

# Rétrospectives T3.2017

Environnement des Affaires

Marchés Obligataire & Monétaire

[Empty rectangular box]

[Empty rectangular box]

[Empty rectangular box]

**Mediafinance – Groupe Banque Centrale Populaire**

27, Bd Moulay YOUSSEF – Casablanca 20060

[www.mediafinance.ma](http://www.mediafinance.ma)

Au terme de T3.2017, l'activité nationale a affiché une croissance relativement soutenue, tirée à la fois par ...

### La poursuite de l'accélération de la croissance économique mondiale

En effet, l'Economie américaine poursuit son expansion, sous l'effet de l'amélioration de la consommation des ménages, des marchés boursier, de l'immobilier et de l'emploi ; et ce malgré quelques perturbations causées par l'ouragan Hervey qui auraient principalement touché la production industrielle.

Dans la zone euro, la croissance, généralisée pour tous les principaux pays membres, s'est renforcée et a été tirée par la reprise de l'investissement en construction et en équipement et du renforcement de la consommation privée. Néanmoins, les perspectives de croissance restent entourées de certaines incertitudes, liées notamment aux négociations sur le Brexit et à la politique économique américaine.

Les émergentes poursuivent leur croissance, tirant profit du redressement du commerce mondial et des prix des matières premières et de la relance de la consommation des ménages.

Pays Avancés : Croissance PIB (%)			
	2016	2017	2018
Etats-Unis	1,50	2,20	2,30
Zone euro	1,80	2,10	1,90
Royaume-Uni	1,80	1,70	1,50
Japon	1,00	1,50	0,70

Source: FMI

...une demande intérieure dynamique et...

Bénéficiant d'une détente des prix, la consommation domestique a poursuivi son redressement et a profité, en grande partie, aux produits locaux. Dans l'ensemble, et en volume, les dépenses de consommation des ménages se seraient accrues de 4,5% (Vs. +3,5% en 2016), contribuant pour environ +2,7 points à la croissance globale du PIB. Dans le même registre, l'investissement a décéléré pour se situer à environ 2,8% (Vs. 10,9% en 2016) contribuant ainsi pour près de +0,8% à la croissance du PIB.

...une demande mondiale en en continuelle amélioration.

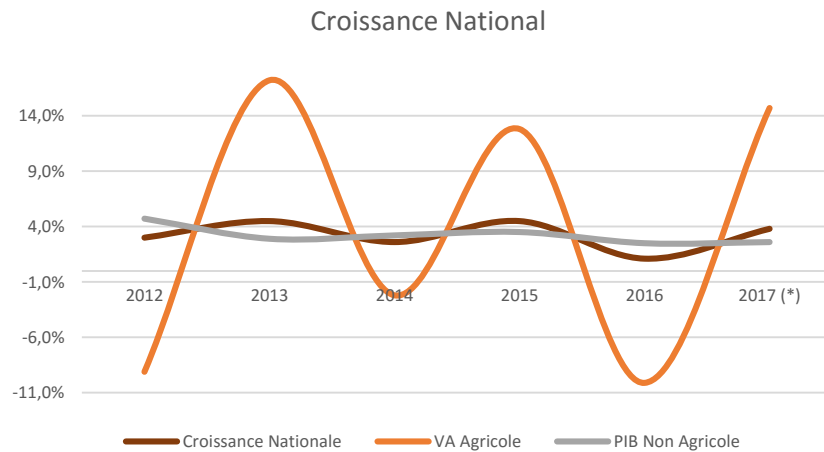
De son côté, la demande mondiale adressée au Maroc se serait affermie de 6,2%, en glissement annuel, sous l'effet de la relance des importations des pays émergents qui auraient soutenu le commerce mondial de biens.

Une évolution favorable des indicateurs sectoriels malgré le ralentissement des secteurs de la Pêche et des BTP....

Selon les chiffres du HCP, au terme du T3.2017 et après une année 2016 morose, la valeur ajoutée du secteur agricole s'est accrue de 14,7% au lieu d'une régression de 13,6% une année plus tôt. Hors agriculture, la valeur ajoutée aurait affiché une hausse de 2,6%, tirée notamment par l'augmentation de 2,5% des activités tertiaires, en liaison avec la progression des activités du commerce et de transport et la poursuite du dynamisme des activités touristiques. Le secteur secondaire aurait contribué pour +0,7 point à la croissance du PIB, au lieu de +1,2 point pour le tertiaire.

