

# **Perspectives Economiques et Taux 2022**

## **Des Equilibres Fragiles dans un Contexte Global Tendu**

---

04 Mars 2022

## AVANT-PROPOS:

Après une année 2021 marquée par les répercussions importantes de la pandémie sur les politiques publiques, les perturbations des chaînes de valeurs et la hausse des prix des matières premières et énergétiques, l'année 2022 débute avec des évolutions globales de forte ampleur. Outre la thématique de l'envolée de l'inflation et du resserrement des politiques monétaires et budgétaires, le monde doit faire face aux conséquences de l'éclatement de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et la réaction des pays occidentaux en termes de sanctions économiques et financières menées par plusieurs pays à l'encontre de la Russie.

Dans ce contexte volatile et tendu, l'économie nationale entame une année incertaine marquée par la détérioration des déficits jumeaux et de niveau d'endettement, une saison agricole 2021-2022 menacée par la sécheresse et la forte hausse des prix des matières premières et énergétiques. Cette hausse des prix, dont le potentiel demeure imprévisible, a été exacerbée par le déclenchement de la guerre Russie/Ukraine. Ses répercussions devront être surveillées compte tenu du poids de l'Ukraine de la Russie dans le marché des denrées alimentaires et de l'énergie, mais aussi dans le marché des métaux rares qui représentent des intrants importants pour les composants électroniques.

De plus, le tournant entamé par la politique monétaire de la FED notamment, annonce le début d'un mouvement « risk off » des investisseurs internationaux, similaire à celui enregistré en 2013 « taper tantrum », qui signifie un appétit moindre des investisseurs pour la dette des pays émergents, et une hausse des spreads des économies en voie de développement à l'image du Maroc. Ceci devrait rétrécir les conditions de financement à l'international.

A la lumière de ces évolutions importantes et de leurs répercussions, CDG Capital Insight partage avec vous sa lecture actuelle des perspectives macro-économiques et taux pour l'année 2022, tout en gardant une vigilance particulière pour les prochaines semaines et mois, qui devraient éclairer la vision davantage sur les changements futurs et leurs implications sur le plan national.

# SOMMAIRE:

1

Environnement international difficile avec des implications sur les principaux équilibres macro-économiques nationaux

2

Croissance économique sous le double effet de la hausse des prix à l'international et d'une campagne agricole prévue en dessous de la moyenne décennale

3

Masse monétaire de plus en plus liquide dans un contexte de taux baissier

4

Inflation à la hausse générée par la composante importée et un choc d'offre sur l'alimentation frais prévu en 2022

5

Equilibre extérieur sous pression en cause du renchérissement des importations et de la faiblesse des recettes touristiques

6

Loi de finances 2022: un exercice de relance et de poursuite des réformes sociales

7

Cadre monétaire stable et marchés des taux sous pression

Environnement international difficile avec des implications sur les principaux équilibres macro-économiques nationaux

---

# 01

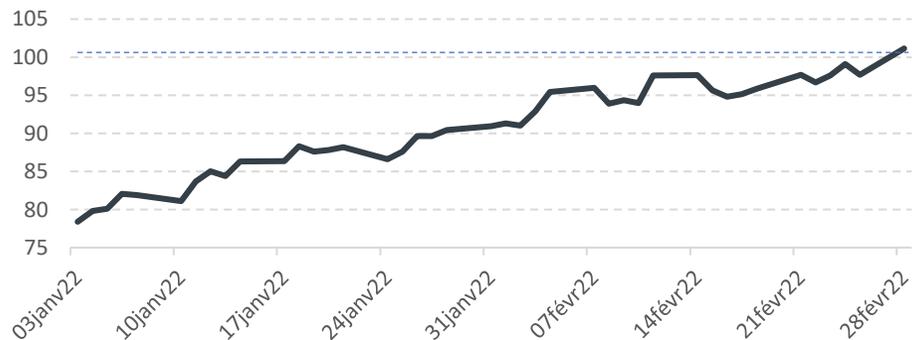
## Un environnement international sous tensions



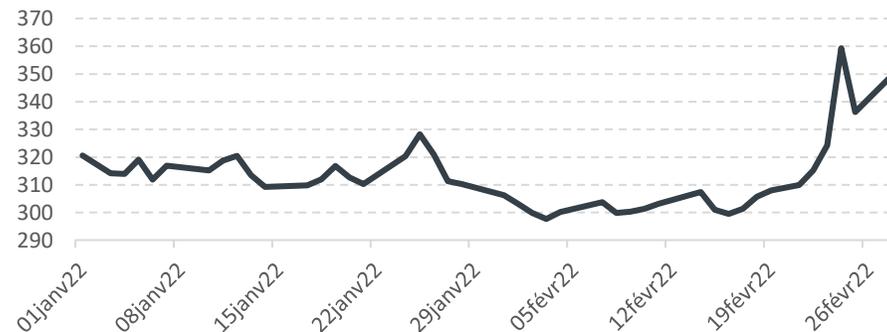
Après la gestion difficile de la crise covid19 et ses répercussions macro-économiques néfastes sur les équilibres de la quasi-majorité des économies à l'international, plusieurs faits marquent la phase post-crise, particulièrement la guerre Russie/Ukraine, le renchérissement des prix et le retour des pays développés vers des politiques publiques restrictives.

# Une hausse accélérée des cours des matières premières et énergétiques et un resserrement des conditions de financement à l'international

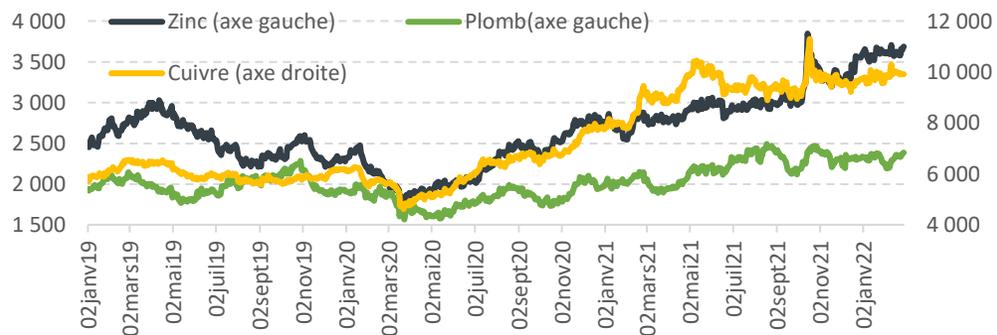
Evolution du prix du Brent (USD/bbl)



Evolution du cours du blé France (Eur/T)<sup>2</sup>



Evolution des cours des métaux (en USD/MT)



Evolution des taux UST( 5 ans)



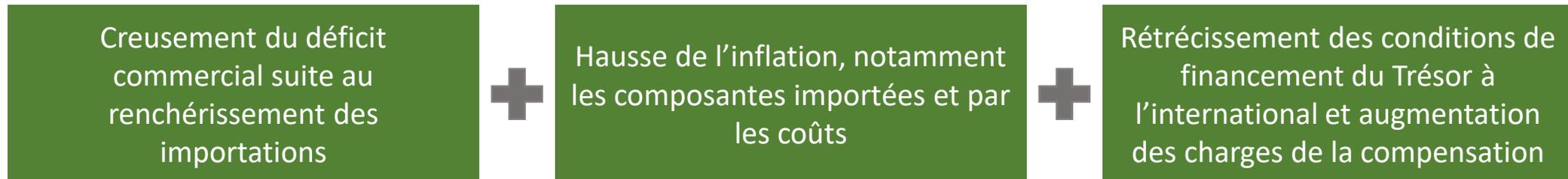
- Le cours du Brent dépasse le seuil théorique de 100 USD/bbl, avec des perspectives haussières, contre une moyenne de 70 USD enregistrée en 2021 et 68 USD retenu comme hypothèse pour l'élaboration de la Loi de finances 2022.
- Hausse importante du cours de la tonne de blé pour atteindre 360 EUR/T contre une moyenne de 287,4 EUR enregistrée en 2021. Cette augmentation a été accélérée par la guerre Russie/Ukraine, deux grands exportateurs des denrées alimentaires au niveau international.
- Accroissement important des cours des métaux précieux sous l'effet d'une montée en puissance de la demande mondiale.
- Les taux des bons du Trésor américain (UST) amorce un cycle haussier en résultat de la nouvelle orientation restrictive de la politique monétaire de la FED.

## Quelles implications pour l'économie national?

Trois facteurs clés devraient avoir des effets sur la conjoncture nationale



Trois équilibres macro-économiques seront impactés

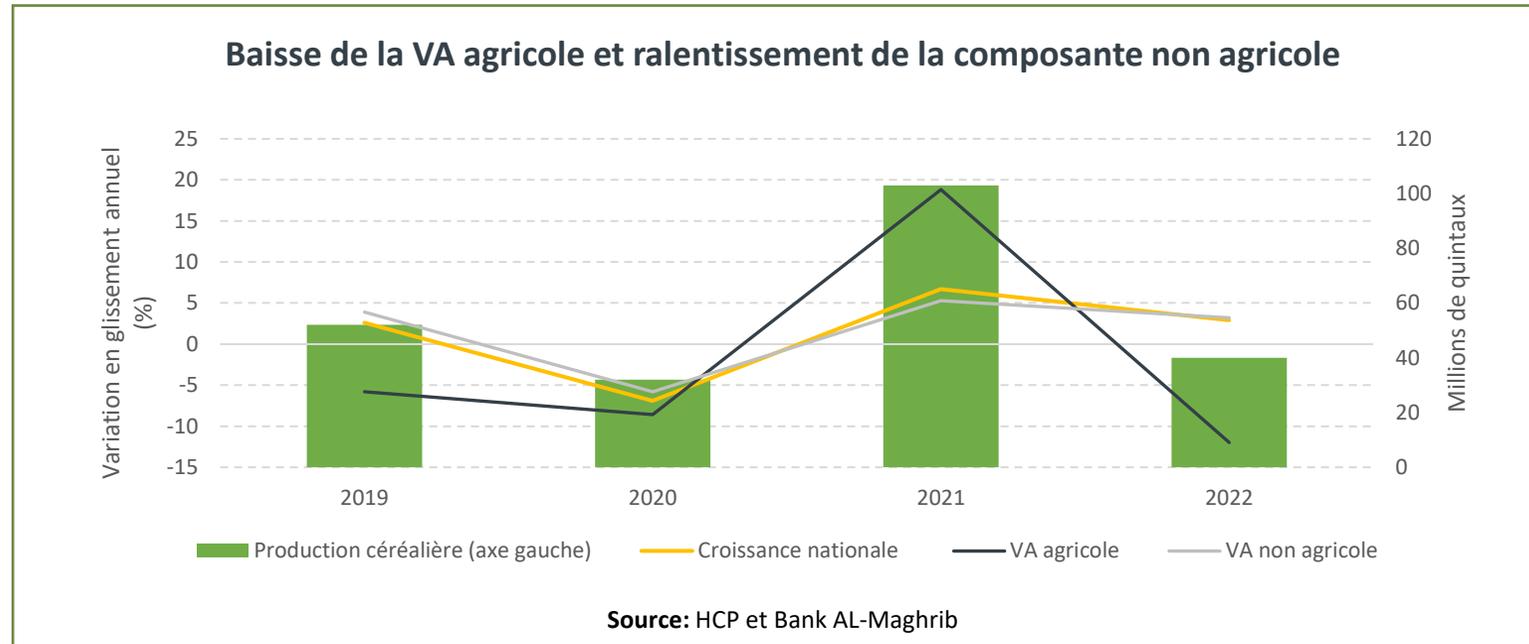


Croissance économique sous le double effet de la hausse des prix à l'international et d'une campagne agricole prévue en dessous de la moyenne décennale

