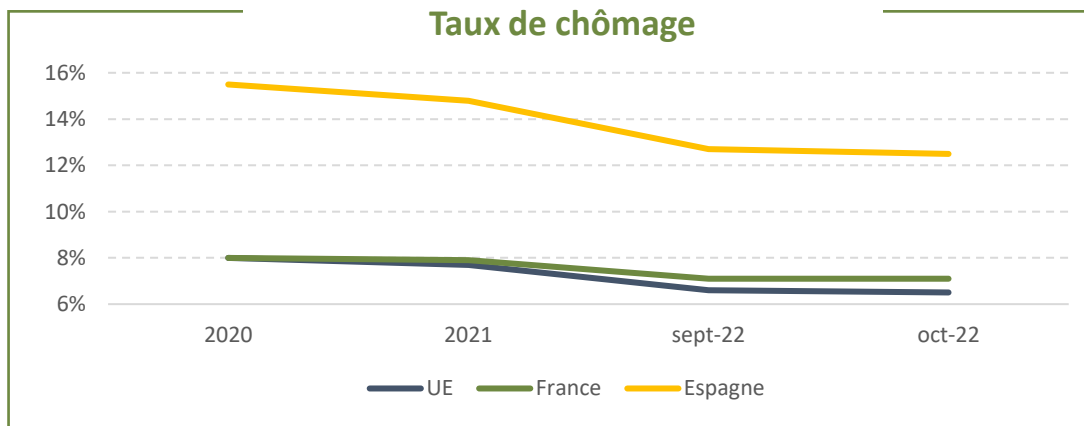
Croissance nationale



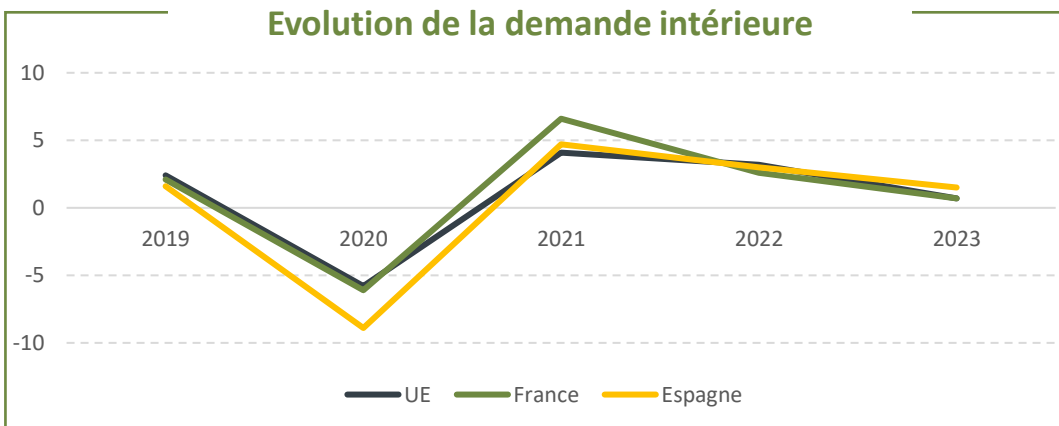
Inflation



Taux de chômage



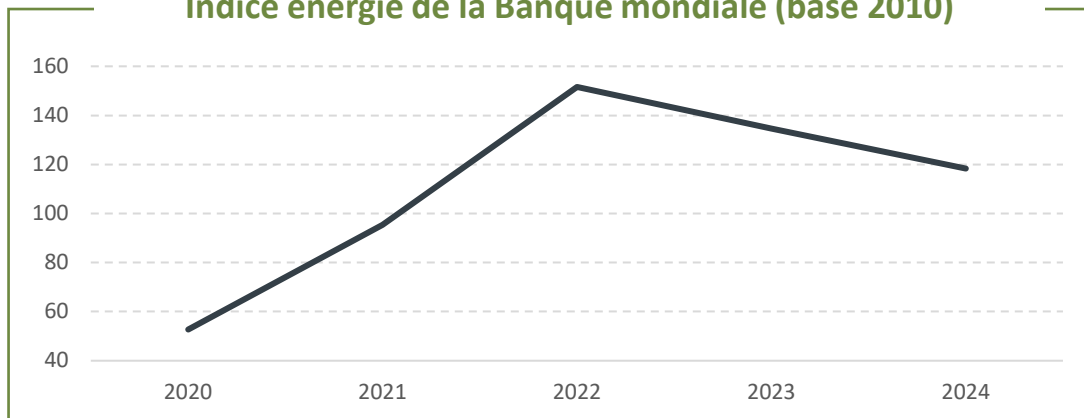
Evolution de la demande intérieure



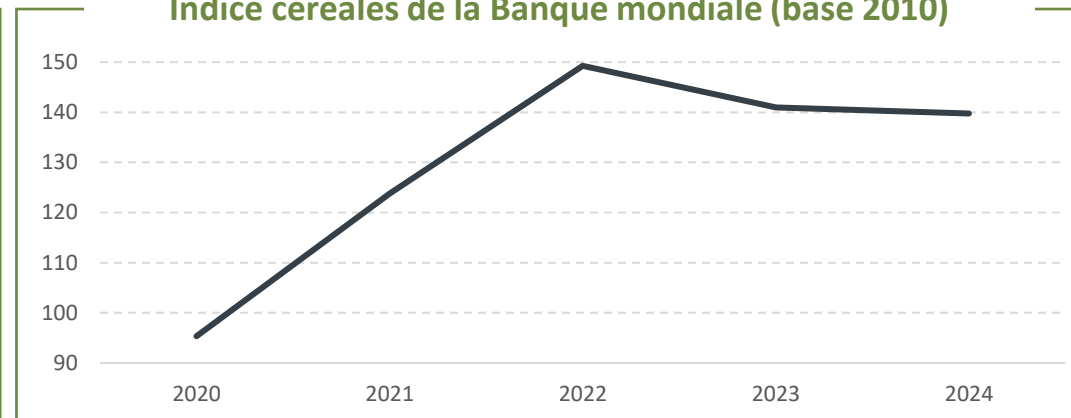
- Forte baisse de la croissance en liaison avec le rétrécissement des conditions de financement en zone euro et du fort ralentissement prévue de la croissance mondiale: de 3,1% à 0,5% pour l'UE; 2,5% à 0,7% pour la France et 4,3% à 1,2% pour l'Espagne.
- L'inflation devrait ralentir en 2023 mais resterait supérieur à l'objectif de la BCE de 2%: 5,7% pour l'UE; 4,6% pour la France et 4,9% pour l'Espagne.
- En dépit l'amélioration du marché de l'emploi avec un taux de chômage en recul, la demande intérieure est prévue en fort ralentissement de 3,2% à 0,7% pour l'UE.

Après le pic enregistré en 2022, les cours des matières premières devraient s'orienter à la baisse en 2023:

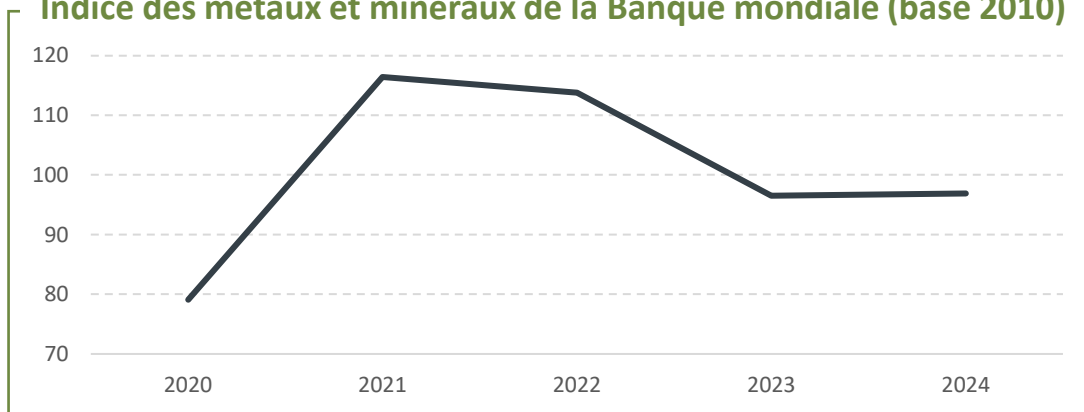
Indice énergie de la Banque mondiale (base 2010)



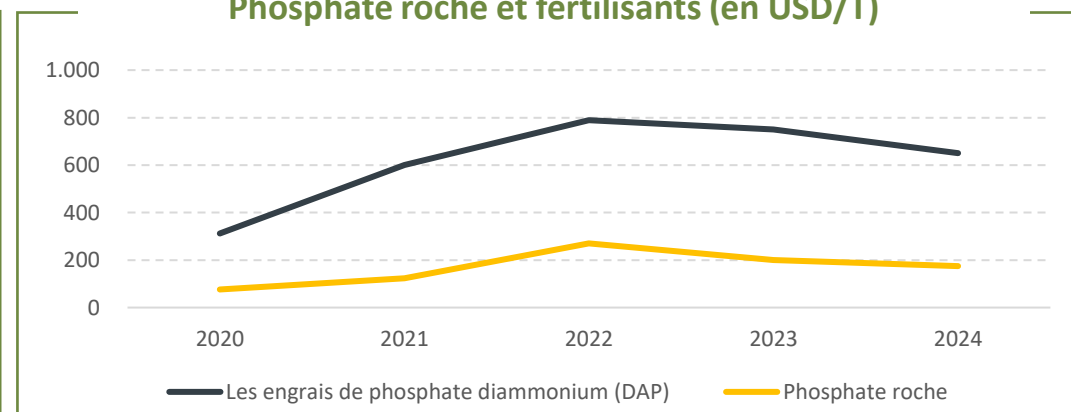
Indice céréales de la Banque mondiale (base 2010)



Indice des métaux et minéraux de la Banque mondiale (base 2010)



Phosphate roche et fertilisants (en USD/T)



- A l'exception de l'indice relatif aux métaux et minéraux ayant enregistré une légère régression de 2%, l'ensemble des indices des matières premières et énergétiques ont connu une forte hausse en 2022 avec: 59% pour l'énergie, 21% pour les céréales, 31% pour les engrais et 120% pour le phosphate roche.
- Pour l'année 2023, les prix des matières premières et énergétiques sont globalement prévus à la baisse avec: -11% pour l'énergie, -6% pour les céréales, -15% pour les métaux et les minéraux, -5% pour les engrais et -26% pour le phosphate roche.

Réaction des Banques centrales face à l'inflation et évolution des conditions de financement:

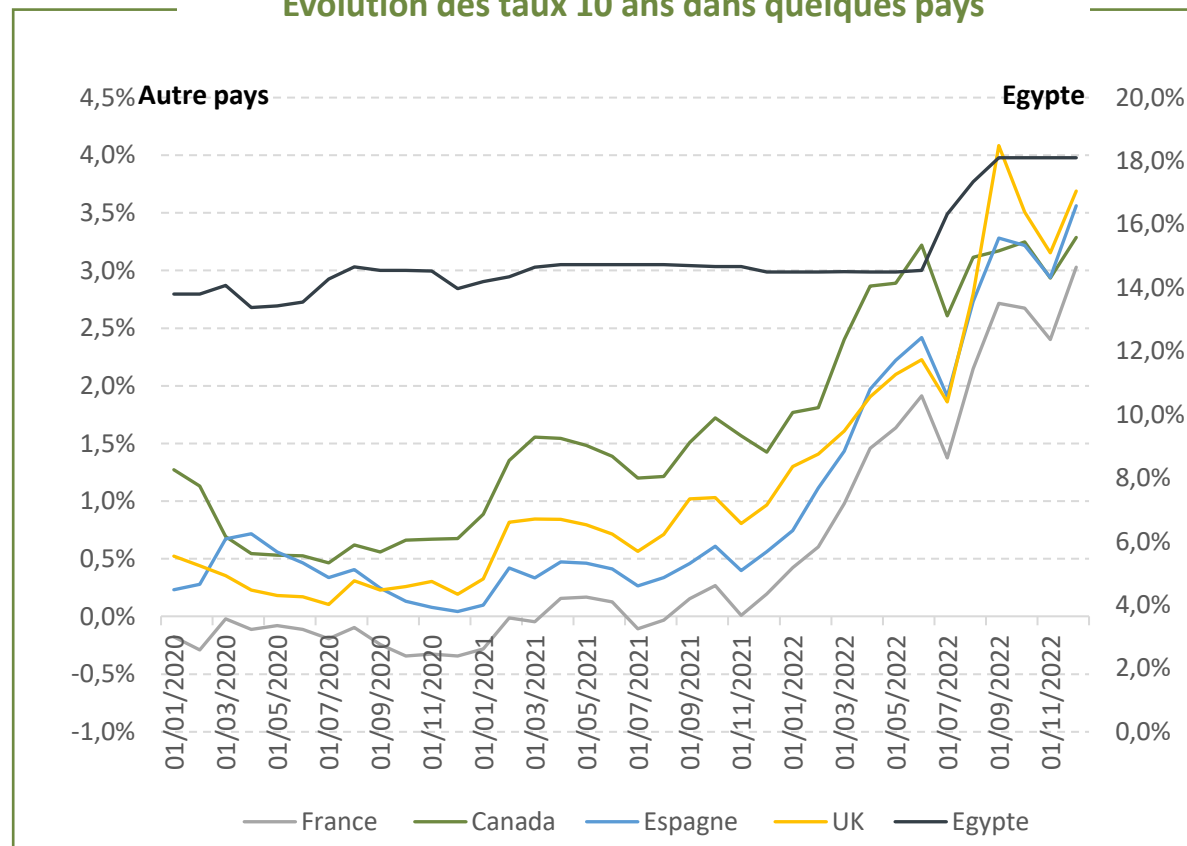
Fort resserrement des politiques monétaires par la majorité des Banques centrales