En revanche, la plus forte décélération a concerné le secteur de la pêche avec une valeur ajoutée en repli de 3,2% en variation annuelle. Les secteurs du BTP ont suivi la même tendance, enregistrant une baisse de 1% contre une hausse de 1,2% une année auparavant.

...Ainsi, l'économie nationale aurait progressé de 3,8% (Vs 1,3% en T3.2016) et se situerait aux environs de 3,9% en glissement annuel (Vs. 1% en 2016).

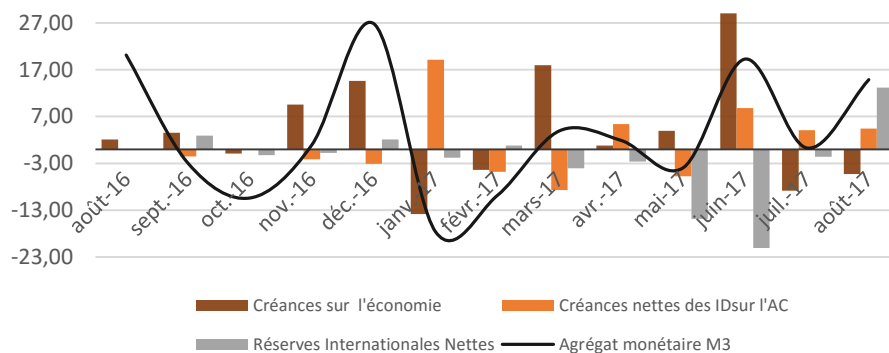


Source : HCP

Le rythme de financement de l'économie toujours en accélération...

Selon les chiffres de Bank AL MAGHRIB et au terme du mois de septembre 2017, l'agrégat de monnaie M3 a augmenté de 0,4% à 1,243MMDH par rapport au mois précédent et s'apprécie de 5,3% en glissement annuel.

S'agissant des contreparties de M3 et en glissement mensuel, les réserves internationales nettes se sont améliorées de 2,8% à 223,3MMDH et les créances nettes sur l'administration centrale ont régressé de 0,5% à 164MMDH. Pour sa part, le crédit bancaire a progressé de 0,4% en variation mensuelle et de 4,5% en variation annuelle, à 830MMDH



Source : BAM

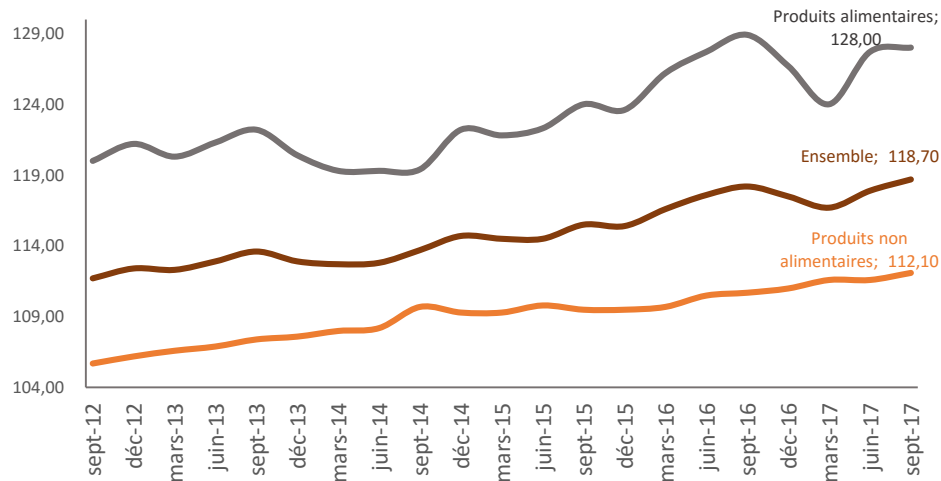
Les prix à la consommation se sont stabilisés...

A fin Septembre 2017, l'Indice des Prix à la Consommation -IPC- affiche une hausse de 0,8% en glissement annuel.

Cette variation s'explique par :

- l'accroissement de 1,5% de l'indice des produits alimentaires ;
- et, l'augmentation de 0,4% de celui des produits non alimentaires.