---

02

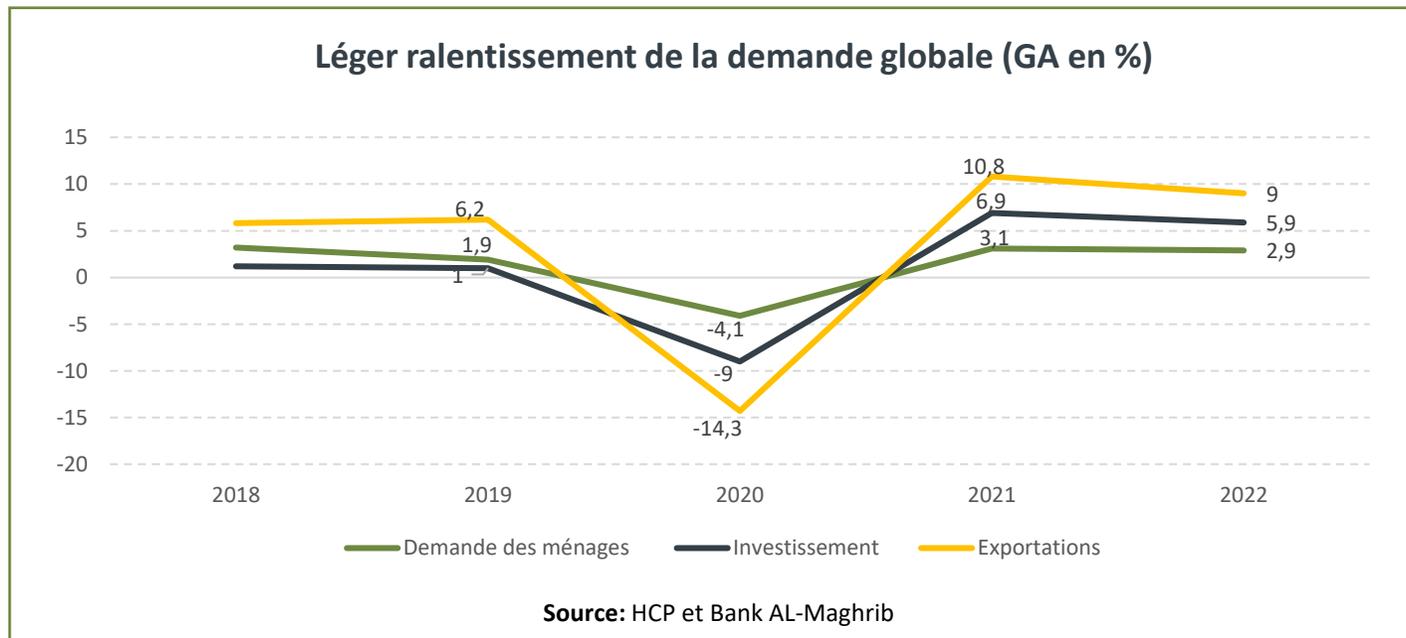
## Une croissance économique prévue en ralentissement à l'image de la quasi-majorité des économies au niveau international (1/3):



Après une forte croissance enregistrée en 2021, **l'année 2022 devrait connaître un fort ralentissement** en dessous du seuil de 3% sous le double effet:

- D'une **campagne agricole dans des conditions climatiques qui semblent globalement défavorables** avec une très faible pluviométrie et une mauvaise répartition spatiotemporelle, ce qui laisse présager une production céréalière en dessous de 40 millions de quintaux.
- **Un recul de la croissance non agricole** compte tenu de (i) la dissipation de l'effet de base de la crise covid19; (ii) l'érosion des marges du secteur secondaire en résultat de la hausse des prix des matières premières (y compris les demi produits) et énergétiques et (iii) Le faible redressement de certains secteurs tertiaires, particulièrement le tourisme et le transport.

## Une croissance économique prévue en ralentissement à l'image de la quasi-majorité des économies au niveau international (2/3):



Après la forte reprise en mode « V » de la demande globale en 2021, l'année 2022 devrait connaître un léger ralentissement grâce à :

- La résistance de la demande des ménages en résultat du bon comportement des transferts des MRE ayant enregistré une hausse historique de 36,8% en glissement annuel en 2021. En effet, malgré la hausse du taux de chômage (12,3% à fin 2021) et la faible reprise des crédits à la consommation (+2,7% en GA à fin 2021), la demande des ménages devrait faiblement ralentir de 3,1% en 2021 à seulement 2,9% en 2022.
- L'investissement qui devrait rester soutenu par l'effort historiquement élevé de la composante publique avec un budget global prévu de 245 MrdDH contre une moyenne de 190 MrdDH enregistrée sur la période 2017-2019.
- Le bon comportement des exportations qui devraient rester soutenues par les phosphates et dérivés et l'industrie automobile.

## Une croissance économique prévue en ralentissement à l'image de la quasi-majorité des économies au niveau international (3/3):

### Balance des risques:

Trois facteurs pèsent sur la croissance économique en 2022 en l'occurrence (i) le renchérissement des prix des matières premières et énergétiques au niveau international qui a été amplifié par la guerre Russie/Ukraine; (ii) la réalisation d'une nouvelle année de sécheresse à l'image de la saison 2019-2020 et (iii) l'apparition d'un nouveau variant covid19 après la vague Omicron et le retour des restrictions sanitaires.



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

- le secteur primaire pourrait régresser plus que prévu compte tenu du mauvais déroulement des conditions climatiques. Cette situation pourrait impacter également l'industrie alimentaire, l'une des composantes principales du secteur secondaire.
- 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.
- Certaines branches du secteur tertiaire, notamment le transport et le tourisme, pourraient rester en récession.

### • **Du côté de la demande:**

- La demande des ménages pourrait subir trois facteurs de ralentissement: (i) l'affaiblissement des transferts des MRE après le pic enregistré en 2021, (ii) le faible redressement du taux de chômage après le dérapage à la hausse généré par la crise covid19 et (iii) le recul du revenu des ménages en zones rurales suite aux faibles résultats de la campagne agricole 2021/2022.

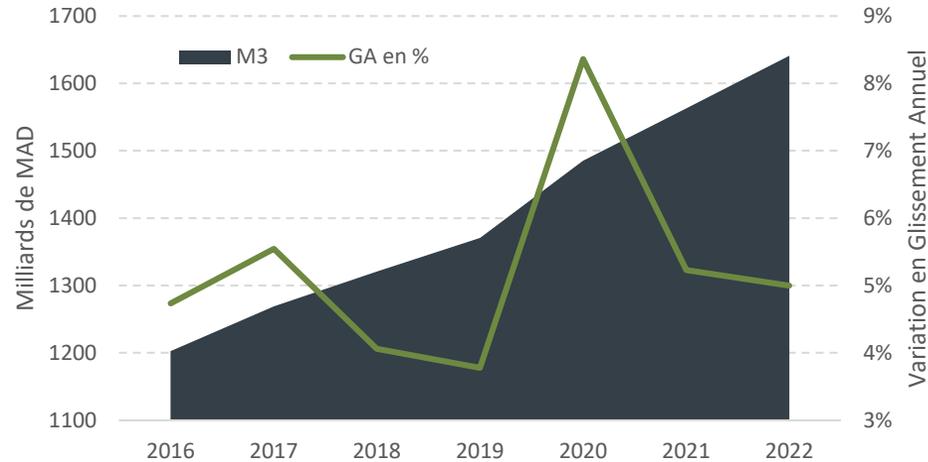
Masse monétaire de plus en plus liquide dans un  
contexte de taux baissier

---

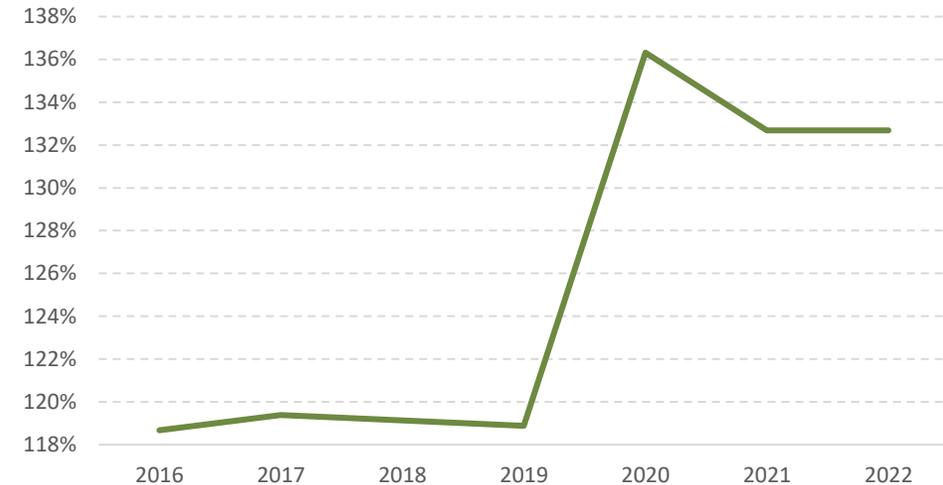
03

## Une masse monétaire en forte hausse en 2020 et 2021:

### Evolution de la masse monétaire M3



### Croissance de la masse monétaire M3 (en % du PIB)

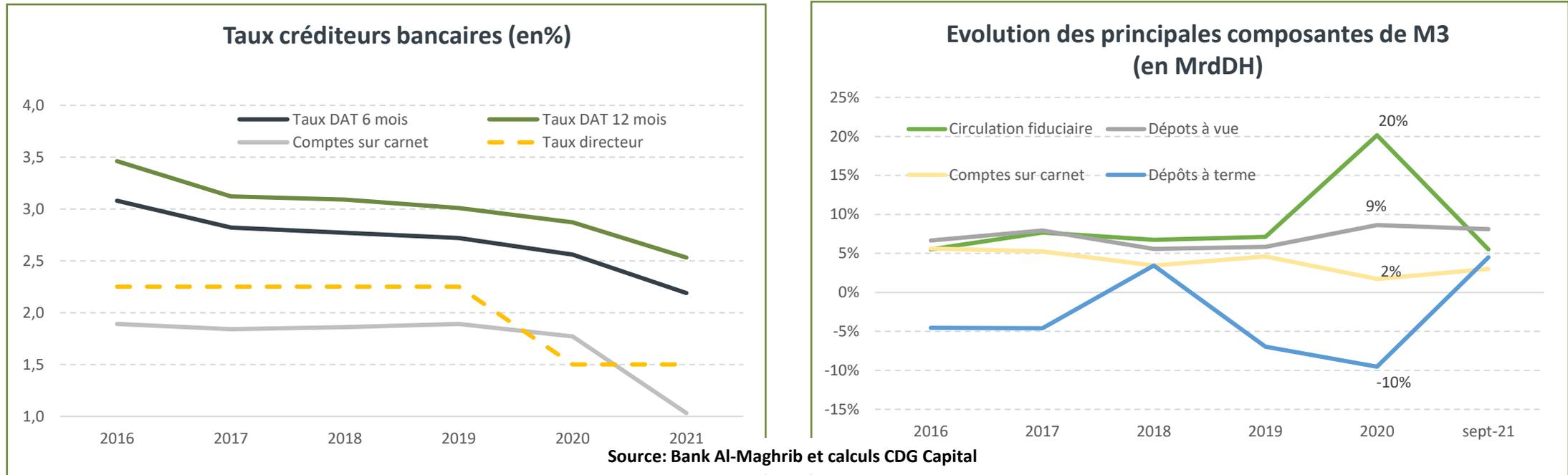


Source: Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

- 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 133% en 2021 suite à une forte reprise de la croissance nominale.
- L'accroissement du poids de l'agrégat M3\* comparativement au PIB (M3/PIB) s'est fortement accéléré au cours des deux dernières années, ce qui pourrait être une source d'inflation monétaire à moyen/long terme.

\* 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.

## Une accélération de la liquidité de la masse monétaire dans un contexte de taux baissier:



- En dépit de la quasi-stabilité du taux directeur sur la période 2016-2019, les taux créditeurs bancaires ont poursuivi leurs tendances baissières passant de: 3,46% à 3% pour les DAT 12 mois; 3,08% à 2,72% pour les DAT 6 mois contre une stabilité du taux relatif aux comptes sur carnet au niveau de 1,89%.
- La révision à la baisse du taux directeur, de -75 Pbs à 1,50% en 2020, a accéléré la régression de l'ensemble des taux créditeurs entre 2019 et 2021 avec: -48 Pbs pour les DAT 12 mois; -53 Pbs pour les DAT à 6 mois et -86 Pbs pour les comptes sur carnet.

Cette tendance baissière des taux créditeurs a accéléré la liquidité de la structure de la masse monétaire avec une hausse de la circulation fiduciaire et des dépôts à vue contre un recul des dépôts et à terme et un ralentissement du taux d'accroissement des comptes sur carnet.