Banque centrale	Taux directeur fin 2021	Taux directeur actuel	Taux d'inflation Fin octobre 2022
FED	0-0,25%	4,25%-4,50%	7,7%
BCE	0%	2,50%	10,7%
Bank Of England	0,25%	3,50%	10,9%
Bank Of Canada	0,25%	4,25%	6,9%
Turquie	14%	9%	84,4%
Egypte	8,25%	16,25%	16,3%

Source: Banques centrales des pays

- Face à la montée en puissance de l'inflation et son caractère durable, les Banques centrales ont fortement relevé leurs taux directeurs tout en annonçant l'arrêt de leurs programmes de rachat d'actifs.
- Par conséquent, les conditions de financement sont devenues de plus en plus restreintes comme l'illustre l'évolution des taux 10 ans.

Evolution des taux 10 ans dans quelques pays



Source: Bloomberg

Quelles implications pour l'économie national?

Trois facteurs clés devraient avoir des effets sur la conjoncture nationale

Le fort ralentissement de la croissance économique et de la demande chez les partenaires



La cherté des prix des matières premières et énergétiques malgré la baisse graduelle prévue



La poursuite du resserrement des politiques monétaires

Trois équilibres macro-économiques seraient impactés

La baisse de la demande étrangère adressée à notre économie et des IDE



Creusement supplémentaire du déficit commercial amplifié par les mouvements des taux de change



Rétrécissement des conditions de financement du Trésor à l'international

Balance des risques à l'international:

Le prolongement de la guerre en Ukraine et l'accentuation des tensions géopolitiques



Les effets de l'abandon de la stratégie « zéro covid » par la Chine sur les cours des matières premières et énergétiques



L'évolution de la parité Eur/USD

Dans le cadre d'une économie mondiale prévue en fort ralentissement en 2023, les conditions géopolitiques, notamment en Europe, en Asie et au moyen orient, et les choix politiques de nos partenaires commerciaux seront les principaux drivers de la conjoncture internationale.

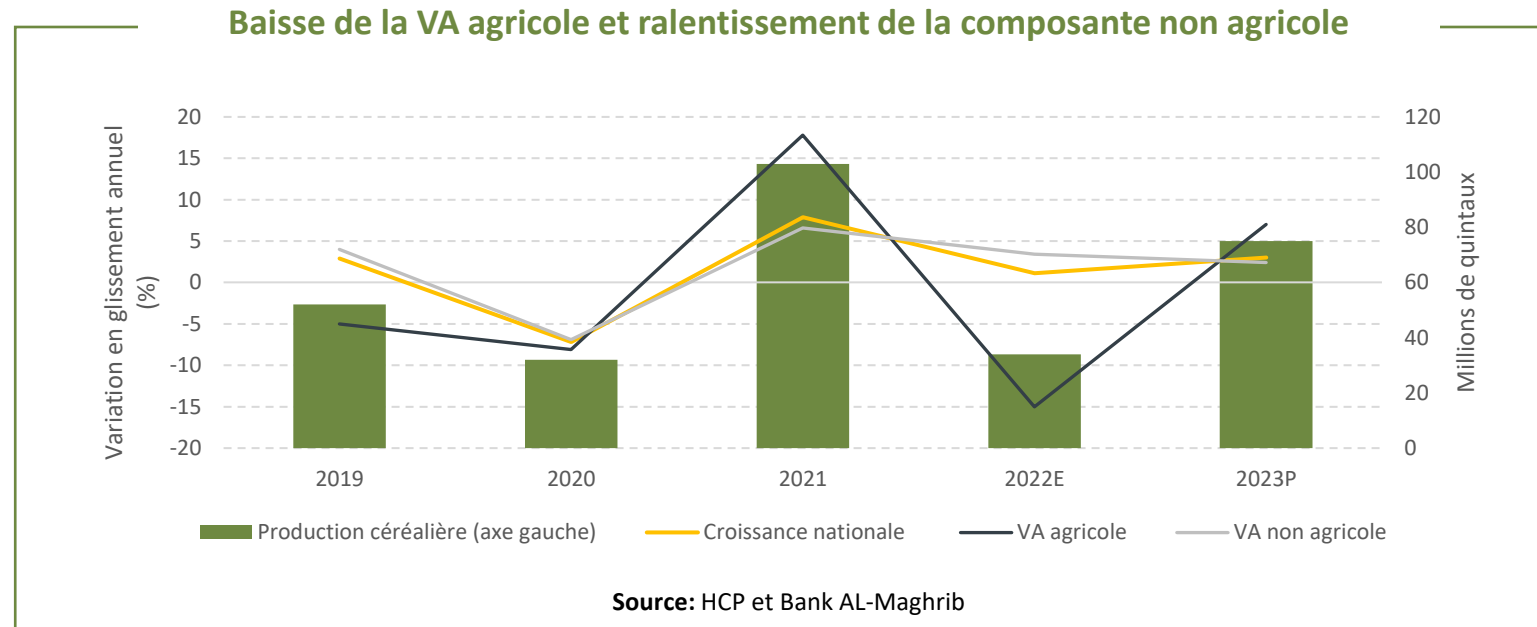
...nous pensons que la conjoncture internationale risque d'être plus impactée par les tensions géopolitiques que par le fondamental (offre/demande) en 2023.

Les perspectives des principaux équilibres macro-économiques nationaux en 2023

03

Une reprise de la croissance économique tributaire du bon déroulement de la saison agricole 2022-2023...

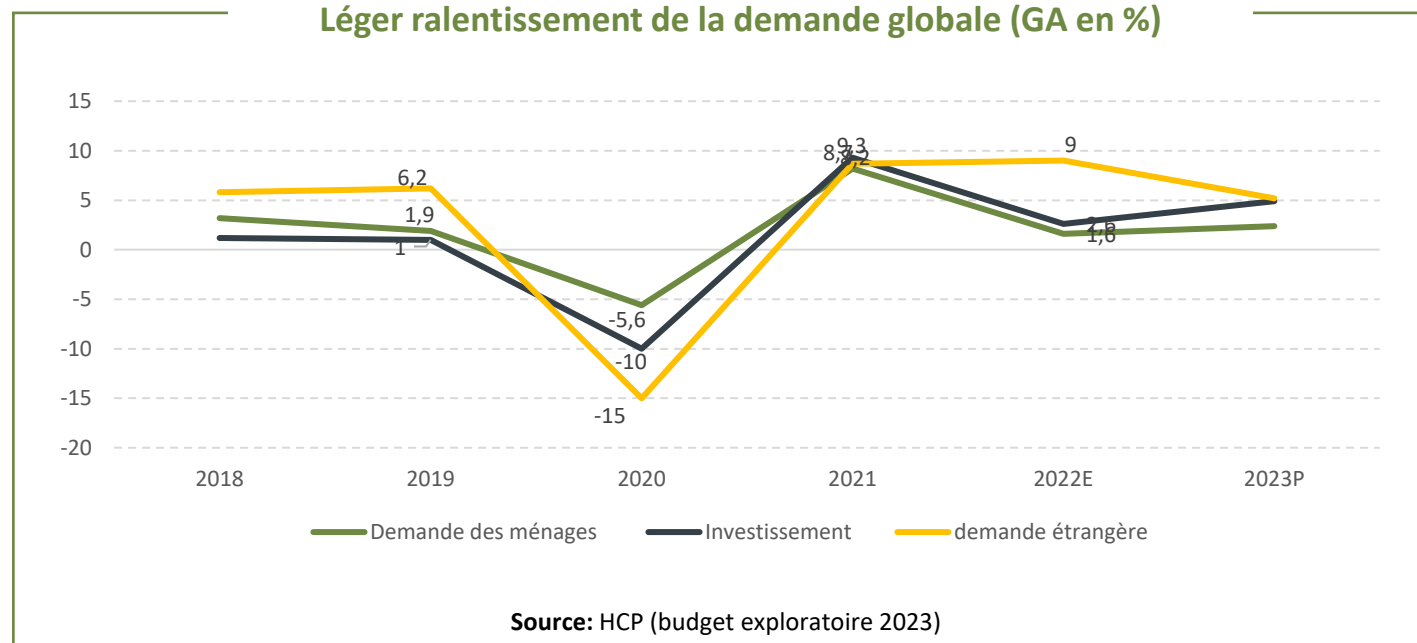
Une croissance économique prévue en redressement après un fort ralentissement enregistré en 2022 (1/3):



Après un fort ralentissement de la croissance économique en 2022 à 1,1%, **l'année 2023 devrait connaître une légère reprise autour de 3% couvrant:**

- **Un redressement de la croissance agricole, de -15% à +7%**, sur la base de l'hypothèse d'un bon déroulement de la saison agricole avec une production céréalière au niveau de la moyenne décennale, soit 75 millions de quintaux.
- **Un ralentissement de la composante non agricole de 3,4% à 2,4%** en liaison avec: (i) La régression prévue de la demande étrangère, (ii) le rétrécissement des conditions de financement et (iii) le renchérissement des coûts de production.

Une croissance économique prévue en redressement après un fort ralentissement enregistré en 2022 (2/3):



Les contreparties de la croissance devraient connaître une évolution mitigée en 2023 avec:

- **Une légère reprise de 2,4% de la demande des ménages** après la forte régression enregistrée en 2023 en liaison principalement avec: la hausse prévue des revenus agricoles et l'amélioration des conditions du marché de l'emploi.
- **Une relance des investissements de 4,9%** compte tenu de la forte volonté de l'Etat de promouvoir les investissements à travers une enveloppe historiquement élevée de 300 MrdDH.
- **Une baisse de la demande étrangère adressée à notre économie** en liaison avec la dégradation de la conjoncture chez les partenaires.

Une croissance économique prévue en redressement après un fort ralentissement enregistré en 2022 (3/3):

Balance des risques:

Trois facteurs pèsent sur la croissance économique en 2023 en l'occurrence (i) le risque d'un **mauvais déroulement de la saison agricole 2022/2023**; (ii) **L'envolée des prix des matières premières et énergétiques** sous l'effet des conflits géopolitiques et (iii) **la durabilité de l'inflation** et son impact destructif sur le pouvoir d'achat des ménages.