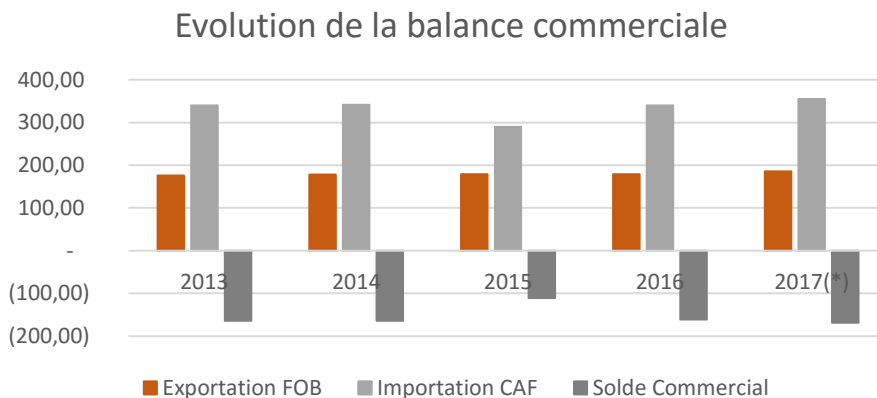
Dans ce contexte, l'indicateur d'inflation sous-jacente enregistre une évolution mensuelle de 0,5% et 1,0% sur une année glissante.



Source : HCP

Du côté de la balance commerciale, le déficit commercial ne cesse de se dégrader...

Concernant le solde de la balance commerciale à fin septembre 2017, les exportations ont augmenté de 13,3MMDH ou 8,1%. Toutefois leur rythme de croissance reste inférieur à celui des importations de 17,1MMDH ou 5,7%, creusant ainsi le déficit commercial de 2,8% par rapport à la même période de l'année 2016, pour s'établir à 140,2MMDH. Ainsi, le taux de couverture est passé de 54,7% à 55,9%, soit une hausse de 1,2 point.



Source : OC

En effet, durant le premier mois de l'année 2017, les exportations ont totalisé 178,1MMDH, résultat d'une dynamique des exportations de la quasi-totalité des secteurs. De leur côté, les importations ont enregistré une hausse de 5,7%, totalisant un montant de 318,3MMDH, principalement due à l'augmentation des importations des produits énergétiques de 27,8% ou 11MMDH (+64% de la hausse totale), et des produits bruts de 14% ou 15,1MMDH.

...les flux des IDE continuent sur leur trend haussier....

S'agissant des flux de devises, les recettes de voyages se seraient progressivement améliorées au T3. 2017 de 4,8% à 53,9MMDH, les transferts des MRE ont, pour leur part, augmenté de 2,7% à 44,1MMDH.

5

Par ailleurs, les flux des IDE au Maroc poursuivent leur dynamisme, progressant de 31,9%, recouvrant un recul des dépenses (-53,3% à 3,9MMDH) conjugué à une légère reprise des recettes (+1% à 23,5MMDH).

Echanges Extérieurs (MMDH)	2017 (*)	2016	var
<b>IMPORTATIONS</b>	<b>355 742</b>	<b>336 568</b>	<b>5,70%</b>
Produits alimentaires	35 303	36 342	-2,86%
Produits énergétiques	56 565	44 122	28,20%
Biens d'équipement	83 887	83 911	-0,03%
Produits finis de consommation	83 929	80 720	3,98%
<b>EXPORTATIONS</b>	<b>201 358</b>	<b>184 303</b>	<b>9,25%</b>
Phosphates & dérivés	36 466	32 673	11,61%
Textile & Cuir	31 481	29 529	6,61%
Agriculture & agro-alimentaire	42 785	39 056	9,55%
Automobile	47 490	45 000	5,53%
Electronique	7 564	7 208	4,94%
Aéronautique	8 789	7 600	15,64%
<b>Solde commercial</b>	<b>-154 384</b>	<b>-152 265</b>	<b>1,39%</b>
<b>Taux de couverture commercial (%)</b>	<b>56,6</b>	<b>55</b>	<b>3,28%</b>
<b>Recettes MRE</b>	<b>54 862</b>	<b>53 461</b>	<b>2,62%</b>
<b>Recettes voyages</b>	<b>59 107</b>	<b>56 113</b>	<b>5,34%</b>
<b>Recettes IDE</b>	<b>25 707</b>	<b>30 105</b>	<b>-14,61%</b>

Source : OC

Enfin, les finances publiques se seraient favorablement orientées, sur un fond d'atténuation du déficit budgétaire...

La situation des charges et ressources du Trésor à fin Septembre 2017 demeure marquée par l'allègement du déficit budgétaire pour se situer à 20,6MMDH, soit une atténuation de 12% ou de 2,7MMDH par rapport à fin septembre 2016.