## La forte hausse de la masse monétaire conjuguée à l'accroissement de sa liquidité pourraient générer plusieurs zones de risque:

- **Des ressources bancaires, bien que moins chers, de plus en plus liquide:** Cette situation pourrait générer un risque bilanciel pour les banques compte tenu de la prépondérance des engagements à moyen et long terme, notamment en prêts immobiliers.
- **La forte hausse de la circulation fiduciaire,** particulièrement en 2020 avec +50 MrdDH contre une moyenne de 17 MrdDH enregistrée sur la période 2015-2019, **représente une source d'accroissement du secteur informel et du marché de change parallèle.**
- La progression de la masse monétaire en circulation à un niveau supérieur à la croissance nominale du PIB pourrait représenter une **source d'inflation, de type monétaire, à moyen et long terme.**



**La hausse soutenue de la masse monétaire et l'accroissement de sa liquidité représente un risque à surveiller au cours des prochaines années.**

Inflation à la hausse générée par la composante importée et un choc d'offre sur l'alimentation frais prévu en 2022

---

04

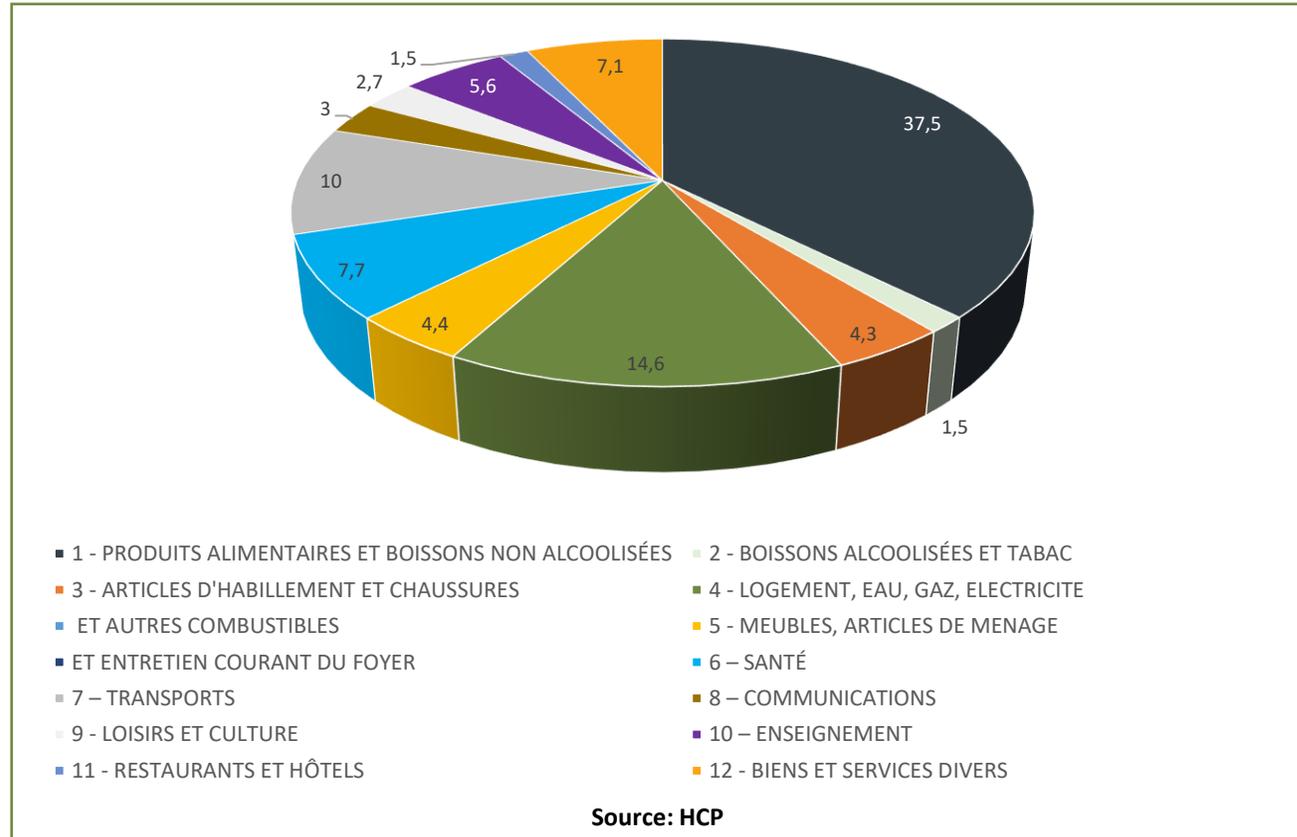
## Remplacement de l'ICV par l'IPC (fin 2009) et révision de la composition du panier (en 2017)

| Caractéristiques                | <u>Indice du Coût de la Vie</u><br>(base 100 en 1989)                              | <u>Indice des Prix à la Consommation</u> (base 100 en 2017)                  |
|---------------------------------|--|--|
| <b>Population cible</b>         | Population urbaine de « condition de vie moyenne »                                 | Population urbaine totale  |
| <b>Couverture géographique</b>  | 11 villes  | 18 villes  |
| <b>Pondérations de l'indice</b> | Sur la base de l'enquête nationale sur la consommation et les dépenses des ménages | Complété par l'enquête sur les revenus et les niveaux de vie                 |
| <b>Méthode de calculs</b>       | Même structure de pondération pour l'ensemble des villes                           | Structure de pondération appropriée pour chaque ville                        |
| <b>Produits</b>                 | 385 Produits; 768 variétés et une nomenclature des produits de 8 groupes           | 478 Produits; 1067 variétés et une nomenclature des produits de 12 divisions |
| <b>Champ de collecte</b>        | Réseau traditionnel (souk, marché et magasins de proximité)                        | Intégration des grandes surfaces   |

Source: HCP et Bank Al-Maghrif

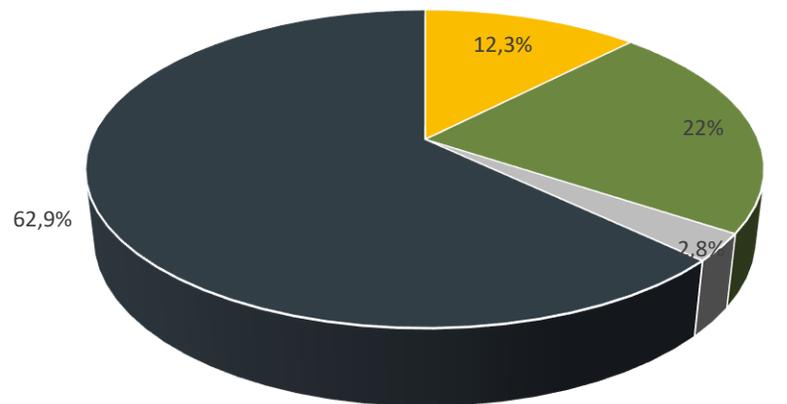
- Introduit vers la fin de l'année 2009, l'IPC s'affiche plus représentatif aussi bien en termes de couverture (population, ville et produits) que par la méthode de calculs permettant de prendre en considération les spécificités des régions.
- Après la réalisation en 2013/2014 d'une nouvelle édition de cette enquête, le HCP a procédé en 2018, à la mise à jour de la structure du panier de l'IPC et a fixé décembre 2017 comme année de base.

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



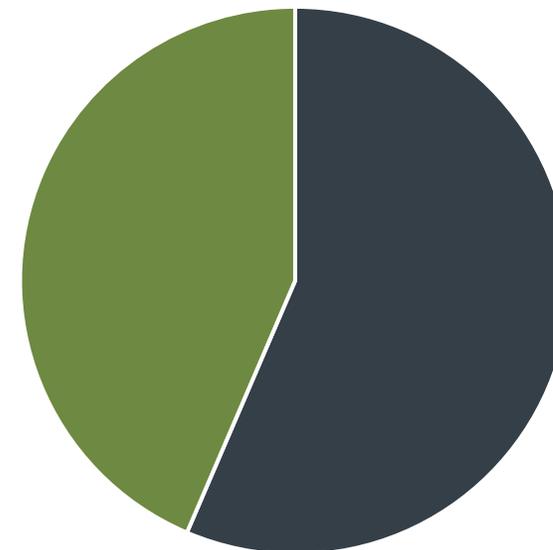
- A l'image de la majorité des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire, la composition du panier de l'inflation est prédominée par les trois catégories suivantes: (i) les produits alimentaires, (ii) le logement, eau, gaz et électricité et (iii) les transports.
- Suite à la révision du panier de 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:



■ Produits alimentaires à prix volatils ■ Produits à tarifs réglementés  
■ Carburants et lubrifiants ■ Inflation sous-jacente

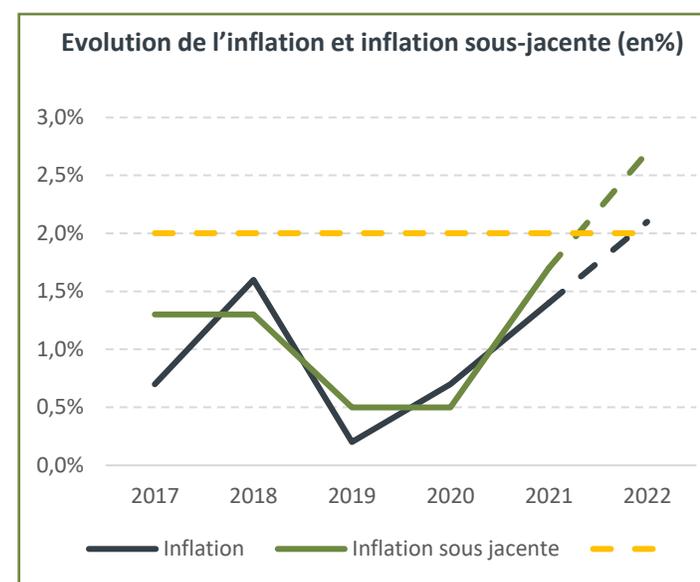
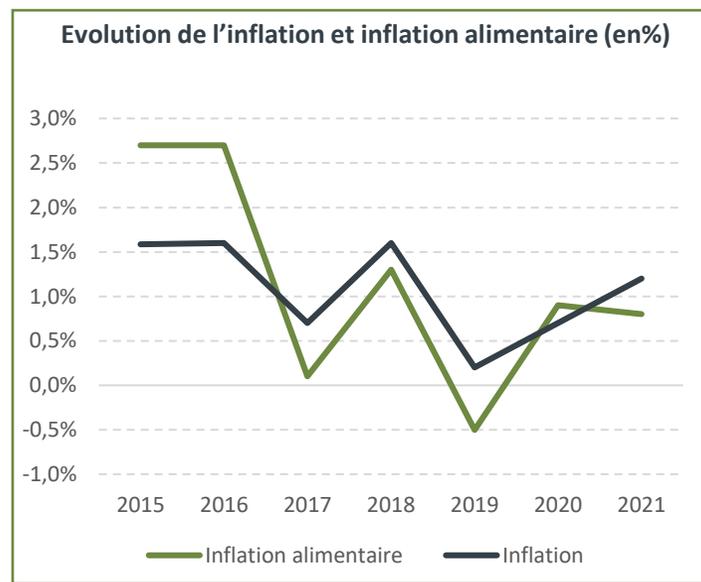
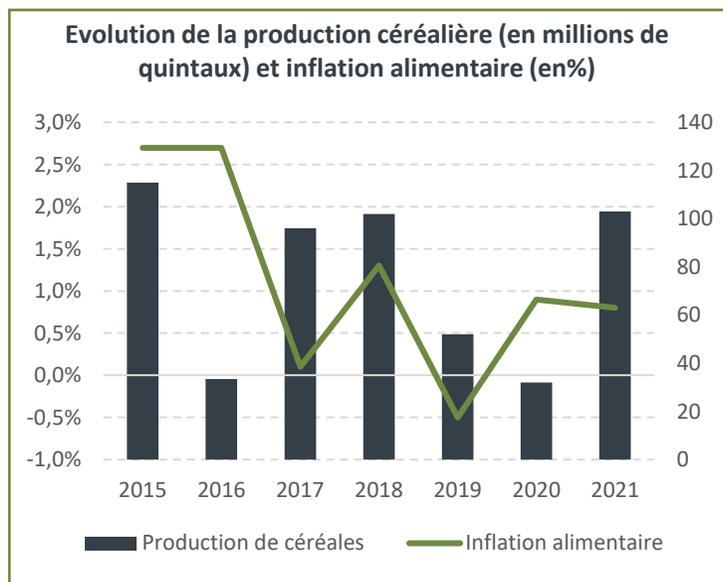
Source: Bank Al-Maghrib



■ biens échangeables ■ biens non échangeables

- **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.