• **Du côté de la création de richesse:**

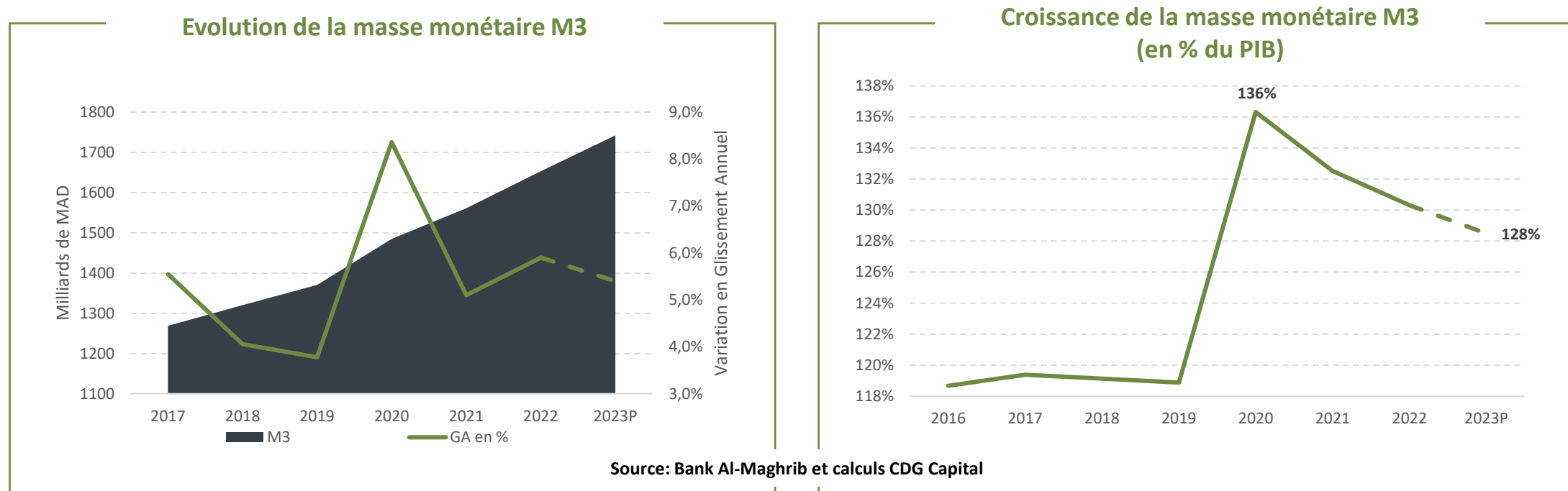
- Le mauvais déroulement de la saison agricole 2022/2023 aura des impacts très défavorable sur la VA du secteur primaire, la balance commerciale, l'inflation et la charge de la compensation.
- Erosion des marges de bénéfices dans le secteur secondaire, particulièrement pour les industries manufacturières et le BTP compte tenu du renchérissement des prix des matières premières et des demi-produits et la baisse de la demande.
- Certaines branches du secteur tertiaire, notamment le transport et le tourisme, pourraient être impactées par la mauvaise conjoncture à l'international.

• **Du côté de la demande:**

- La demande des ménages pourrait subir quatre facteurs de ralentissement: (i) l'érosion du pouvoir d'achat des ménages à cause de l'inflation enregistrée en 2022, (ii) les faibles revenus des ménages ruraux, (iii) le redressement graduel du taux de chômage après le dérapage à la hausse généré par la crise covid19 et (iv) l'affaiblissement des transferts des MRE compte tenu de la mauvaise conjoncture à l'international.

**Un ralentissement prévu de la croissance de la masse monétaire et de sa
composante liquide sous l'effet du resserrement de la politique monétaire...**

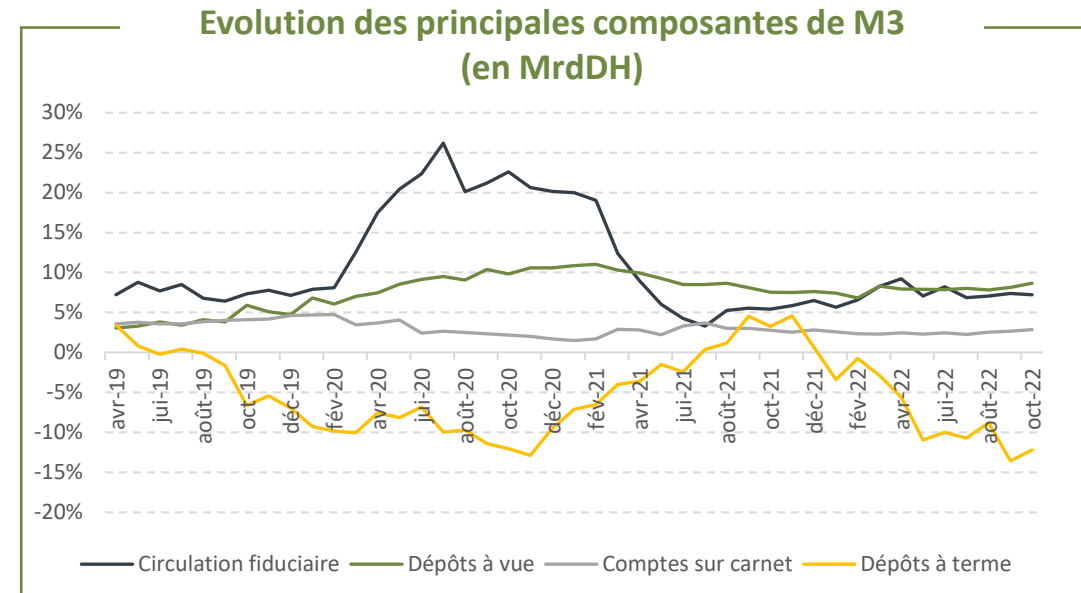
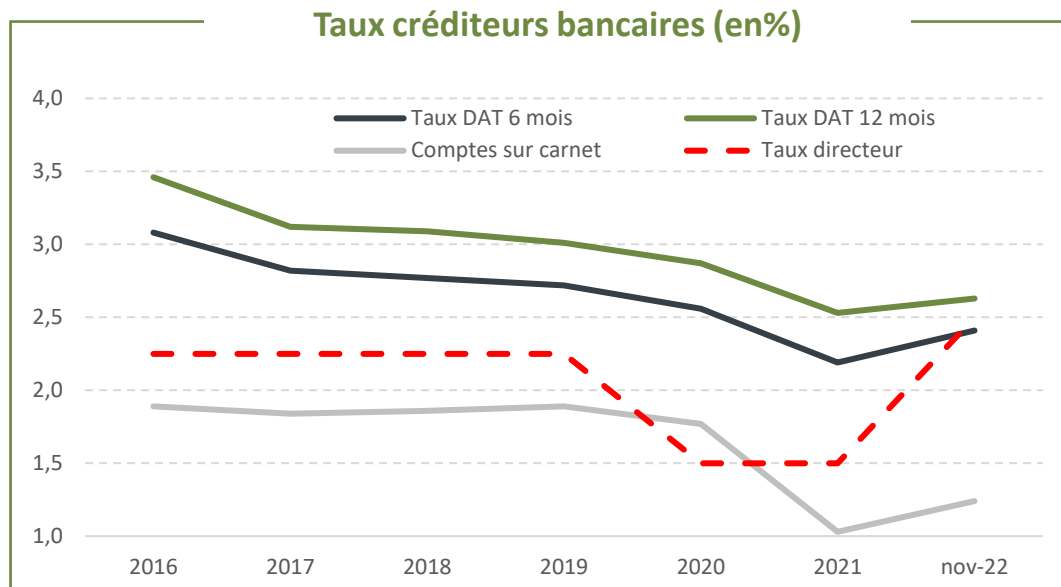
Une masse monétaire prévue en ralentissement en 2023:



- La masse monétaire en circulation, recensée par l'agrégat M3*, a fortement augmenté au cours de l'année 2020 avec un quasi-doublement de son rythme de croissance, lequel est passé à 8% contre seulement 5% enregistré au cours des cinq dernières années d'avant la crise.
- En % du PIB, le niveau de la masse monétaire est passé de 119% en 2019 à 136% en 2020 avant de reculer à 130% en 2022 et 128% prévu à fin 2023 suite à une forte reprise de la croissance nominale.
- **Le resserrement de la politique monétaire, entamé en T3-2022, à travers la hausse du taux directeur devrait réduire la vitesse de croissance de la masse monétaire et de sa liquidité à travers: (i) la baisse de la vitesse de circulation de la monnaie et (ii) la hausse des taux d'épargne bancaire.**

*l'agrégat M3 représente la masse monétaire au sens large, dont les principales composantes sont la circulation fiduciaire et les dépôts divers auprès des établissements de crédit.

Un ralentissement de la liquidité de la masse monétaire dans un contexte de reprise des taux créditeurs bancaires:



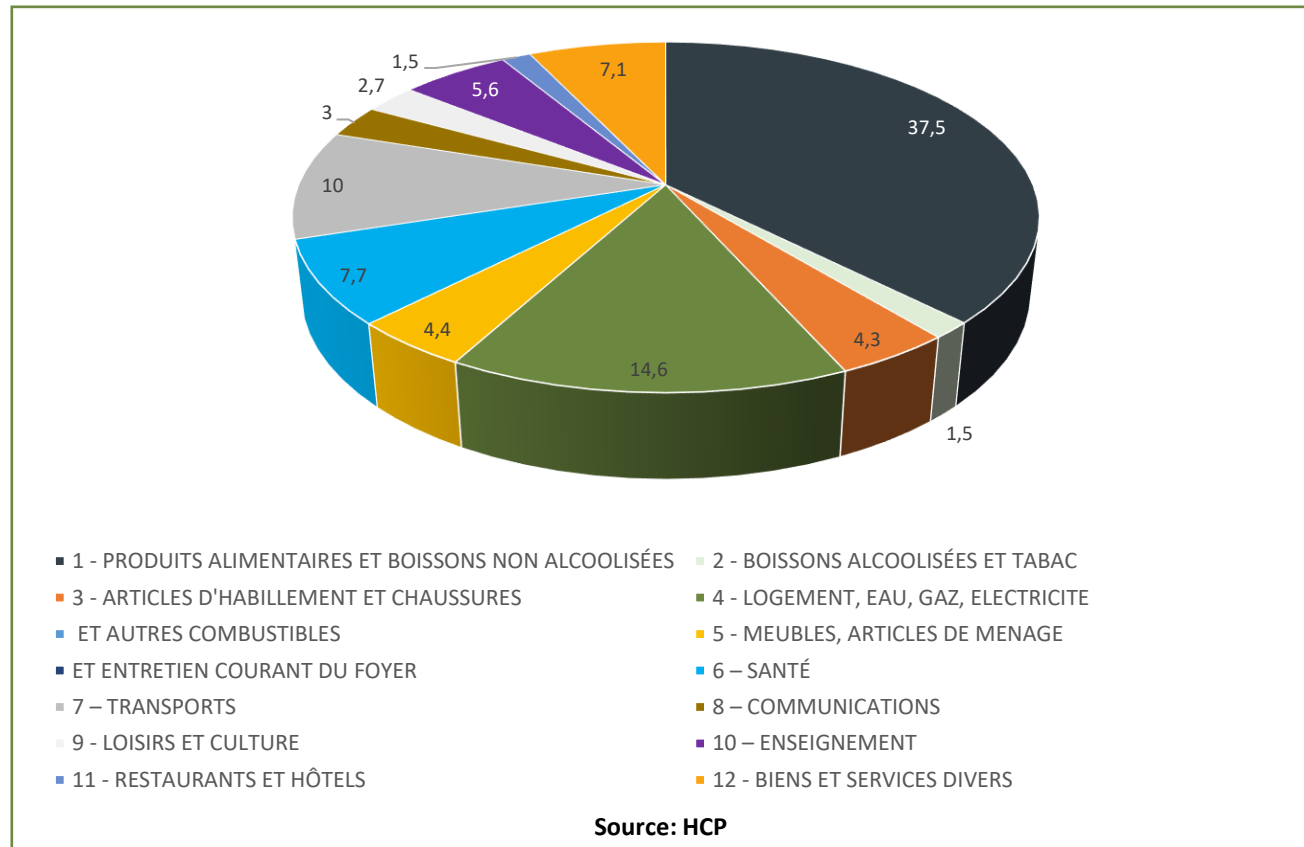
Source: Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

- Après une longue période baissière, les taux créditeurs bancaires renouent avec la hausse sous l'effet conjugué de l'augmentation du taux directeur et la baisse des placements à terme.
- En effet, le contexte de taux baissier a fortement impacté la structure de la masse monétaire en circulation avec d'un côté, un accroissement important de la circulation fiduciaire et des dépôts à vue, contre un recul des dépôts à terme et un ralentissement de l'encours des comptes sur carnet.

Le resserrement de la politique monétaire et la concurrence devraient inscrire les taux créditeurs sur un trend haussier, générant ainsi, un recul de la partie liquide de la masse monétaire.