...à l'exception  
des charges de  
compensation  
...

Charges & Ressources du Trésor (Hors TVA des CL) MDH	2017 (*)	2016 (*)	var
<b>RECETTES ORDINAIRES</b>	<b>165 148</b>	<b>158 384</b>	<b>4%</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>151 367</b>	<b>142 773</b>	<b>6%</b>
Impôts directs	70 720	64 640	9%
Impôts indirects	61 827	59 054	5%
Droits de douane	6 406	6 935	-8%
Droits d'enregistrement & de timbre	12 414	12 144	2%
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>13 781</b>	<b>15 611</b>	<b>-12%</b>
Monopoles & participations	6 207	6 891	-10%
Domaines	245	211	16%
Autres recettes	7 329	8 509	-14%
<b>DEPENSES ORDINAIRES</b>	<b>153 194</b>	<b>148 696</b>	<b>3%</b>
<b>Biens &amp; services</b>	<b>122 130</b>	<b>121 252</b>	<b>1%</b>
Personnel	78 350	78 397	0%
Autres biens & services	43 780	42 855	2%
<b>Intérêts de la dette</b>	<b>21 218</b>	<b>22 059</b>	<b>-4%</b>
Intérieure	18 995	19 848	-4%
Extérieure	2 223	2 211	1%
<b>Compensation</b>	<b>9 846</b>	<b>5 385</b>	<b>83%</b>
<b>INVESTISSEMENT</b>	<b>41 995</b>	<b>43 074</b>	<b>-3%</b>
<b>SOLDE DES CST</b>	<b>8 499</b>	<b>9 085</b>	<b>-6%</b>
<b>DEFICIT/EXCEDENT GLOBAL</b>	<b>-20 642</b>	<b>-23 334</b>	<b>-12%</b>

Source: TGR

(\*) Chiffres à fin Septembre

En effet, et en termes d'évolution, les recettes fiscales – qui sont la principale composante des recettes ordinaires - ont atteint 151,4MMDH, en hausse de 6% en glissement annuel.

Les recettes  
ordinaires ont  
augmenté à un  
rythme  
inférieur à celui  
des dépenses  
ordinaires ...

Cette évolution découle essentiellement de la bonne performance des recettes des impôts directs (+9,4%), de celles des impôts indirects (+4,7%) et de celles d'enregistrement et de timbres (+2,2%), ce qui a largement compensé la baisse accusée au titre des droits de douane (-7,6%).

...ces dernières  
ont été  
pénalisées par  
la flambée des  
charges de  
compensation  
...

Les dépenses ordinaires se sont raffermies de 3% par rapport à fin Septembre 2016 sous l'effet de la hausse de l'enveloppe de compensation. Cette dernière a atteint 9,8MMDH, en progression de 82,8% en glissement annuel.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont atteint 41,9MMDH contre 43MMDH au titre de la même période de l'année 2016, soit une baisse de 2,5%.

## Marché monétaire

Le déficit de liquidité du système bancaire s'est dégradé...

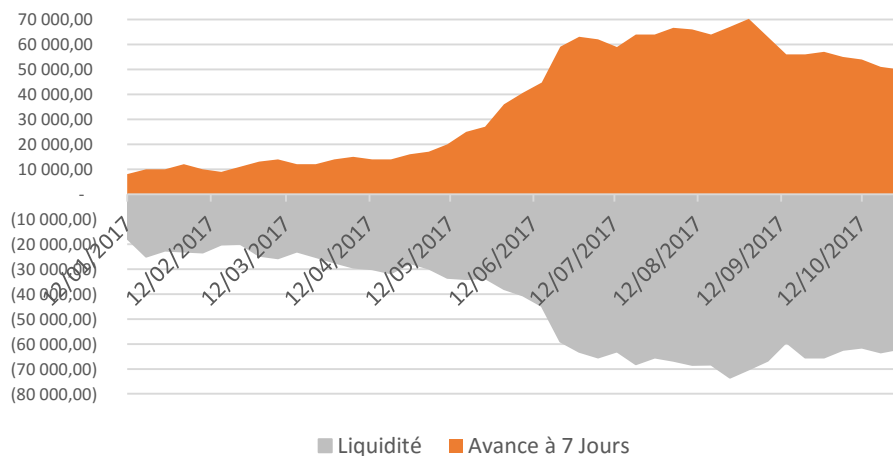
Notons que globalement le besoin de liquidité des banques aurait continué de se creuser, d'un trimestre à un autre, sous l'effet du repli de 11,7% des réserves internationales nettes de la Banque Centrale à fin septembre. A l'origine de cette évolution, les achats massifs des devises sur le marché de change par les banques commerciales, à la veille de la migration vers la flexibilité du régime de change.