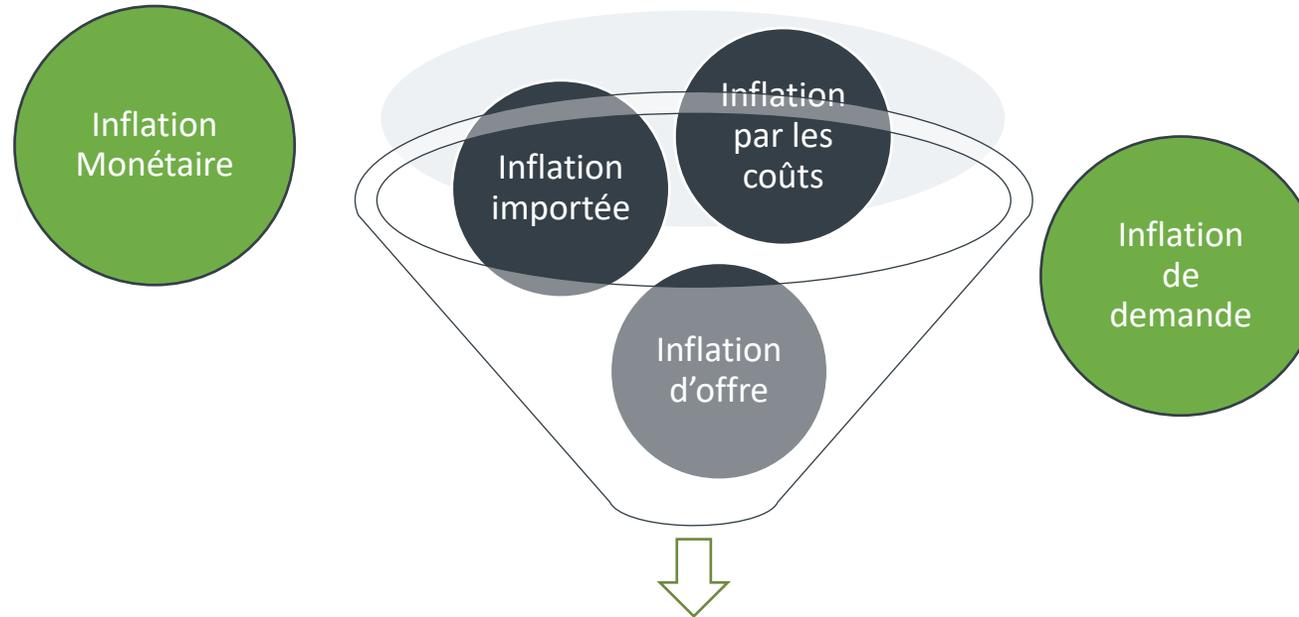
## Déterminants de l'inflation au Maroc:



Source: HCP

- **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.
- **L'inflation sous-jacente est de moins en moins corrélée à l'inflation globale** compte tenu des variations importantes des prix à tarifs réglementés et de ceux des « carburants et lubrifiants » après libéralisation.

## Les types de sources d'inflation qui pèsent sur le Maroc en 2022:



Après plusieurs années de faible inflation, largement en dessous du seuil théorique de 2%, l'inflation aussi bien globale que la composante sous-jacente, selon les prévisions récentes du HCP et de Bank Al-Maghrib devraient dépasser ce seuil.

- **Le léger choc inflationniste prévu en 2022 découle principalement de trois 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 en cas de survenance d'une année de sécheresse compte tenu du faible taux de remplissage des barrages, lequel est passé à 32,8% à fin février 2022 contre 48,9% enregistré une année auparavant.
- **Les deux sources d'inflation, en l'occurrence de demande et monétaire, seront toujours à faible effet sur l'IPC en 2022 en raison:** du taux de chômage toujours élevé, de l'accroissement modéré des crédits à la consommation et du canal de la richesse.

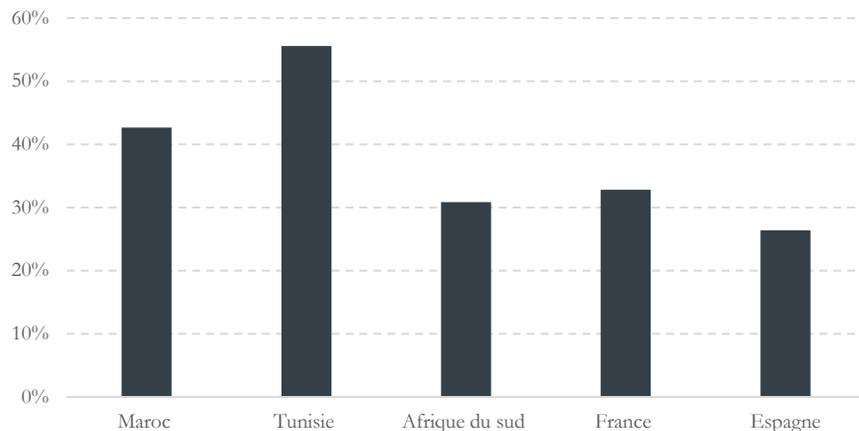
Un équilibre extérieur toujours sous pression du renchérissement des importations et de la faiblesse des recettes touristiques.

---

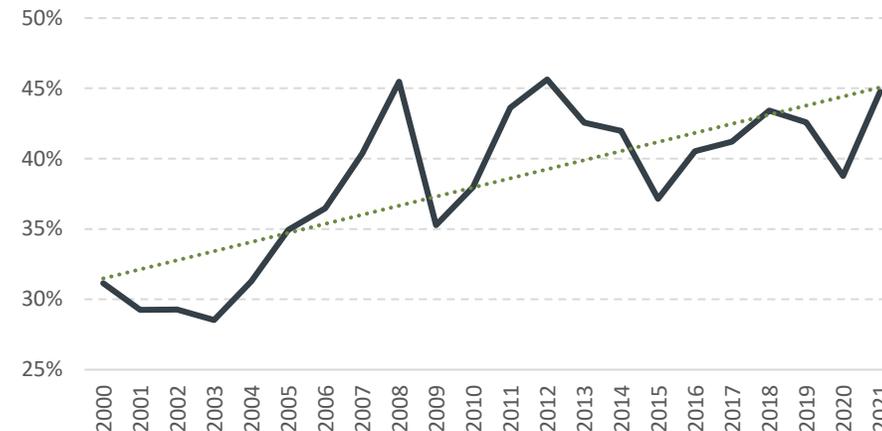
05

## Le cycle économique national est marqué par une forte pénétration des importations:

Effort à l'importation par pays (moyenne triennale en %)



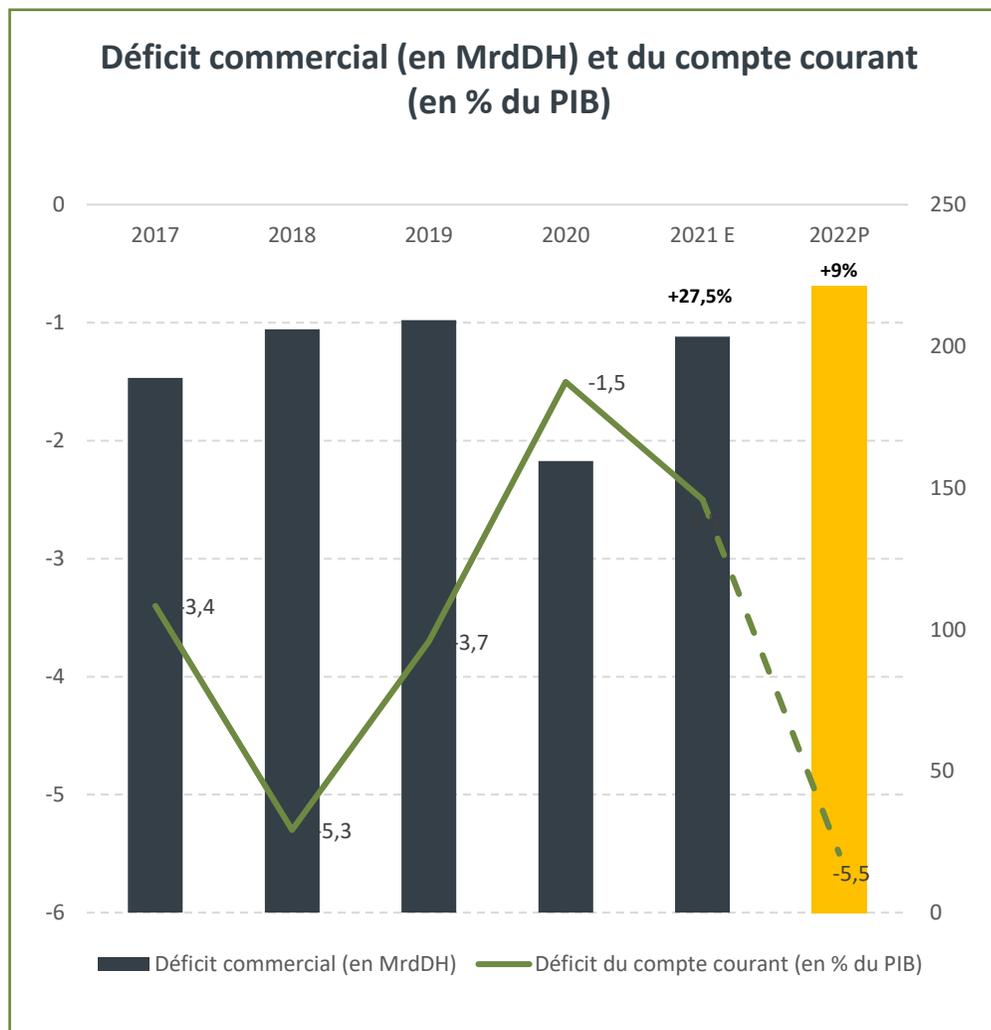
Evolution de l'effort à l'importation au Maroc (en %)



Source: Office des changes, HCP et calculs CDG Capital Insight

- A l'instar de la majorité des économies en voie de développement, le Maroc a une forte dépendance aux importations comme l'illustre l'indicateur « effort à l'importation », qui représente le pourcentage du revenu consacré à l'achat de biens à l'extérieur (importation/PIB), dont la moyenne s'est située à 43% au cours des trois dernières années contre 56% pour la Tunisie, 33% pour la France, 31% pour l'Afrique du sud et seulement 26% pour l'Espagne.
- L'effort à l'importation national a fortement augmenté au cours de la dernière décennie suite à l'évolution de plusieurs catégories de produits, particulièrement les biens d'équipements et les produits de consommation. Ainsi, le taux moyen est passé de 35% de 2001 à 2010 à 42% entre 2011 et 2021.
- Le repli de l'activité économique en 2020 s'est traduit par une baisse importante du taux de pénétration des importations passant à 39% avant de rebondir à 45% en 2021 avec le fort rebond de l'activité économique.

## Après un repli important des déficits commercial et du compte courant en 2020, la reprise économique a accéléré le retour vers les niveaux d'avant la crise:



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

- La forte récession enregistrée en 2020 s'est traduite par un repli conjugué des déficits de la balance commerciale et du compte courant.
- La reprise économique en mode « V » enregistrée en 2021 s'est traduite par un creusement important du déficit de la balance commerciale, avec un double effet volume et prix (CAF). Toutefois, le déficit du compte courant a été atténué par le bon comportement des transferts des MRE avec une hausse exceptionnelle de + 36,8%, soit +25 MrdDH.
- Le creusement des déficits commercial et du compte courant devraient se poursuivre en 2022 en résultat de la hausse importante prévue des importations (effet prix essentiellement), le ralentissement du taux d'accroissement des recettes MRE et la faible reprise des recettes touristiques

## Perspectives des équilibres extérieurs en 2022:

### Renchérissement des importations

Poursuite de la hausse de l'ensemble des catégories de produits sous l'effet prix et coût du fret et dans une moindre mesure des volumes importés, et ce à l'exception des céréales compte tenu du mauvais déroulement de la saison agricole.



### Hausse modérée des exportations

Poursuite de la hausse des exportations à un rythme modéré comparativement à l'année 2021 compte tenu de (i) la faible hausse prévue des prix des phosphates et dérivés; (ii) le quasi-épuisement du potentiel de hausse de la production automobile et (iii) le recul prévu des exportations agricoles.