**Une inflation plus durable compte tenu de la transmission de la hausse des prix
des biens échangeables vers les biens non échangeables ...**

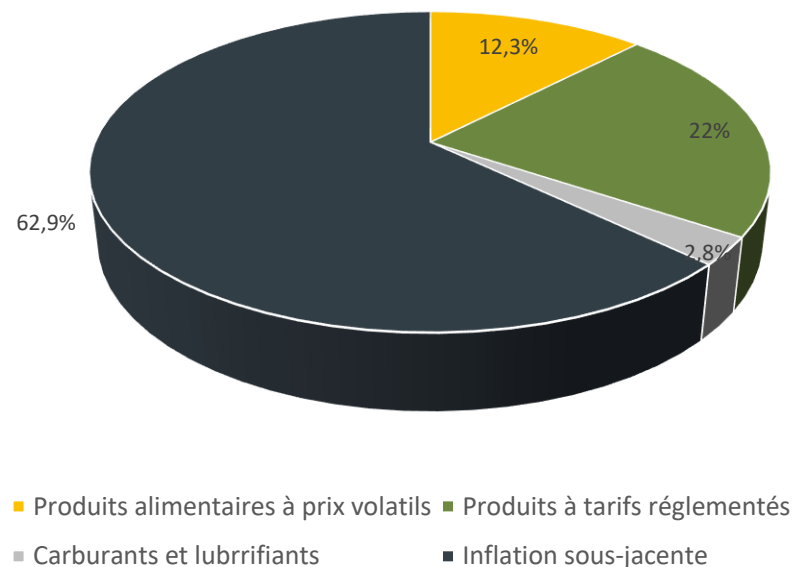
L'inflation est suivie par l'indice des prix à la consommation dont la structure est prédominée par la composante alimentaire :



- A l'image de la majorité des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire, la composition du panier de l'inflation est prédominée par les trois catégories suivantes: (i) les produits alimentaires, (ii) le logement, eau, gaz et électricité et (iii) les transports.
- Suite à la révision du panier de l'IPC en 2018, les changements sont peu significatifs avec une révision à la baisse de la part des « produits alimentaires et boissons non alcoolisées », de 39,3% à 37,5%, en faveur de celle des « produits non alimentaires », notamment: la hausse du poids de la « santé » de 5,5% à 7,7%, de l'« enseignement » de 3,9% à 5,6% et des « biens et services divers » de 5,5% à 7,1%.

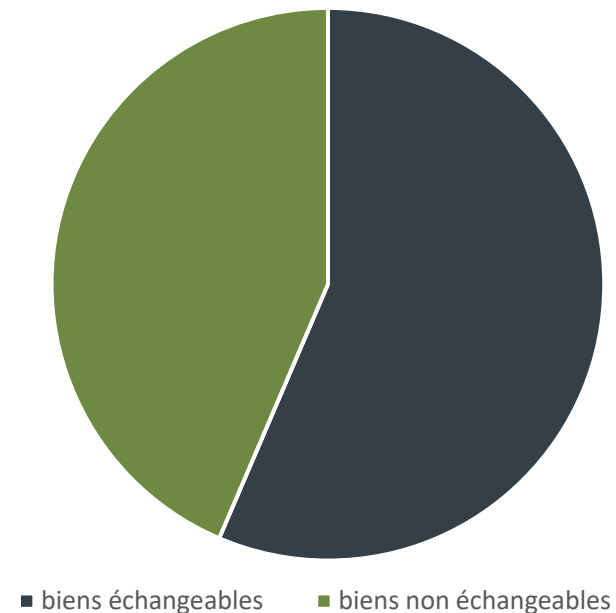
L'inflation sous-jacente (IPCX) représente désormais 62,9% de l'inflation globale:

Inflation et inflation sous-jacente



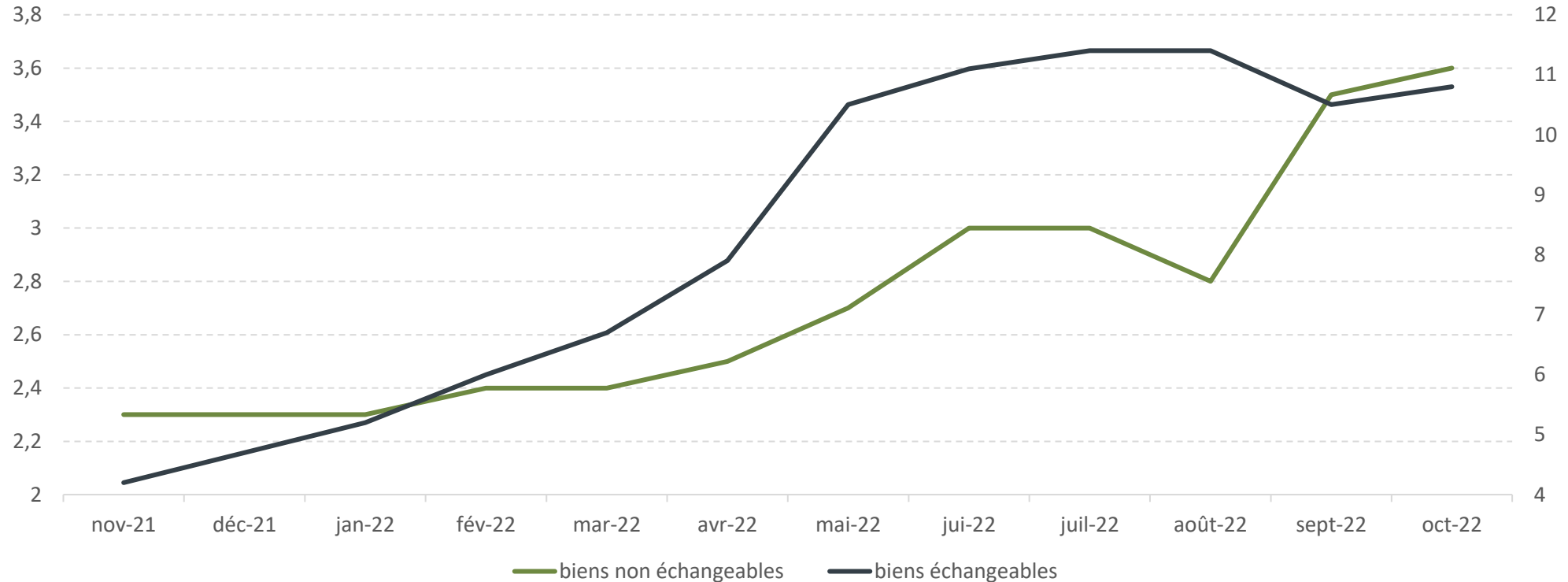
Source: Bank Al-Maghrib

Répartition de l'inflation sous-jacente



- **L'inflation sous-jacente**, qui exclut du panier de l'inflation globale (i) les produits à produits volatils, (ii) les produits à tarifs réglementés, et (iii) les carburants et lubrifiants, **représentant ainsi, la cible de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib.**
- L'inflation sous-jacente **représente 62,9% du panier de l'inflation globale.**
- Selon les chiffres communiqués par Bank Al-Maghrib, la répartition de l'inflation sous-jacente ressorte une prédominance des biens échangeables avec 35,5 % contre 27,4% pour les biens non échangeables.

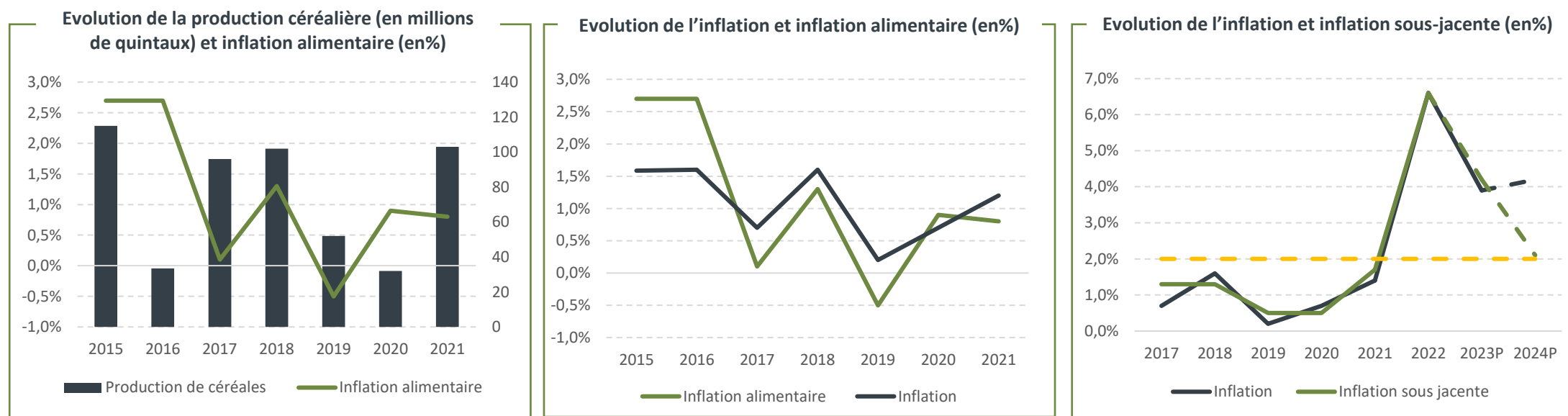
La transmission de la hausse des prix des biens échangeables vers les biens non échangeables:



Source: Bank Al-Maghrib

- **Au cours du premier semestre 2022, l'inflation était principalement (i) d'origine importée, tirée essentiellement par les biens échangeables et (ii) issue d'un choc sur l'alimentation frais**
- **A partir du deuxième semestre 2022, les prix des biens et services non échangeables avec l'étranger ont considérablement augmenté sous le double impact de la hausse des prix des intrants et l'érosion des marges des opérateurs.**

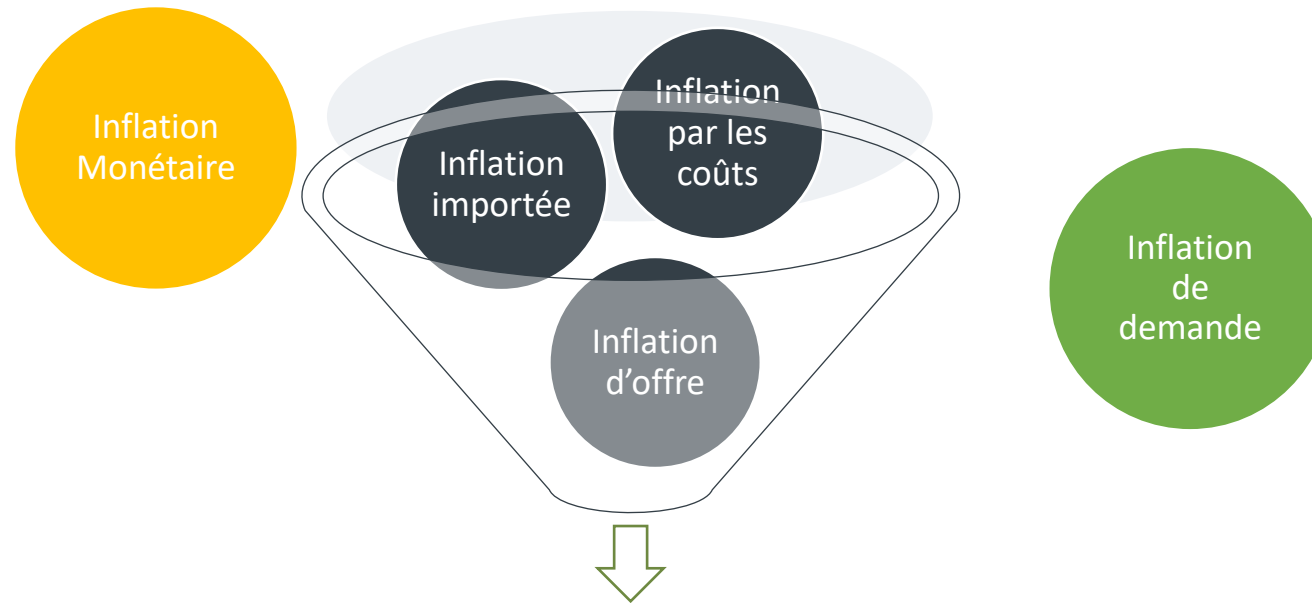
Déterminants de l'inflation au Maroc:



Source: HCP et prévisions Bank Al-Maghrib

- **L'inflation alimentaire est de moins en moins dépendante du rendement de la saison agricole.** En effet, grâce à la stratégie agricole du Royaume, notamment le développement de la capacité de stockage de l'eau, les prix de l'alimentation frais résistent à une année de sécheresse.
- Toutefois, **l'évolution de l'inflation demeure toujours dépendante de la composante alimentaire** compte tenu de l'importance de sa part dans le panier de l'inflation.
- **Après le fort rebond de l'inflation et sa composante sous-jacente en 2022 avec un niveau estimé autour de 6,6%, l'année 2023 devrait connaître une baisse mais à des seuils largement supérieurs à la limite théorique de 2%.**
- **Avec la décompensation prévue en 2024, l'inflation devrait enregistrer un léger rebond contre un recul de la composante sous jacente.**