De son côté, Bank Al Maghrib poursuit sa politique monétaire accommodante grâce à une présence continue à travers les avances à 7 jours...

Afin de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires, Bank Al Maghrib a poursuivi sa politique de régulation à travers le canal des avances à 7 jours en augmentant le volume de ses interventions par l'injection de la liquidité, dont le volume moyen s'est établi à 62,7MMDH, après 30,1MMDH au deuxième trimestre 2017 et 11,2MMDH au premier trimestre 2017, face à une demande qui s'est inscrite en hausse (en moyenne 66,6MMDH après 38,1MMDH au T2-17 et 23,2MMDH au T1-17).

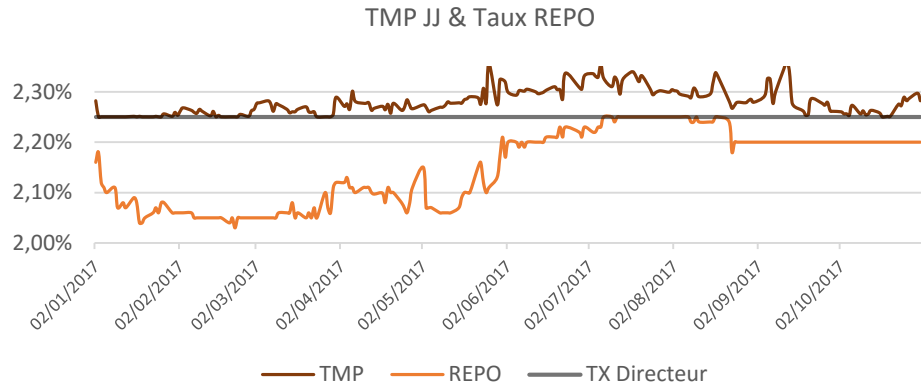
La Banque Centrale est intervenue, également, à travers les opérations de prêts garantis à 1 an au titre du programme de soutien au financement des TPME dont l'encours s'est établi à 5,8MMDH à fin septembre 2017 après 4,5MMDH à fin juin 2017.

### Interventions Bank AL MAGHRIB



Les taux monétaires se sont inscrits en légère hausse au T3.2017

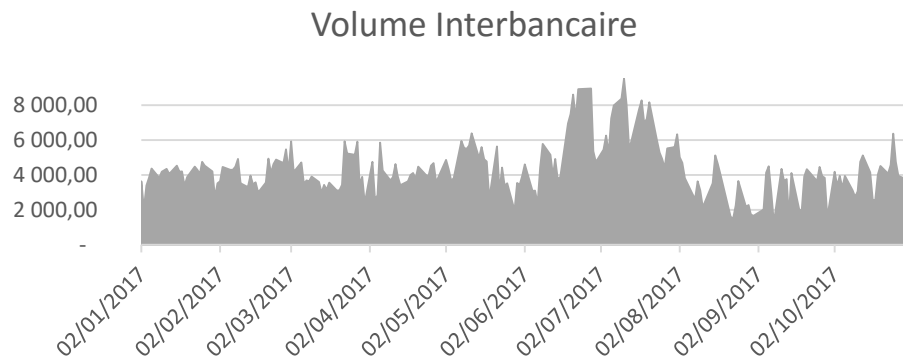
Les taux monétaires ont poursuivi leur tendance haussière, sous l'effet de l'état de sous liquidité du marché, en oscillant dans une fourchette comprise entre 2,25% et 2,36%. En moyenne, le TMP interbancaire s'est établi à 2,30%, enregistrant une légère hausse de 1 point de base comparativement au T2.2017. De son côté, la volatilité du taux interbancaire s'est établie à 2,5 points de base, soit quasiment le même niveau enregistré le trimestre précédent (2,4 points).



Source : BAM

Le volume moyen des transactions a reculé de 3,8% d'un trimestre à un autre....

S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il a reculé, en glissement trimestriel, de 3,8% pour s'établir à 4,4MMDH.