**Creusement important du déficit commercial à plus que 200 MrdDH**



Ralentissement des transferts des MRE



Faible reprise des recettes touristiques

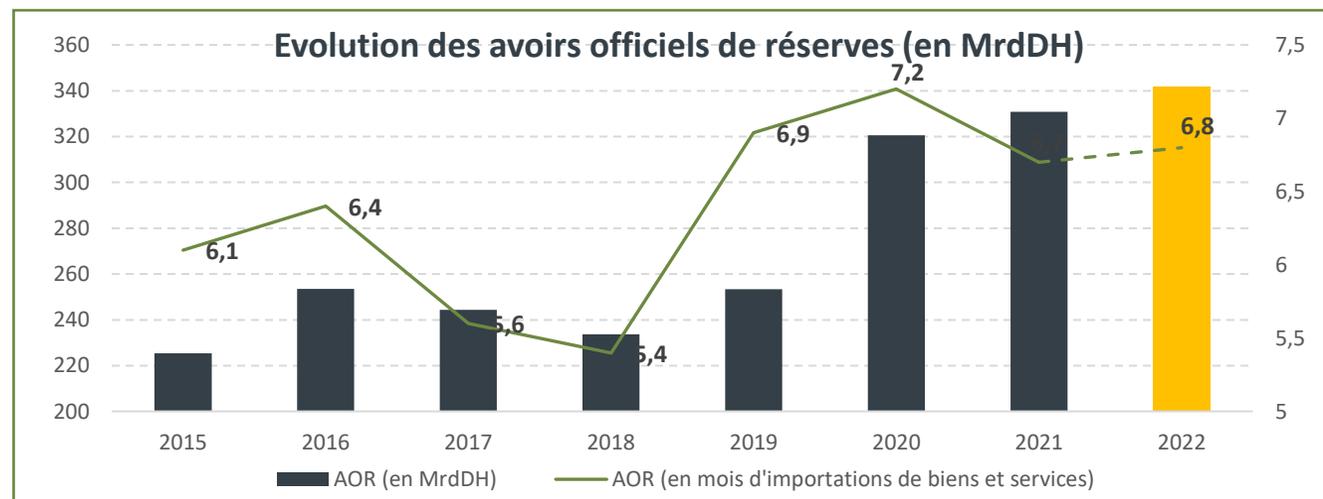


Hausse modérée des IDE



**Hausse à plus que 5% du PIB du déficit du compte courant**

## Perspectives des Avoirs officiels de Réserve (AOR) en 2022:



Source: Bank Al-Maghrib

- Suite au déclenchement de la crise covid19, les autorités publiques ont veillé au renforcement des AOR en vue de garantir l'approvisionnement du pays en biens et services importés, assurer les engagements financiers et maintenir le « rating » au niveau international.
- L'amélioration des AOR résulte de trois facteurs: (i) la forte reprise des transferts des MRE (+25 MrdDH en 2021), (ii) les deux sorties du Trésor à l'international en 2020 d'environ 37,5 MrdDH et (iii) le tirage sur la LPL de 27,7 MrdDH (dont le 1/3 a été remboursé par anticipation en décembre 2020).
- Toutefois, en termes de mois d'importations en biens et services, le taux de couverture a sensiblement reculé compte tenu de la hausse importante des importations CAF aussi bien en volume qu'en valeur (prix+ coût du fret).

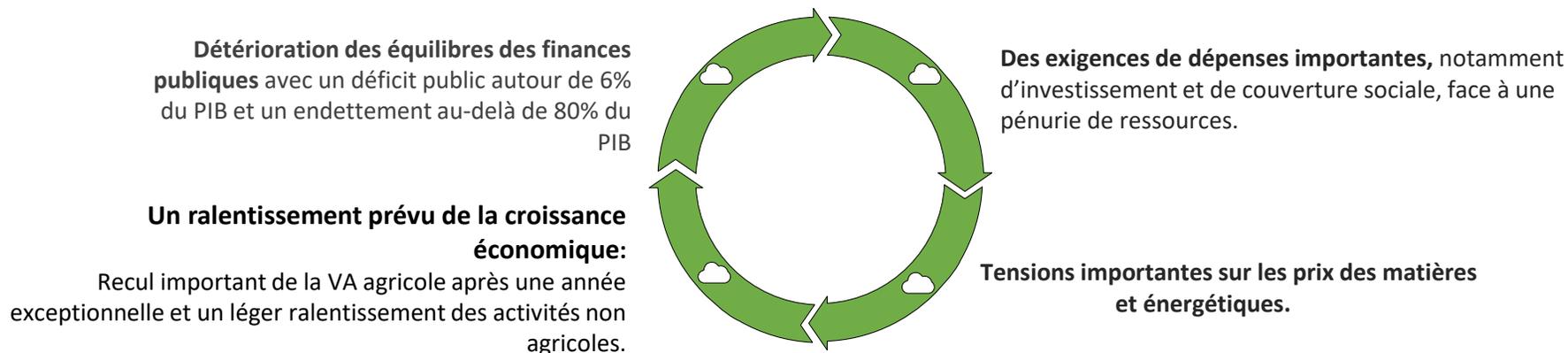
## Loi de Finances 2022: un exercice de relance et de poursuite des réformes sociales

---

06

# Contexte d'élaboration difficile et hypothèses optimistes:

## 1) Contexte d'élaboration globalement difficile :



## 2) Hypothèses d'élaboration optimistes pour les prix de l'énergie:

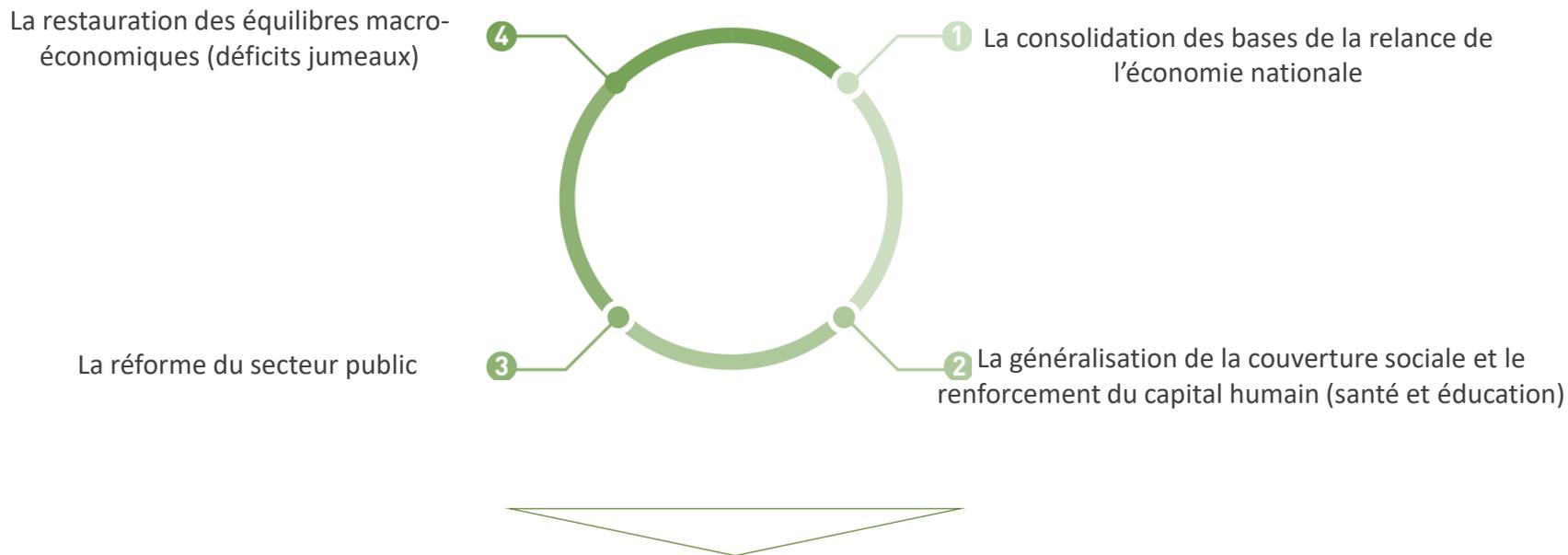
| PLF                                | 2020  | 2021 | 2022  |
|------------------------------------|-------|------|-------|
| <b>Au niveau international</b>     |       |      |       |
| Cours moyen du Brent (en USD)      | 43    | 50   | 68    |
| Cours moyen du gaz butane (en USD) | 290   | 350  | 450   |
| Parité EUR/USD                     | 1,12  | 1,13 | 1,22  |
| <b>Au niveau national</b>          |       |      |       |
| PIB (en %)                         | -5,8% | 5,6% | 3,2%  |
| VA agricole (en %)                 | -4,5% | 11%  | -0,7% |
| Production céréalière              | 80    | 70   | 80    |
| VA non agricole (en %)             | -6,4% | 3,8% | 3,7%  |



- **Energie:** Cours du pétrole et du gaz butane prévus en hausse bien que les dernières tendances affichées, au cours des dernières semaines, sur les marchés internationaux laissent présager des augmentations beaucoup plus importantes.
- **Parité:** EUR/USD à la hausse suite aux tensions inflationnistes importantes enregistrées aux USA et la difficulté de remonter les taux d'intérêts par la FED.
- **Croissance:** Ralentissement dû à un fort recul de la composante agricole après une année exceptionnelle et un faible ralentissement du PIB non agricole.

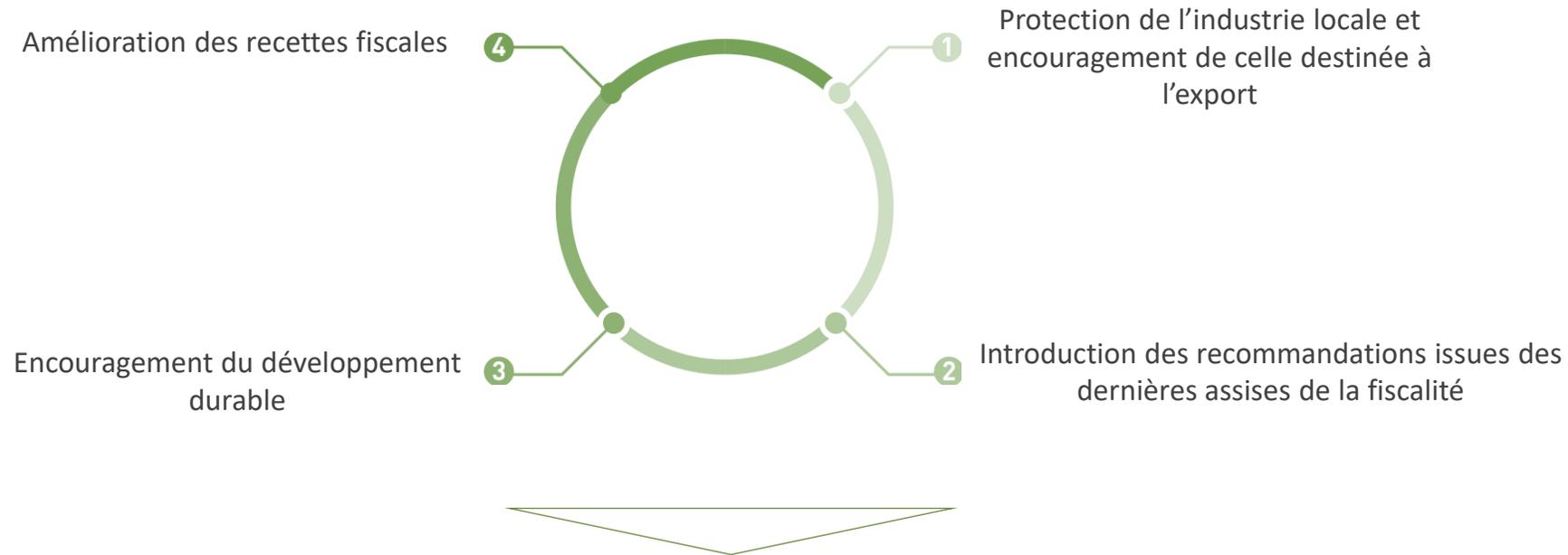
## Les orientations de la Loi de Finances 2022 répondent aux exigences de la phase de relance post-Covid:

### Objectifs stratégiques inspirés des Hautes Orientations Royales, des recommandations du Nouveau Modèle de Développement et de la Loi cadre 69-19 portant réformes fiscales



- **Les orientations stratégiques de ce nouveau projet sont dans la continuité de celles des années précédentes,** avec une priorisation de la reprise post crise covid19 et la valorisation du capital humain à travers la couverture sociale, la santé et l'éducation.

## Des mesures fiscales en harmonie avec la nouvelle ligne de réformes initiées au cours des deux derniers exercices (1/2) :



### Des réformes qui s'inscrivent en continuité avec celles des deux dernières lois, visant :

- **Une rupture avec les orientations des années passées** qui visaient les IDE, l'encouragement de l'épargne, l'emploi et la relance du secteur immobilier;
- **Intégration des nouvelles orientations internationales vers le protectionnisme et le développement durable.**
- **Mise en œuvre des dispositions de la Loi 69-19 (de juillet 2021) visant:** l'équité, la transparence, la rationalité économique et l'élargissement de l'assiette fiscale.