Les types de sources d'inflation qui pèsent sur le Maroc :

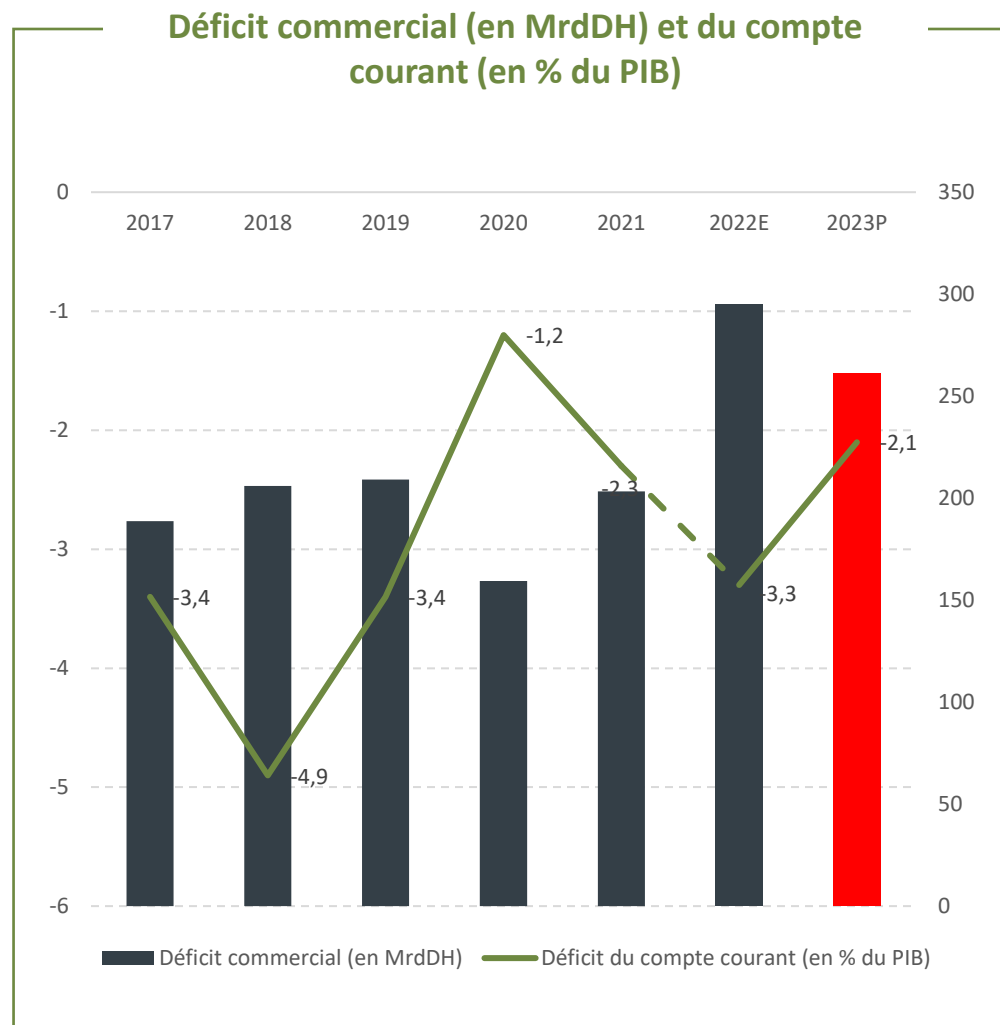


Après plusieurs années de faible inflation, largement en dessous du seuil théorique de 2% , l'inflation aussi bien globale que la composante sous-jacente, ont enregistré des pics historiques en 2022.

- **Le choc inflationniste enregistré en 2022 découle principalement de quatre sources:**
 - Une inflation importée particulièrement des biens de consommation.
 - Une inflation par les coûts comme recensée récemment par l'indice des prix à la production manufacturières du HCP.
 - Une inflation d'offre sur l'alimentation frais en résultat de la sécheresse et du faible taux de remplissage des barrages.
 - Une inflation monétaire compte tenu de la forte hausse de la masse monétaire et de la baisse du coût de financement, comme en témoigne la régression des taux débiteurs bancaires.
- **L'inflation de demande demeure affaiblie par:** (i) le taux de chômage élevé, (ii) l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et (iii) l'affaiblissement des revenus ruraux.

Après une année marquée par un pic historique du déficit commercial, l'année 2023 devrait connaître un léger apaisement des tensions...

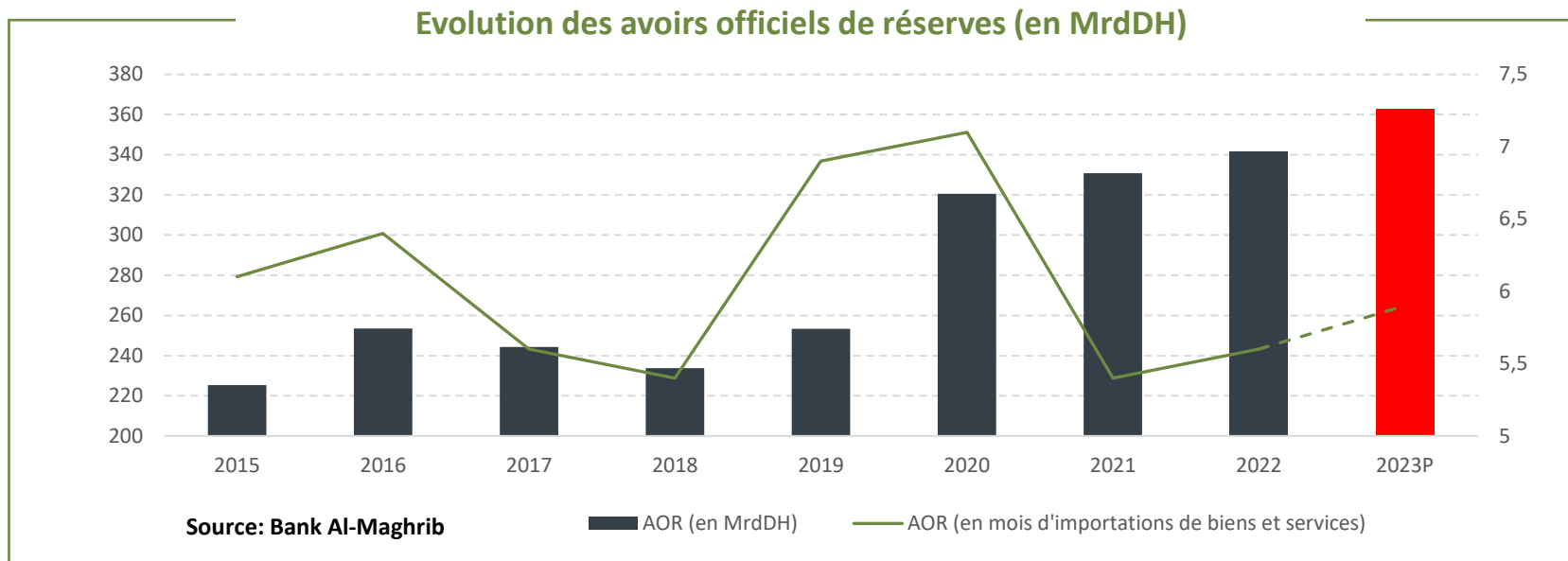
Après le fort creusement du déficit commercial en 2022, une légère atténuation est prévue pour l'année 2023



Source: Office des changes et prévisions de Bank Al-Maghrib

- Le déficit commercial s'est fortement creusé en 2022 pour atteindre un niveau historiquement élevé d'environ 295 MrdDH sous le triple effet de: (i) la hausse des volumes importés en matières premières, demi-produits, énergie et alimentation, (ii) le fort accroissement des prix amplifié par le coût du fret et (iii) la hausse du cours du dollar.
- Toutefois, le déficit du compte courant s'est légèrement dégradé d'environ 1% du PIB grâce à la consolidation des transferts des MRE, la forte reprise du solde voyage et le bon comportement des IDE.
- **L'année 2023 devrait connaître une atténuation des déficits commercial et du compte courant** en résultat de: (i) la légère régression des importations, (ii) le recul des exportations avec la baisse conjuguée de la demande et des prix et (iii) le ralentissement prévu des transferts des MRE, des recettes touristiques et des IDE en liaison avec la dégradation de la conjoncture chez les partenaires.

Perspectives des Avoirs Officiels de Réserve (AOR) en 2023:



- En dépit de la légère dégradation du solde du compte courant et la dépréciation du MAD en 2022, les avoirs officiels de réserves se sont légèrement améliorés grâce au solde des opérations financières, notamment les prêts bilatéraux.
- Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib pour les années 2023 et 2024: « **Sous les hypothèses d'entrées de dons de 2 milliards de dirhams annuellement et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 39 milliards de dirhams, les avoirs officiels de réserve devrait augmenter d'environ 21 MrdDH pour s'établir à 362,9 prévu à fin 2023** ». RPM Bank Al-Maghrib décembre 2022.
- Dans ce cadre, le taux de couverture en mois d'importations devrait s'améliorer pour passer de 5,6 estimé pour 2022 à 5,9 pour fin 2023.

Perspective du solde du compte courant en 2023:

Légère baisse des importations

Sur la base des hypothèses d'une campagne agricole moyenne et le recul des prix de l'énergie, les importations devraient reculer après le pic enregistré en 2022.



Régression modérée des exportations

Décélération des exportations en résultat essentiellement des replis des ventes des phosphates et dérivés avec la baisse prévue des cours internationaux, et de celles des produits agricoles et agro-alimentaires, qui pâtiraient du stress hydrique.



Baisse du déficit commercial d'environ 30 MrdDH à 260 MrdDH



Ralentissement des transferts des MRE



Légère régression des recettes touristiques



Faible baisse des IDE



Atténuation du déficit du compte courant d'environ 1% du PIB

En résumé les principaux équilibres macro-économiques, en 2023, devraient évoluer comme suit :

Principales tendances prévues en 2023:

- Une reprise de la croissance économique sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne.
- Un ralentissement de la masse monétaire et de sa composante liquide.
- Un recul de l'inflation après le pic historique enregistré en 2022.
- Une atténuation du déficit commercial et du compte courant.

Balance des risques:

- Le risque d'un mauvais déroulement de la saison agricole 2022/2023.
- L'envolée des prix des matières premières et énergétiques sous l'effet des conflits géopolitiques.
- L'accentuation du risque de récession chez nos partenaires commerciaux.
- La durabilité de l'inflation et son impact destructif sur le pouvoir d'achat des ménages.

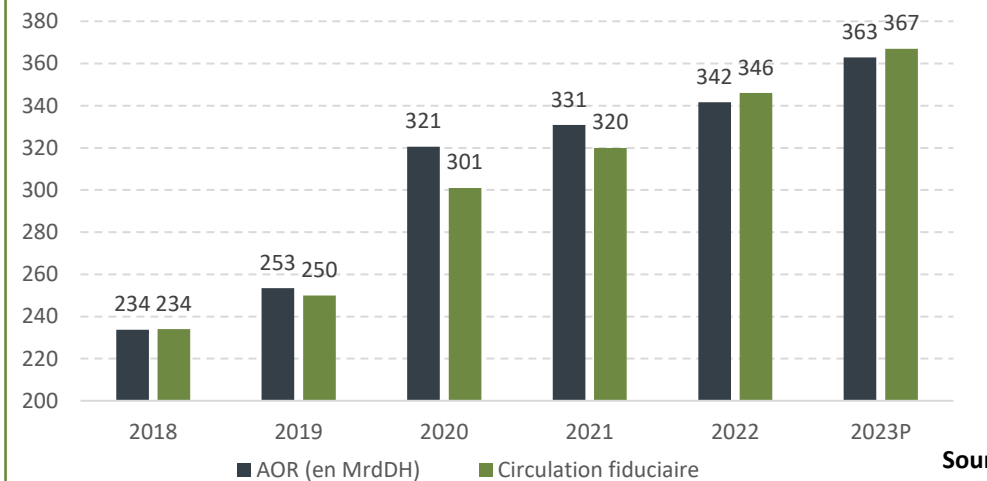
Les politiques publiques face aux nouveaux enjeux: politique monétaire et Loi de finances

04

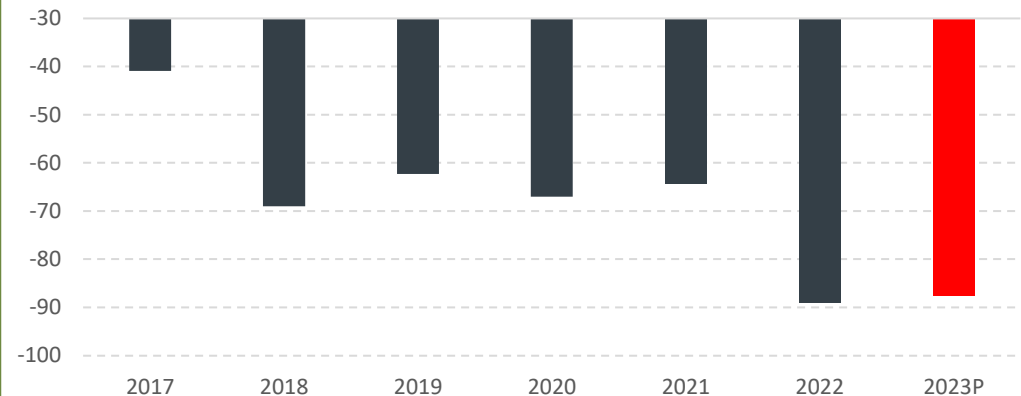
Une politique monétaire accommodante dans un contexte inflationniste...

Une politique monétaire accommodante (1/3):

Evolution des principaux facteurs autonomes de liquidité (en MrdDH)



Evolution du déficit de liquidité du système bancaire (en MrdDH)

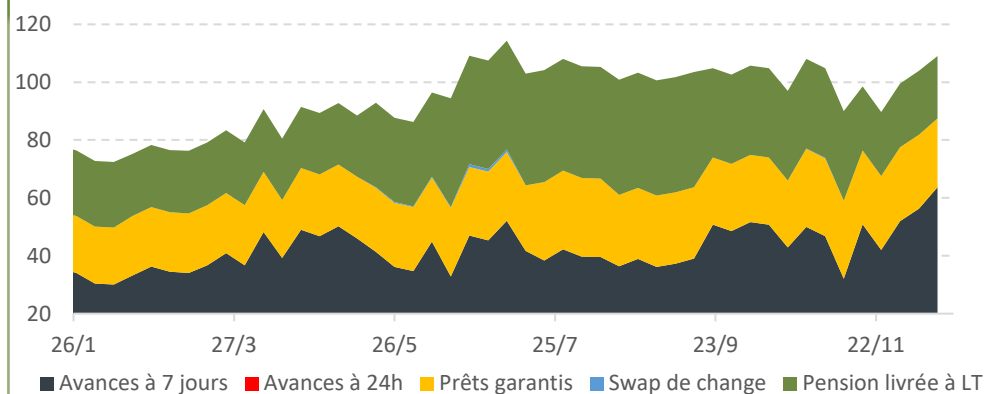


Selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, le déficit de liquidité devrait s'atténuer légèrement en 2023 pour atteindre -88 MrdDH à la fin de l'année, et ce en résultat de:

- La hausse des réserves de change de 21 MrdDH comparativement à fin 2022 Vs 11 MrdDH en 2022.
- La poursuite de la hausse atténuée de la circulation fiduciaire d'environ + 20 MrdDH/an Vs 25 MrdDH en 2022.

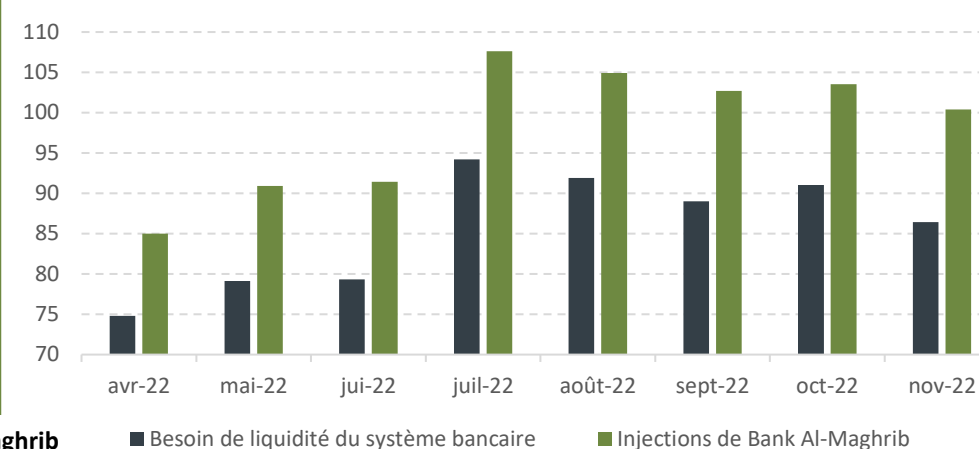
Une politique monétaire accommodante (2/3):

Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché interbancaire (en MrdDH)



Source: Bank Al-Maghrib

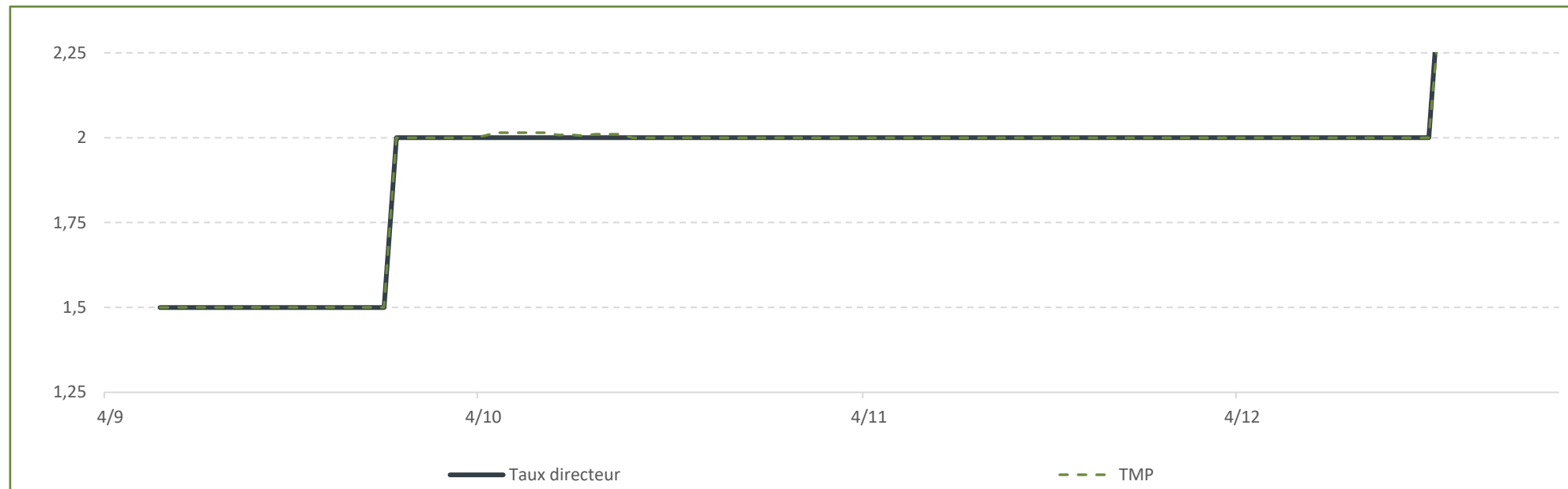
Besoin de liquidité des Banques et injections de liquidité par Bank Al-Maghrib (en MrdDH)



La politique monétaire de Bank Al-Maghrib a connu un changement important au cours des trois dernières années avec:

- **Un recours aux instruments long terme**, notamment les prêts garantis et les pensions livrées à long terme. Toutefois, l'année 2022 a enregistré un recours plus important aux avances à 7 jours dont la part moyenne est passée de 40% à 60%.
- **Bank Al-Maghrib continue à satisfaire la totalité de la demande des banques lors de l'appel d'offre à 7 jours.**
- **La injections de Bank Al-Maghrib dépasse le besoin du marché interbancaire avec une moyenne de 12 MrdDH**

Une politique monétaire accommodante (3/3):



Source: Bank Al-Maghrib

L'efficacité de la politique monétaire est illustrée par la maîtrise du TMP interbancaire représentant la cible opérationnelle du processus.

Le recours à un nouvel instrument structurel de la politique monétaire est prévu pour 2023:

Opérations de politique monétaire		Forme
Catégorie d'instrument	Instrument	
Opérations principales	Avances à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
	Reprise de liquidité à 7 j	Dépôt à blanc
Opérations de réglage fin (durée < à 7 jours)	Avances < à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
	Reprise de liquidité < à 7 j	Dépôt à blanc
Facilités permanentes	Avances à 24 H	Pension livrée ou prêt garanti
	Facilité de dépôt à 24 H	Dépôt à blanc
Opérations de long terme (durée > à 7 jours)	Swap de change	Swap de change
	Avance > à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
	Reprise de liquidité > à 7 j	Dépôt à blanc
Opérations structurelles	Emission/Rachat de titres d'emprunt	
	Achat/vente de titres sur le marché secondaire	
	Réserve obligatoire	

Source: Bank Al-Maghrib

- **Objectifs:** injecter de la liquidité d'une manière structurelle et contribuer à la liquidité du marché secondaire des BDT.
- **Modalités:** Appel d'offre + Montant maximum de l'encours de 25 MrdDH + maturité résiduelle inférieure à 1 an + possibilité de réinvestissement des tombées en cas de besoin.

Le recours à cet instrument devrait réduire la pression sur le Trésor public à travers le rachat des tombées dont le montant est prévu en hausse de 17 MrdDH à 78 MrdDH en 2023 .

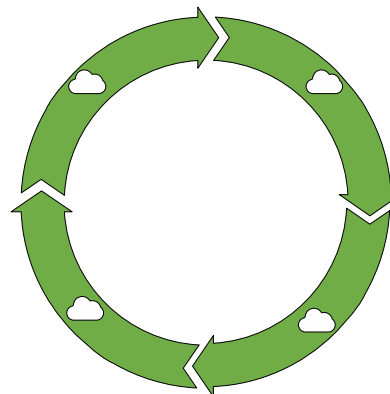
Une Loi de finances 2023 en phase avec les nouvelles exigences sociales et économiques post-covid...

Loi de finances 2023: Contexte d'élaboration difficile et hypothèses optimistes

1) Contexte d'élaboration difficile:

Le mauvais comportement de la saison agricole 2021/2022 avec un déficit pluviométrique historiquement important et une situation de stress hydrique inédite

Le resserrement des conditions monétaires au niveau national et international.



Les perturbations du contexte géopolitique international avec des implications importantes sur les cours des matières premières.

La récession prévue chez les économies partenaires.