# Des mesures fiscales en harmonie avec la nouvelle ligne de réformes initiée au cours des deux derniers exercices (2/2) :

D. Douane

## Protection de l'industrie locale

+1,2 MrdDH\*

### Augmentation des droits d'importation sur les produits à faible VA ou énergivores :

- De 10 à 40% appliqué aux galettes de volaille précuites.
- De 2,5% à 40% aux tubes et lampes incandescences.

### Baisse des droits d'importation pour encourager la production locale:

- De 40% à 2,5% sur la « metformine hydrochloride » utilisé dans la fabrication de médicaments antidiabétiques.
- De 40% à 17,5% sur les cellules lithiums en vue d'encourager la réalisation d'un projet d'assemblage des batteries.

IS

## Normalisation et solidarité

+13 MrdDH; 34,6%\*

- La réduction du taux marginal du barème de l'IS de 28% à 27% pour les sociétés industrielles dont le bénéfice net est inférieur à 100 millions de dirhams
- La suppression de la progressivité des taux du barème actuel de l'impôt sur les sociétés et adoption des taux proportionnels afin d'assurer la convergence vers un taux unifié.
- La réinstauration de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires des sociétés dont le bénéfice net est égal ou supérieur à un million (1.000.000) de dirhams selon un barème progressif;

TVA

## Economie d'énergie

+6,5 MrdDH; +10,7%\*

- Consécration du principe de neutralité de la TVA au titre des opérations de vente des panneaux photovoltaïques et des chauffe eaux solaires avec un taux de 10% de TVA à l'intérieur et à l'importation avec droit de déduction.
- Exonération de la TVA à l'intérieur et à l'importation avec droit de déduction des produits et matières entrant dans la fabrication « des panneaux photovoltaïques »

TIC

## Santé et protection de l'environnement

+2,2 MrdDH; 7,7%\*

- Augmentation de la taxe applicable aux liquides pour recharger les cigarettes électroniques.
- Instauration d'une réforme de la TIC applicable aux cigarettes, dans le but de créer un climat de concurrence dans le secteur.
- Instauration d'une TIC sur les produits et équipements énergivores (climatiseurs, réfrigérateurs, congélateurs...).
- Instauration d'une TIC dite écologique pour le recyclage de certains produits et équipements électroniques qui présentent, au terme de leur cycle d'utilisation, un risque de pollution en fin de vie.

- Comparativement aux années passées, le nombre des réformes fiscales proposées s'affichent assez limité, confirmant les orientations des deux dernières Lois visant: (i) le développement de l'industrie locale de substitution (ii) le développement durable et (iii) la mise en œuvre des réformes fiscales.
- Après deux années de baisse, la hausse historiquement importante des recettes fiscales prévue en 2022 découle essentiellement de l'augmentation de l'IS compte tenu des résultats importants réalisés par les entreprises en 2021.

NB: Les prévisions des recettes par type d'impôt ne découlent pas nécessairement des réformes engagées mais plutôt des prévisions du Ministère de l'économie et des finances

## Un déficit public en quasi-stabilité malgré la forte hausse des charges:

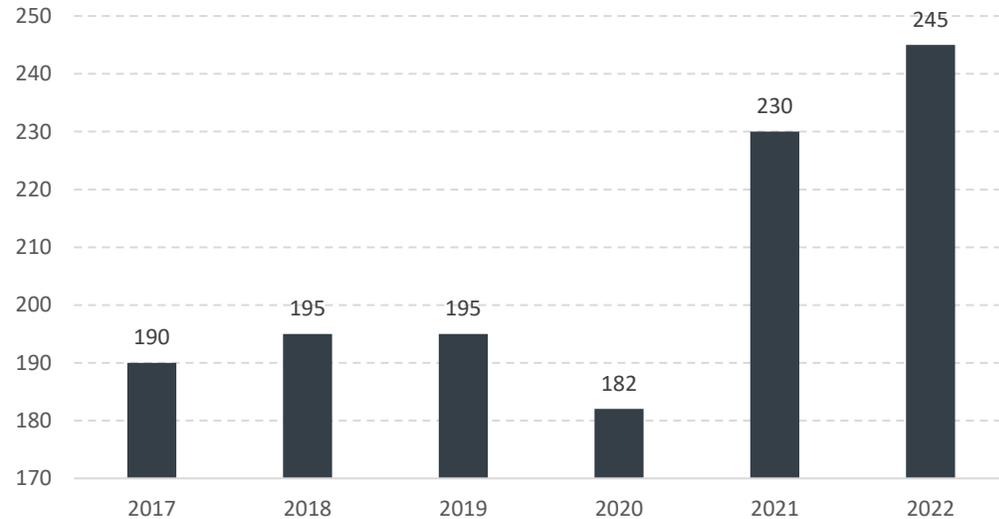
|                              | LF 2021<br>(1) | LF 2022<br>(2) | Écart en<br>MrdDH<br>(1)-(2) | Ecart en %<br>(1)-(2) |
|------------------------------|----------------|----------------|------------------------------|-----------------------|
| <b>Recettes ordinaires</b>   | <b>237</b>     | <b>263</b>     | 26                           | 11                    |
| <b>Dont fiscales</b>         | <b>196</b>     | <b>223</b>     | 27                           | 14                    |
| Directs                      | 80             | 97             | 17                           | 21                    |
| Indirects                    | 90             | 99             | 9                            | 10                    |
| Droits de douane             | 11             | 12             | 1                            | 9                     |
| Enregistrement et timbre     | 15             | 15             | 0                            | 0                     |
| <b>Recettes non fiscales</b> | 38             | 36             | -2                           | -5                    |
| <b>Dépenses globales</b>     | <b>308</b>     | <b>335</b>     | 27                           | 9%                    |
| <b>Fonctionnement:</b>       | <b>206</b>     | <b>216</b>     | 10                           | 5%                    |
| Personnel                    | 140            | 147            | 7                            | 5%                    |
| Biens/Sces                   | 66             | 69             | 3                            | 5%                    |
| <b>Intérêts de la dette</b>  | <b>28</b>      | <b>28</b>      | 0                            | 0                     |
| <b>Compensation</b>          | <b>14</b>      | <b>17</b>      | 3                            | 21%                   |
| <b>Investissement*</b>       | <b>68</b>      | <b>78</b>      | <b>10</b>                    | <b>15%</b>            |
| <b>Déficit budgétaire</b>    | 72             | 71,6           | 0,4                          | -                     |

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

- Forte hausse prévue des recettes fiscales (particulièrement l'IS de +34,6%), et ce après une perte importante enregistrée au cours des deux derniers exercices.
- Des dépenses de fonctionnement toujours en hausse en dépit du contexte de la crise.
- Les dépenses de compensation prévues en forte hausse de 21%, bien que le budget soit calculé sur la base des hypothèses « optimistes » et largement dépassées dans le contexte actuel.
- La volonté de mener une politique contracyclique se manifeste à travers la hausse importante prévue des investissements au titre du budget général (annulation du report limité à 30% ultérieurement).
- Le déficit budgétaire demeure quasi-stable

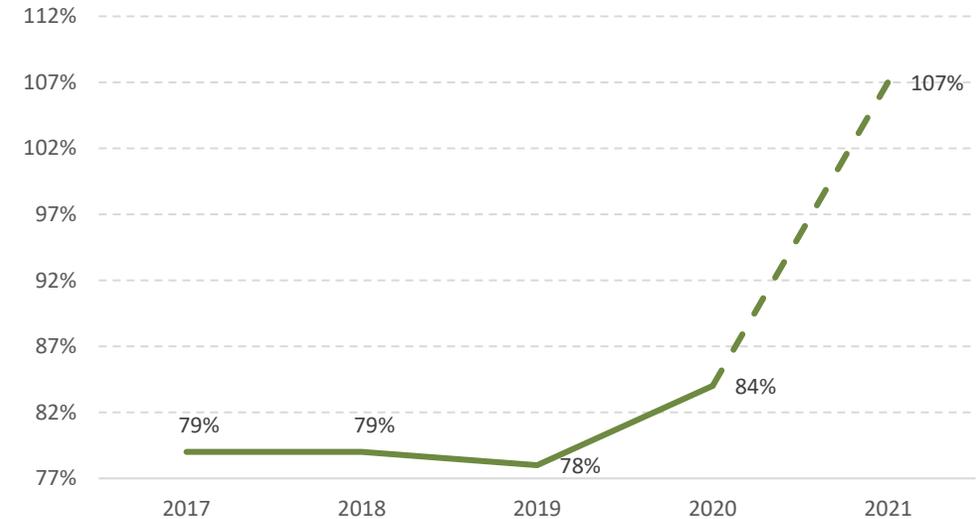
## Hausse historiquement élevée des investissements publics et forte amélioration du taux d'émission:

### Investissements publics prévisionnels (en MrdDH)



- A l'image de l'année écoulée, la Loi de finances 2022 prévoit un effort d'investissement très important provenant des différentes composantes de la sphère publique.
- Un budget de 245 MrdDH: provenant du budget de l'Etat à hauteur de 89 MrdDH (y compris le report d'environ 11 MrdDH de 2021), des EEP avec 92 MrdDH, du Fonds Mohammed VI pour l'investissement pour 45 MrdDH et des collectivités territoriales avec 19 MrdDH.
- La répartition sectorielle des investissements au titre du budget général dévoile la prédominance: du développement des collectivités territoriales, du secteur primaire, de la santé et de l'éducation.

### Taux d'émission des investissements au titre du budget général (en %)



- Hausse importante du taux d'exécution des investissements au titre du budget général.
- Ce taux devrait s'améliorer encore plus en résultat de (i) l'annulation du report de 30% autorisé par la LOF de 2015 et (ii) l'instauration d'un acompte de 10% pour chaque projet d'investissement.

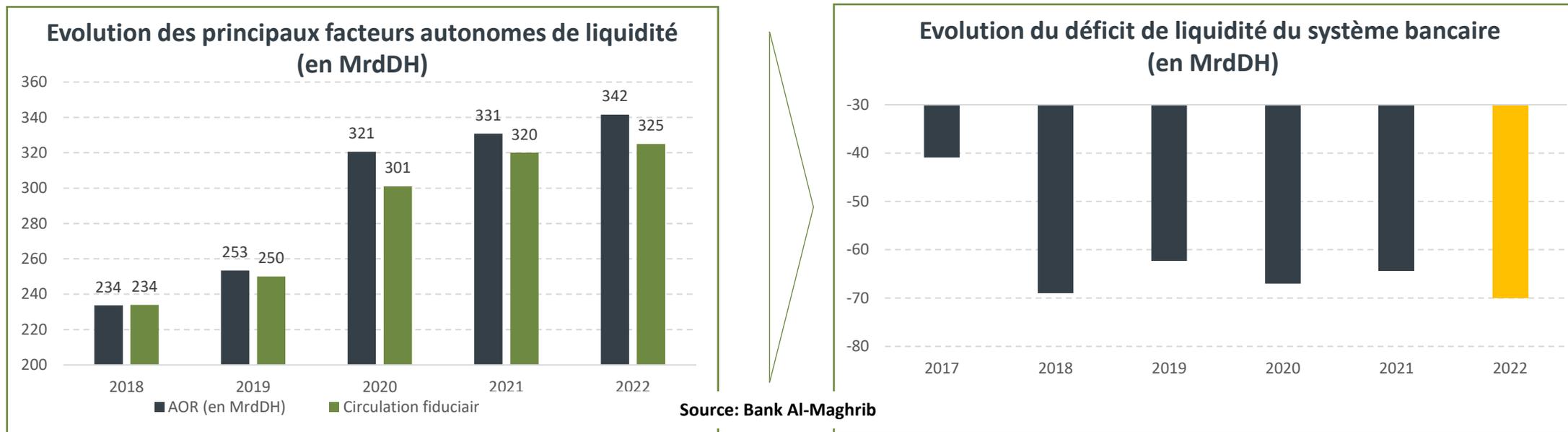
## En résumé:

- La Loi de Finances 2022 regroupe l'ensemble des piliers nécessaires pour la reprise économique post-crise Covid 19.
- Le capital humain du Royaume s'affiche au cœur de ce nouveau projet.
- Les hypothèses de cadrage semblent optimistes pour ce qui concerne l'énergie compte tenu des évolutions récentes et des perspectives des marchés internationaux
- L'Etat renforce l'effort d'investissement dans le cadre de sa stratégie de relance contracyclique...
- Toutefois, l'exécution de ce nouveau projet devrait faire face à trois zones de risque:
  - (i) Des recettes fiscales prévues en forte hausse malgré la conjoncture difficile en 2022.
  - (ii) Des engagements importants aussi bien de fonctionnement que d'investissement.
  - (ii) Le rétrécissement des conditions de financement en monnaie étrangère.