2) Hypothèses d'élaboration vulnérables:

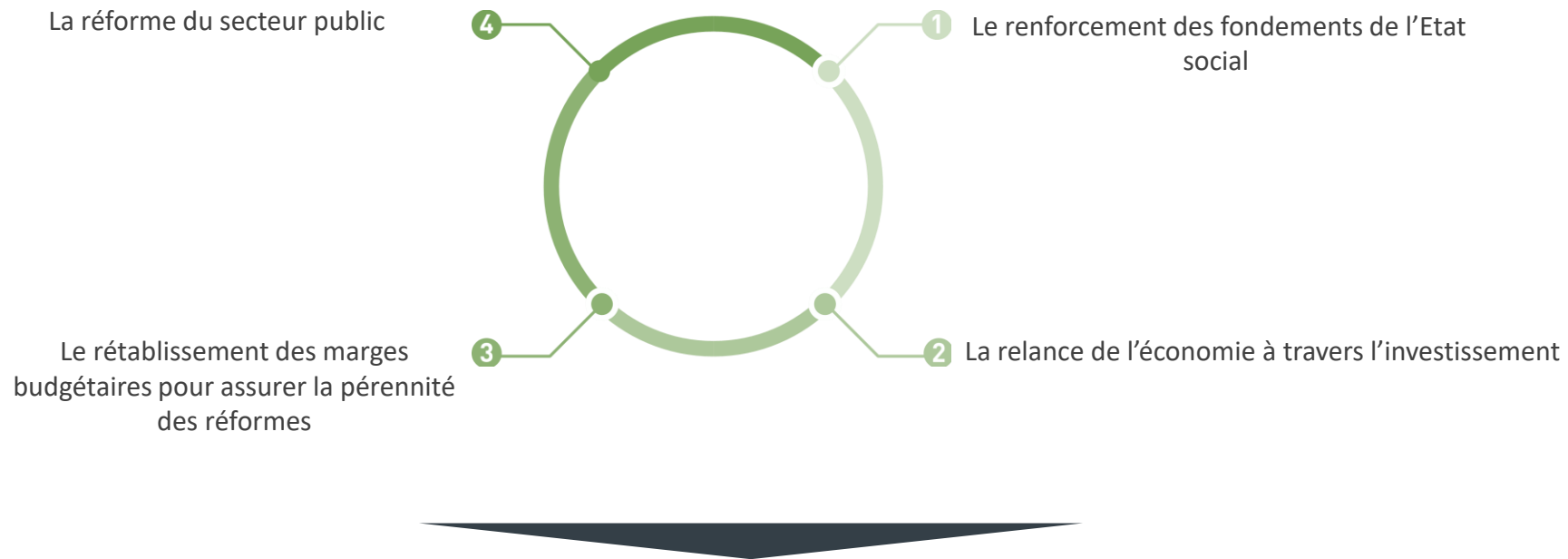
PLF	2021	2022	2023
Au niveau international			
Cours moyen du Brent (en USD)	70,6	104,2	93
Cours moyen du gaz butane (en USD)	350	800	800
Blé dur USA (USD/T)	315	315	380
Parité Eur/USD	1,18	1,04	1,04
Demande étrangère (en % en GA)	7,7	4	2,5
Au niveau national			
PIB (en %)	7,9%	1,5%	4%
VA agricole (en %)	17,8%	-13%	12,9%
Production céréalière	103,2	34	75
VA non agricole (en %)	6,6%	3,7%	3,1%



- **Les hypothèses retenues pour le contexte international**, notamment des cours des matières premières et énergétiques et de la conjoncture, sont celles du WEO du FMI et « commodity markets outlook » d'octobre 2022, qui semblent vulnérables à l'évolution du contexte géopolitique international en 2023.
- **Le comportement de la croissance nationale semble entouré d'incertitudes** particulièrement : (i) la pluviométrie, (ii) l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et (iii) la récession chez nos partenaires commerciaux.

La Loi de finances 2023 consolide la vision de relance post-covid et l'élargissement de la couverture sociale:

Objectifs stratégiques inspirés des Hautes Orientations Royales, du programme du Gouvernement pour la période 2021/2026 et des réformes des finances publiques, notamment la Loi cadre 69-19 portant réformes fiscales.



Après un exercice 2022 avec comme objectif primordial la relance post covid-19, la Loi de Finances 2023 consolide cette vision, mais avec des priorités plus avancées en réponse à la conjoncture difficile, particulièrement sur le plan social et la promotion des investissements.

Poursuite de la mise en oeuvre de la réforme fiscale, portée par la Loi 69-19, entamée en 2022 à travers principalement:

La mobilisation du plein potentiel fiscal et l'application de la contribution sociale de solidarité

la consécration du principe de la neutralité de la TVA



La réforme de l'IS en vue de converger vers des taux unifiés **et de l'IR** afin d'alléger la pression sur les salariés et les retraités

La rationalisation des incitations fiscales (ZAI, CFC et OPCI)

Face à des engagements en forte croissance, l'Etat vise à accroître le potentiel fiscal en visant à:

- Alourdir la pression sur les grandes entreprises bénéficiant parfois de structure de marché avantageuse, et réduire la charge sur les TPME et les entreprises en phase de lancement.
- Lutter contre toute sorte de fraudes fiscales et d'avantages irrationnels.
- Encourager l'emploi des jeunes et la production industrielle.
- Accompagner la résolution des entreprises en difficulté.

L'Etat poursuit sa stratégie de relance contracyclique en tablant sur une amélioration des recettes:

	LF 2022 (1)	LF 2023 (2)	Écart en MrdDH (2)-(1)	Ecart en % (2)-(1)
Recettes ordinaires	255,2	294,7	39,5	15
Dont fiscales	231	265	34	15
Impôts directs	98	113	15	15
Impôts indirects	106	121	15	14
Droits de douane	12	15	3	25
Enregistrement et timbre	15	16	1	7
Recettes non fiscales	24	30	6	25
Dépenses globales	348	397	49	14
Fonctionnement:	204	221	17	8
Personnel	148	156	8	5
Biens/Sces	56	65	9	16
Intérêts de la dette	29	31	2	7
Charges communes	28	39	11	39
Investissement*	87	106	19	22
Déficit budgétaire*	103	113	10	10

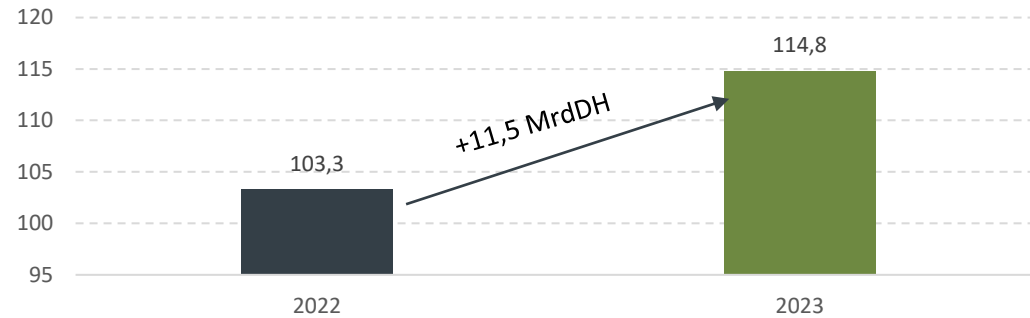
Une Loi basée sur des prévisions de recettes optimistes avec des exigences importantes de dépenses

- Forte hausse prévue des recettes fiscales aussi bien directes, notamment l'IS et l'IR, qu'indirectes, la TVA à l'import et la TIC.
- les recettes non fiscales devraient connaître également un accroissement important expliqué à 95% par la hausse des « produits de monopoles, d'exploitation et des participations financières de l'Etat ».
- L'ensemble des dépenses sont prévues en forte hausse, particulièrement les charges de fonctionnement et communes, notamment la compensation +9,6 MrdDH à 26,6 MrdDH.
- La volonté de mener une politique contracyclique se manifeste à travers la hausse importante prévue des investissements de 22%.
- Le déficit budgétaire devrait augmenter de 10 MrdDH.

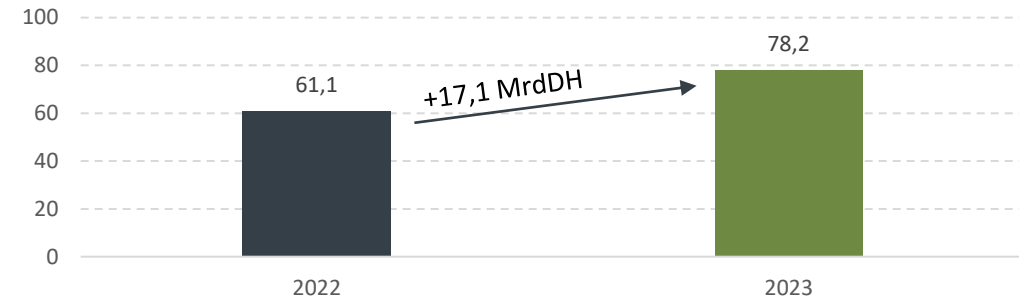
*Hors produits des emprunts et amortissements de la dette publiques à moyen et long terme

Evolution du besoin du Trésor public 2022/2023 selon la Loi de Finances publiée au BO du 23 décembre 2022 :

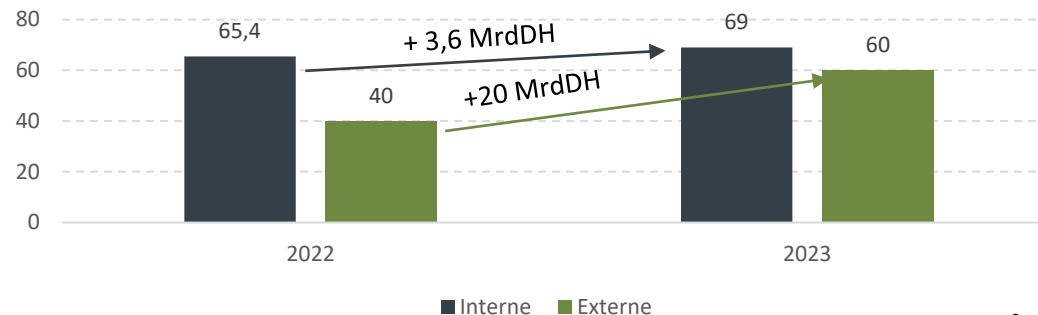
Solde du budget de l'Etat y compris CST et FST



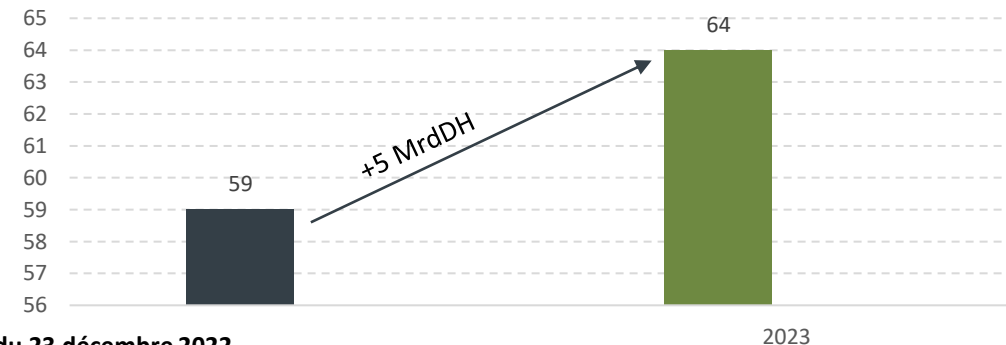
Amortissement de la dette à moyen et long terme (1)



Recettes d'emprunts à moyen et long termes (2)



Besoin net de financement du Trésor (2-1)



Source: BO n°7154 Bis du 23 décembre 2022

- Le solde du budget général et l'amortissement de la dette à moyen et long terme devraient générer un besoin global de 193 MrdDH en hausse de 28,6 MrdDH dont +17,1 MrdDH en tombées et 11,5MrdDH en termes de besoin.
- La couverture du besoin prévoit le recours aux ressources externes à hauteur de 60 MrdDH soit 46,5% du besoin global, ce qui laisse présager le recours à la Ligne de Crédit Modulaire (LCM) du FMI compte tenu des conditions de financement potentiellement difficiles à l'international.
- Le besoin net ne devrait s'accroître que de 5 MrdDH en 2023 à 64 MrdDH.

La ligne de Précaution et de liquidité (LPL) et La ligne de Crédit Modulable (LCM):

	LPL (3 Mrd USD= 240% de la quote-part)	LCM (Plus flexible)
Définition de la ligne	Permet d'apporter des financements pour répondre aux besoins réels ou potentiels de balance des paiements des pays qui mènent de bonnes politiques économiques.	Conçue pour répondre à la demande de financement émanant de pays qui présentent une politique et des antécédents économiques très solides pour prévenir et résoudre des crises.
Plafond de financement Et modalités de remboursement	<ul style="list-style-type: none"> Le financement maximum disponible au moment de l'approbation de l'accord est égal à 250 % de la quote-part pour la première année et à un montant cumulé de 500 % de la quote-part pour la durée totale de l'accord Le remboursement doit être effectué à partir de deux ans et un trimestre de la date du tirage. 	<ul style="list-style-type: none"> Le montant d'accès aux ressources du FMI n'est pas plafonné et le besoin de financement est évalué au cas par cas. Le remboursement doit être effectué sur une période allant de 3 ans et un trimestre à 5 ans.
Commissions et intérêts	<ul style="list-style-type: none"> Commissions d'engagement : 15 points de base sur les montants engagés à concurrence de 115 % de la quote-part, 30 points de base sur les engagements de plus de 115 % et jusqu'à 575 % de la quote-part, et 60 points de base pour les montants supérieurs à 575 % de la quote-part). Intérêt= intérêt du DTS+ commission additionnelle qui dépend du montant et de la durée Commission de tirage: Une commission de tirage de 50 points de base est perçue sur chaque montant tiré. 	<ul style="list-style-type: none"> Commission d'engagement: 15 points de base sur les montants engagés à concurrence de 115 % de la quote-part, 30 points de base sur les engagements de plus de 115 % et jusqu'à 575 % de la quote-part, et 60 points de base pour les montants supérieurs à 575 % de la quote-part). Intérêt= intérêt du DTS+ commission additionnelle qui dépend du montant et de la durée Commissions de tirage: Une commission de tirage de 50 points de base est perçue sur chaque montant tiré.