**Cadre monétaire stable et marchés des taux sous  
pression**

**07**

## Un cadre monétaire globalement stable en 2022 (1/3):



Selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, le déficit de liquidité devrait s'accroître légèrement en 2022 pour atteindre -64,9 MrdDH à la fin de l'année, et ce en résultat de:

- La poursuite de la hausse atténuée de la circulation fiduciaire de + 15 MrdDH/an.
- La hausse des réserves de change de 11 MrdDH comparativement à fin 2021.

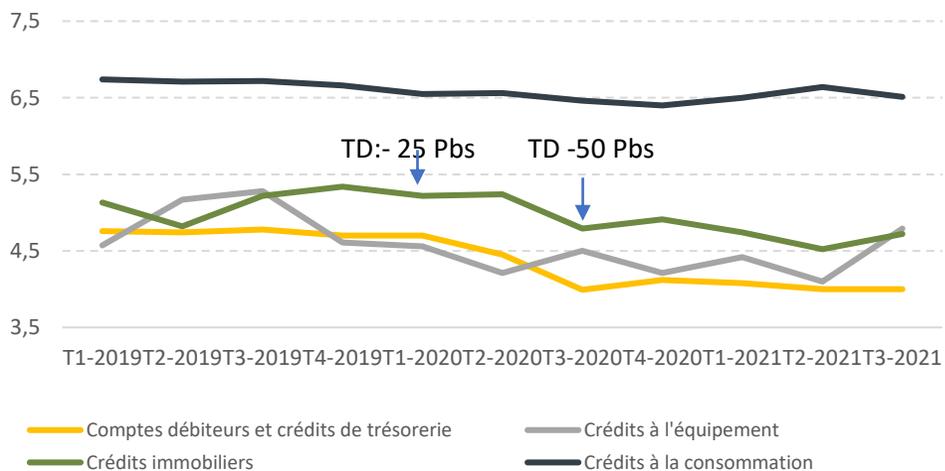
Marché interbancaire en équilibre grâce à la politique monétaire accommodante de Bank Al-Maghrib qui devrait:

- (i) garder sa stratégie d'implémentation du besoin de liquidité bancaire principalement à travers les instruments à long terme (prêts garantis à long terme et pensions livrées à long terme) et
- (ii) continuer à satisfaire la totalité de la demande des banques lors des appels d'offre à 7 jours.

## Un cadre monétaire globalement stable en 2022 (2/3):

### Evolution des taux débiteurs moyens par catégorie de crédit (en %)

Var T3-2020 et T3-2021: Transmission complète pour les crédits de trésorerie **-78 Pbs** et partielle pour les autres catégories avec: **-50 Pbs pour l'immobilier**, **-49 Pbs pour l'équipement** et seulement **-21 Pbs pour la consommation**.



Source: Bank Al-Maghrib

### Evolution des crédits bancaires au secteur non financier (en % en GA)

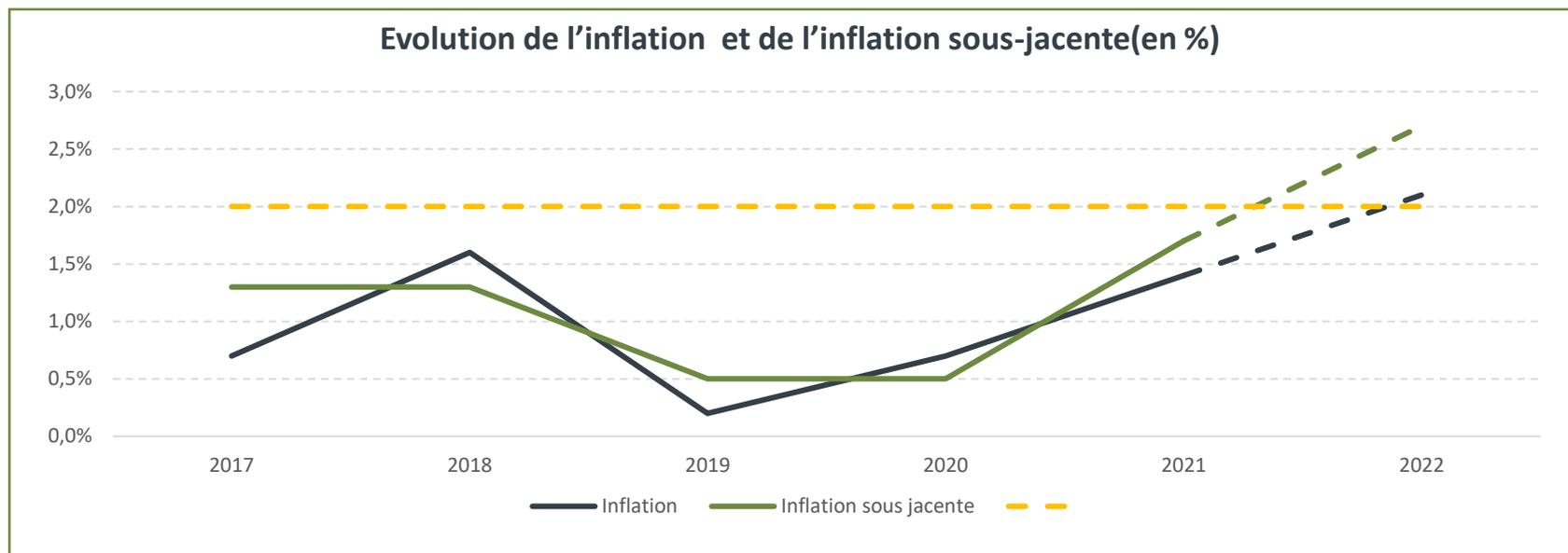


Transmission incomplète du canal taux

Transmission incomplète du canal crédit

La transmission de la politique monétaire expansionniste de Bank Al-Maghrib, adoptée en 2020, demeure incomplète comme l'illustre aussi bien l'évolution des taux débiteurs que la faible reprise des crédits aux entreprises non financière.

## Un cadre monétaire globalement stable en 2022(3/3):

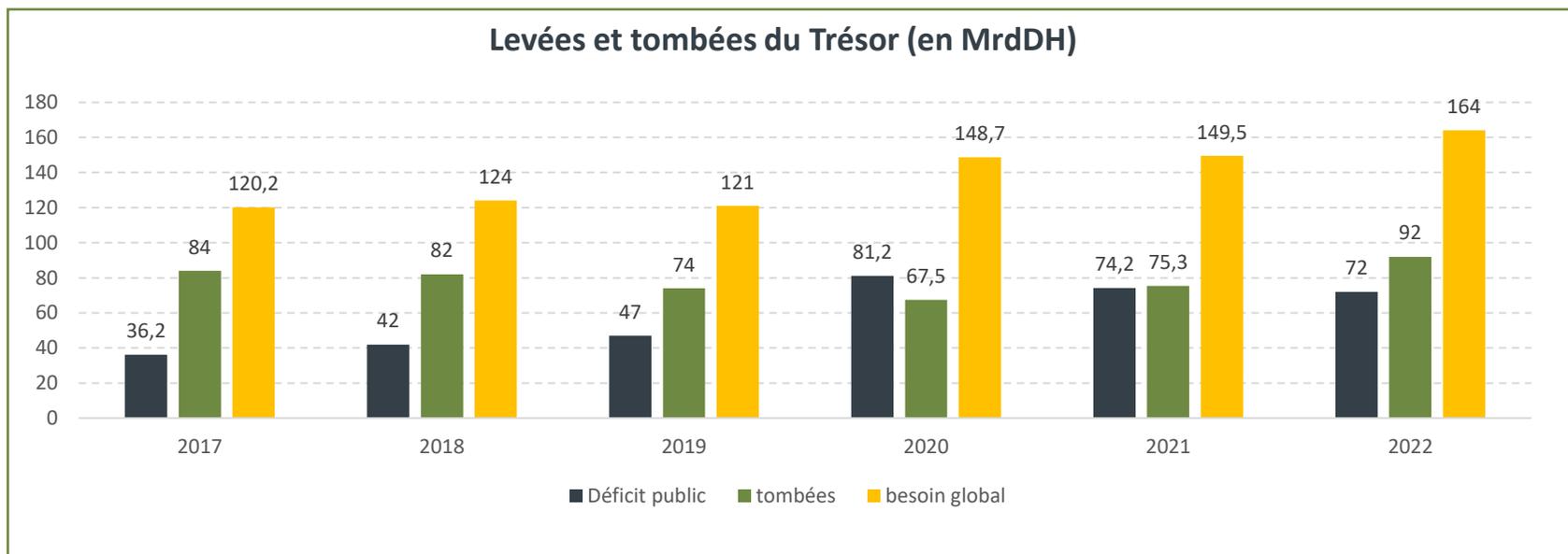


Source: HCP et prévisions de Bank Al-Maghrib

- En dépit de la hausse prévue de l'inflation en 2022, ses origines n'émanent pas d'une hausse de la demande (inflation de demande) ou de la création monétaire (inflation monétaire), mais plutôt de la composante importée, du renchérissement des coûts des matières premières et énergétiques et d'un choc d'offre sur les produits alimentaires frais en résultat de la mauvaise campagne agricole 2021/2022.
- Par conséquent, une hausse des taux par Bank Al-Maghrib ne devrait pas éviter ce dérapage à la hausse qui pourrait se limiter à l'année 2022.

Nous pensons que le cadre monétaire devrait rester stable en 2022 avec un taux directeur à 1,50%

## Des Besoins prévisionnels du Trésor en légère hausse en 2022:



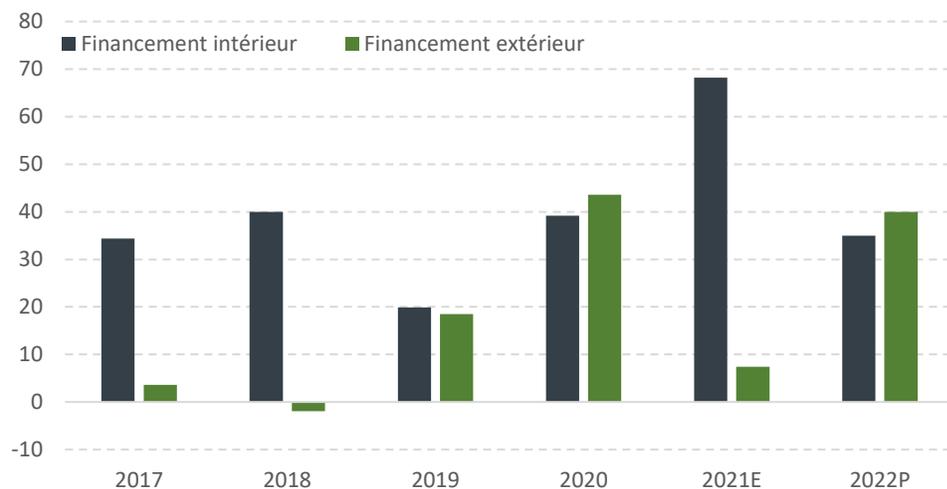
Source: Ministère de l'économie et des finances et calculs CDG Capital Insight

- Un besoin prévisionnel du Trésor public historiquement élevé en 2022;
- Des tombées prévues en hausse importante de + 17 MrdDH;
- Ce besoin sera atténué par (i) le recours aux opérations d'échanges et (ii) en partie financé par d'autres ressources que les BDT (une sortie de 40 MrdDH prévue en 2022).

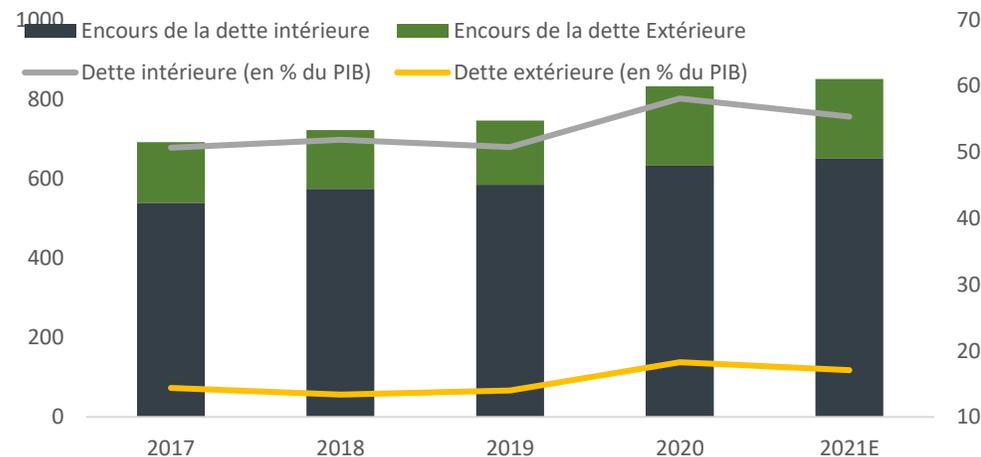
Le marché des bons du Trésor devrait rester globalement stable en 2022

## Un recours important prévu pour le financement extérieur à hauteur de 40 MrdDH:

### Financement du Trésor par année (en MrdDH)



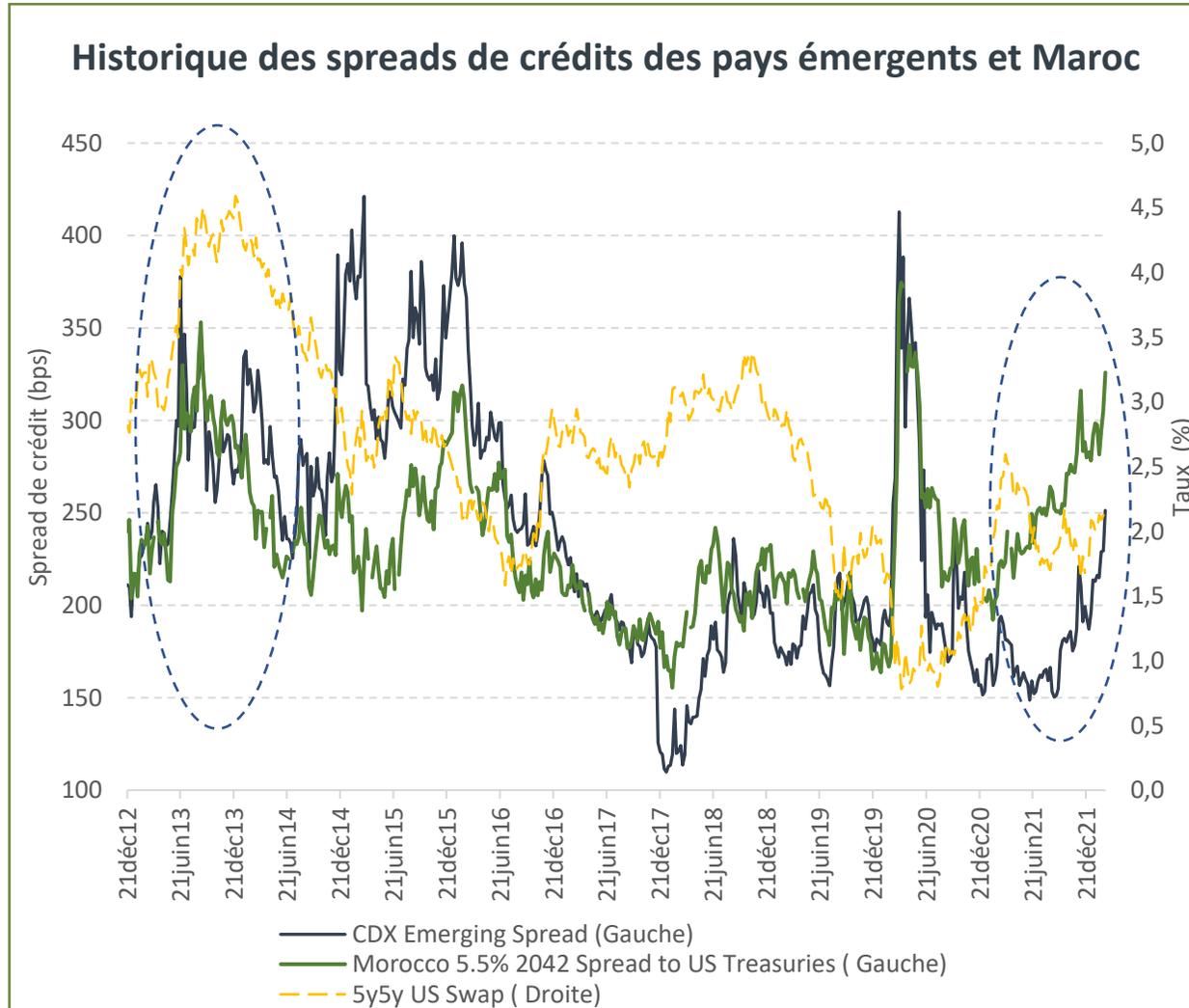
### Encours de la dette du Trésor (en MrdDH et en % du PIB)



Source: Ministère de l'économie et des finances et calculs CDG Capital Insight

- Suite au déclenchement de la pandémie covid19, le Gouvernement a changé sa stratégie de couverture du déficit public à travers un recours plus important au financement extérieur dans un double objectif: (i) alléger la pression sur le marché intérieur et (ii) renforcer les réserves de change.
- Ainsi, en 2020, le besoin de financement, qui a doublé pour passer à 83 MrdDH, a été couvert à hauteur de 53% par les ressources externes.
- Dans ce contexte, l'encours de l'endettement extérieur est passé de 14% du PIB en 2019 à 18,3% en 2020, et ce avant de reculer légèrement à 17,1% en 2021 grâce à la réalisation d'une croissance économique nominale d'environ 7,7%.

## Le recours au financement extérieur semble entouré d'incertitudes compte tenu du rétrécissement des conditions à l'international (1/2):



Source: Bloomberg, Factset

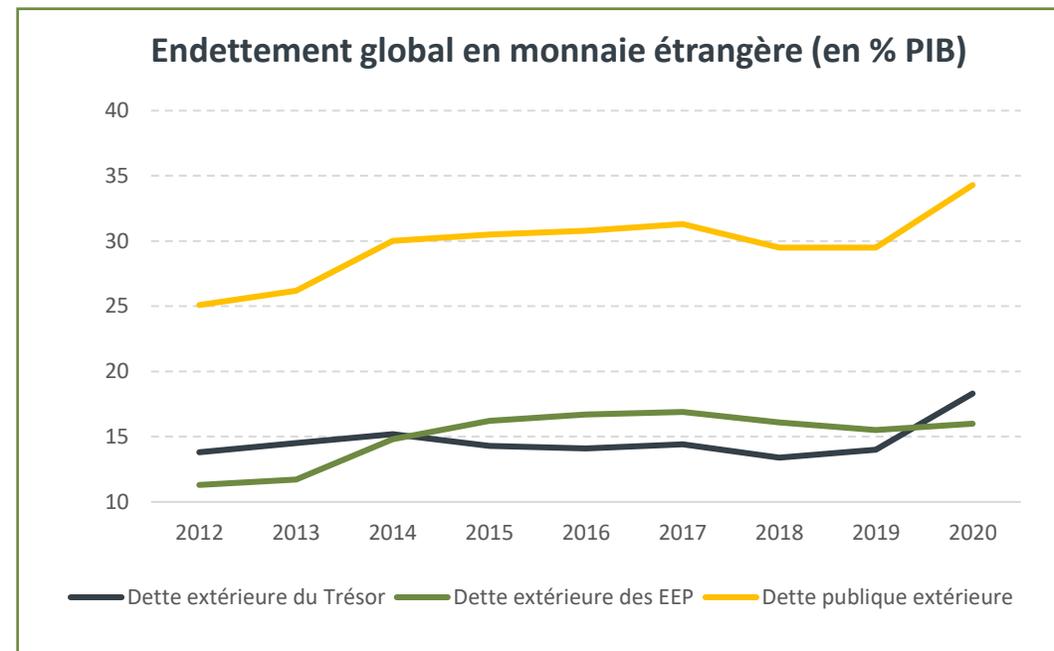
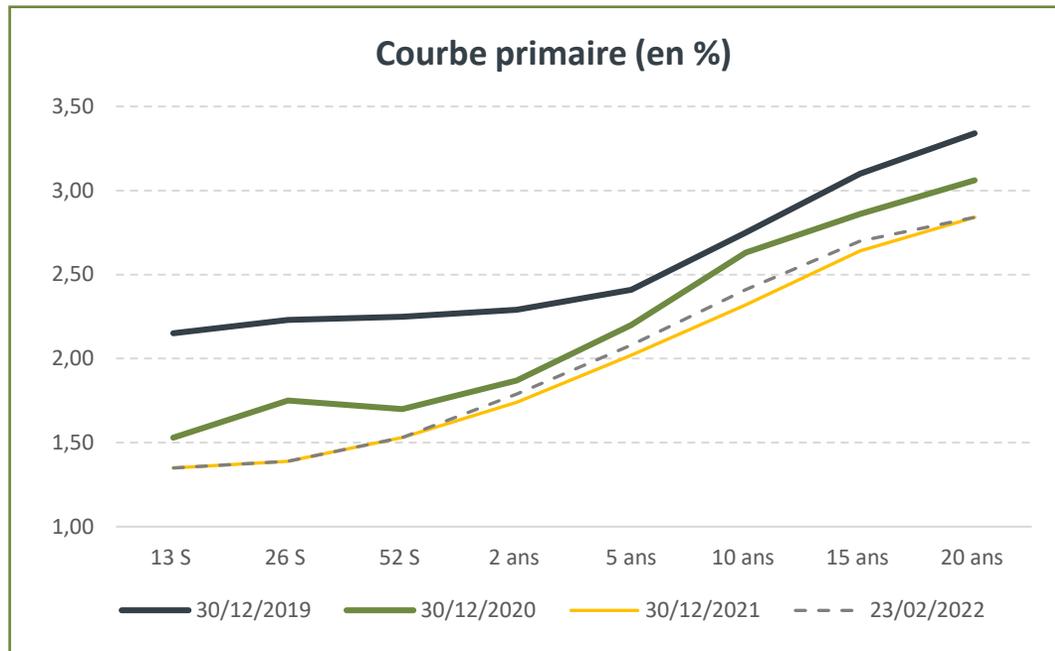
Les conditions de financement à l'international sont devenues plus rigides avec des perspectives défavorables compte tenu de:

(i) l'amorce imminente d'un cycle de taux haussiers aux Etats Unis et la fin des politiques monétaires expansionnistes dans plusieurs pays développés.

(ii) la dégradation de certains équilibres des finances publiques, notamment le niveau du déficit et le taux d'endettement en% du PIB, notamment en monnaie étrangère pour le cas du Maroc.

...induisant ainsi un appétit moindre des investisseurs internationaux pour de la dette des pays émergents et en développement.

## Le recours au financement extérieur semble entouré d'incertitudes compte tenu du rétrécissement des conditions à l'international (2/2):



- En dépit de la légère hausse des taux enregistrée sur le marché intérieur au cours des premiers mois de l'année 2021, les taux demeurent à des niveaux historiquement bas.
- Après les deux sorties du Trésor à l'international enregistrée en 2020, l'endettement de l'Etat en monnaie étrangère en % du PIB a augmenté de 4,3%, en glissement annuel, pour s'établir à 18,3%, soit 60% des avoirs officiels de réserves dont le montant avoisine 332 MrdDH à fin février 2022

## Scénario de la courbe des taux en 2022: la stabilité de la courbe est le scénario le plus probable avec une légère pression à la hausse sur les segments moyen et long terme

|                           | Central   | Moins probable  |
|---------------------------|---|---|
| Cadre monétaire           | <b>Stable:</b><br>Taux directeur inchangé<br>Déficit de liquidité en léger creusement, comblé par Bank Al-Maghrib | <b>Restrictive:</b><br>Hausse du taux directeur.<br>Creusement plus que prévu du déficit de liquidité |
| Finances publiques        | Besoin maîtrisé du Trésor public  | Des recettes fiscales moins que prévues   |
| Demande des opérateurs    | Demande des opérateurs en hausse  | Demande des opérateurs stable   |
| Financement International | Exécution partielle du programme de financement à l'international   | Réaliser la sortie à l'international pour couvrir 50% du besoin global de financement                 |
| Scénarii                  | <i>Stabilité de la partie courte de la courbe et une légère hausse des segments moyen et long terme</i>           | <i>Hausse de l'ensemble des segments de la courbe des taux</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.benjdy@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