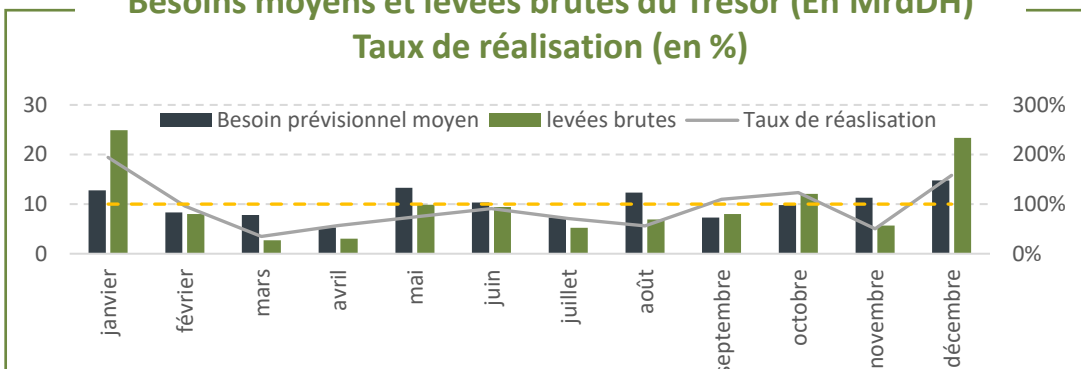
Le marché des bons du Trésor en 2023: quels scénarii?

05

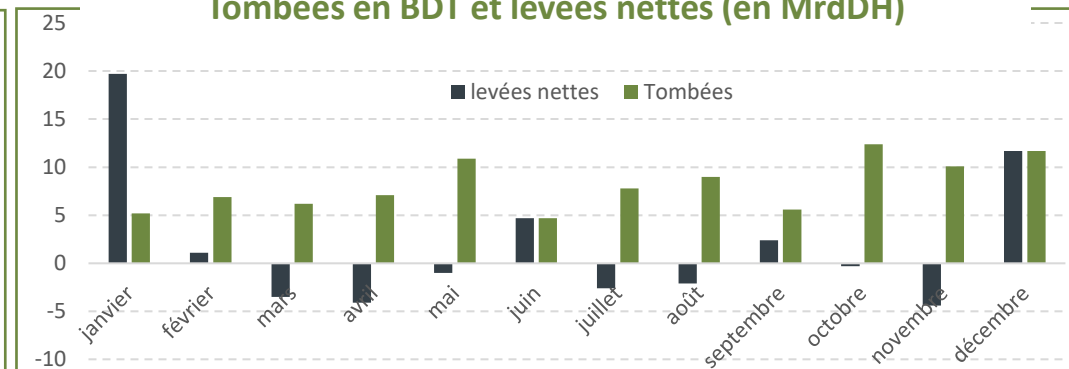
Un marché des bons du Trésor haussier et principalement orienté par les anticipations en 2022...

Marché primaire des bons du Trésor en 2022:

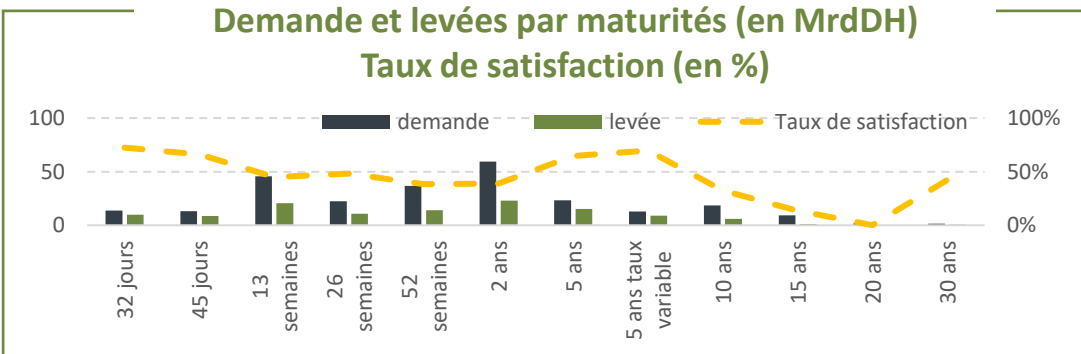
Besoins moyens et levées brutes du Trésor (En MrdDH)
Taux de réalisation (en %)



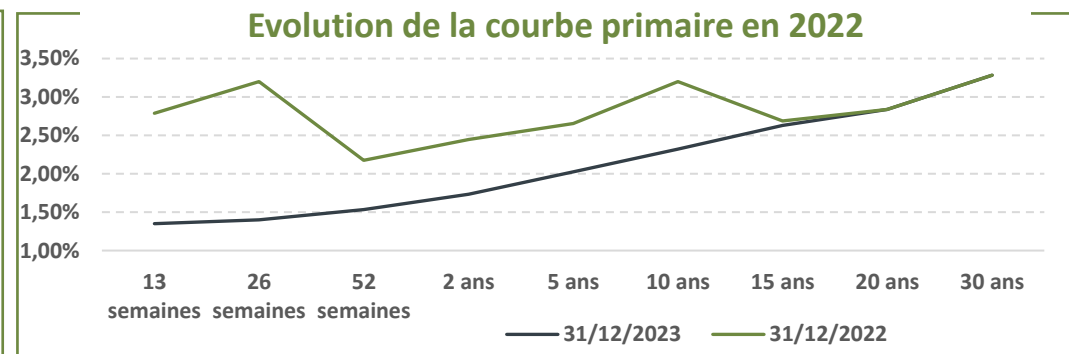
Tombées en BDT et levées nettes (en MrdDH)



Demande et levées par maturités (en MrdDH)
Taux de satisfaction (en %)

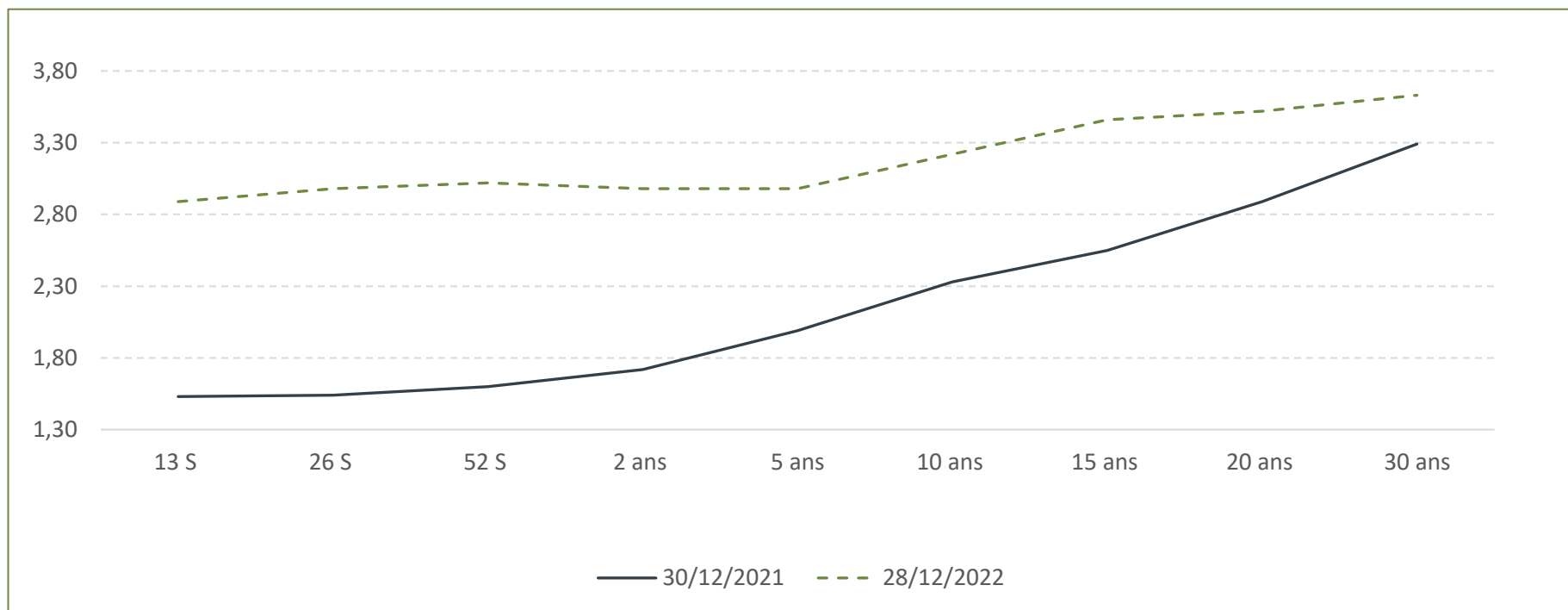


Evolution de la courbe primaire en 2022



- **Concentration des levées du Trésor sur le court terme (-1 an) de 53,7% et le moyen terme (2 ans-5 ans) de 39,6% contre seulement 6,6% pour le long terme (10 ans et plus).**
- **A partir du mois de février 2022, Le Trésor public a trouvé des difficultés à lever malgré l'amélioration de son l'équilibre grâce au bon comportement des recettes.** En effet, plusieurs facteurs ont plombé le marché: (i) la montée de l'inflation et les anticipations par rapport à la réaction de Bank Al-Maghrib et (ii) l'importance des besoins du Trésor et les difficultés de réalisation du programme de financement à l'international.
- **Le Trésor a dû recourir à des opérations exceptionnelles en vue de débloquer la situation en mois de décembre:** (i) levées à très court terme 35 jours et 45 jours et (ii) émissions à taux variables sur 5 ans.

Evolution de la courbe secondaire des bons du Trésor en 2022:



- Par segment les taux ont augmenté de: (i) 141 Pbs pour le court terme (-1 an), (ii) 113 Pbs pour le moyen terme (2 ans-5 ans) et (iii) 70 Pbs pour le long terme au-delà de 5 ans.

Compte tenu du cadre macro-économique et des perspectives des finances publiques, nous prévoyons une poursuite de la hausse des taux en 2023...

Un marché secondaire des Bons du Trésor plus impacté par les anticipations que par l'importance du besoin du Trésor public:

Conditions du marché en 2023

- Un faible accroissement du besoin net du Trésor de seulement +5 MrdDH à 64 MrdDH.
- Un recours important au financement extérieur de à hauteur de 60 MrdDH sur un besoin global de 129 MrdDH.
- La rareté des opportunités d'investissement hors marché taux.

Anticipations

- Décisions des Conseils de Bank Al-Maghrib.
- L'intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché secondaire des Bons du Trésor.
- La réalisation du financement extérieur, notamment la LCM.

Les zones de risques

- La réalisation des prévisions fiscales particulièrement l'IS et la TVA à l'importation.
- Les difficultés de réalisation du financement à l'international.
- Les difficultés de formation d'un consensus marché sur les niveaux de taux moyen et long termes.

L'ensemble des facteurs, monétaires et budgétaires, laissent présager une poursuite de la hausse des taux:

	Central	Alternatif
Cadre monétaire	Restrictive: Hausse du taux directeur face à la persistance des tensions inflationnistes	Stable: stabilité du taux directeur suite à une maîtrise des tensions inflationnistes.
Opération d'open market	Intervention à hauteur de 25 MrdDH sur le marché secondaire	Intervention à hauteur de 25 MrdDH sur le marché secondaire
Finances publiques	Besoin maîtrisé du Trésor public	Des recettes fiscales moins que prévues
Demande des opérateurs	Demande des opérateurs faible	Demande des opérateurs en hausse grâce à une meilleure visibilité
Financement International	Exécution du programme de financement à l'international, notamment la LCM	Difficulté de réalisation du programme de financement à l'international
Scénarii	<i>Hausse mécanique de la courbe des taux avec un nouveau dérapage des parties moyenne et longue de la courbe</i>	<i>Stabilité de la partie courte et légère hausse des parties moyenne et longue de la courbe</i>



Merci pour votre attention

Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Macro Economique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdya@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILLI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Avertissement

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. 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 Insight.

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 Insight 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 Insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.