Source : BAM



### Tendance à la hausse des taux obligataires en T3.2017

Le marché obligataire a entamé l'année 2017 avec une hausse des taux sur l'ensemble de la courbe. Cette tendance survient après un mouvement baissier vers la fin de T3.2016 qui s'est inversé vers la fin d'année 2016.

Après une baisse en T3.2016, les taux obligataires se corrigent à la hausse à partir de T4.2016...

Par ailleurs, le début de l'année 2017 a été marqué par un fort recours du Trésor au financement intérieur. En effet, le montant des levées nettes sur les trois premiers mois de l'année s'est établi à 13,8MMDH contre un désendettement de 25,2MMDH. Dans un tel contexte, les investisseurs ont redoublé de prudence dès le début de l'année en impactant leurs anticipations haussières sur les rendements obligataires.

...une hausse consécutive au recours massif du Trésor au marché primaire

Dans un contexte marqué par une absence de visibilité, le marché primaire a exercé une pression à la hausse sur les taux obligataires, accentuant ainsi leur ascension. A fin Mars 2017, les taux obligataires primaires ont connu des hausses comprises entre 2 et 19 Pbs.

### Inversement de tendance des taux obligataires, avec une phase d'essoufflement vers la fin de T2.2017, avec une baisse sur les segments Court et Moyen Terme

Après un mois de stabilité, les taux obligataires amorcent un mouvement baissier...

La tendance haussière entamée depuis le début de l'année s'essouffle à partir du mois d'avril. Cet essoufflement est favorisé essentiellement par le ralentissement des levées nettes du Trésor qui ont été positives de 5,3MMDH contre 13,8MMDH le trimestre précédent, soit une baisse de 61,3%.

... sous l'effet du repli inopiné des réserves internationales nettes .....

A la veille de la migration vers la flexibilité du régime de change et dans un contexte marqué par un état de sous-liquidité combinée à la hausse du recours du Trésor au marché des adjudications au T3.2017, Les taux primaires des bons du Trésor au titre du troisième trimestre 2017, comparativement au deuxième trimestre 2017, ont enregistré des hausses comprises entre 5 et 10 points de base en moyenne, à l'exception du taux des bons à 15 ans qui a stagné à 3,87%.

Sur l'ensemble de l'année, les taux obligataires enregistrent une hausse sur toute la courbe...

A fin Octobre 2017, et au vu des tendances enregistrées sur les différentes maturités, la courbe des taux fait ressortir une hausse généralisée sur toute la courbe, des hausses qui varient entre 2 et 51 Pbs.

COURBE PRIMAIRE			
	oct-17	déc-16	Variation
13 Semaines	2,14%	2,10%	4
26 Semaines	2,19%	2,15%	4
52 Semaines	2,28%	2,29%	0
2 Ans	2,42%	2,45%	-3
5 Ans	2,76%	2,74%	2
10 Ans	3,30%	3,08%	22
15 Ans	3,68%	3,22%	46
20 Ans	4,00%	3,48%	51
30 Ans	4,42%	4,93%	-51

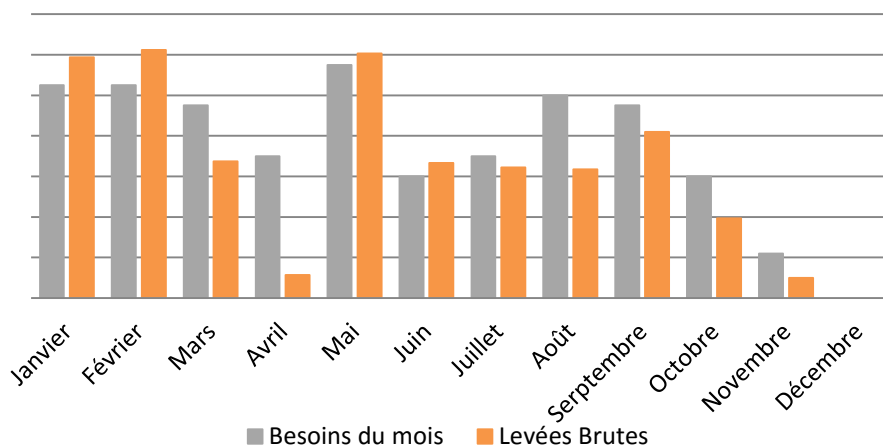
### Forte hausse des levées du Trésor sur le marché des adjudications

Hausse des levées brutes du Trésor sur le marché primaire par rapport à 2016...

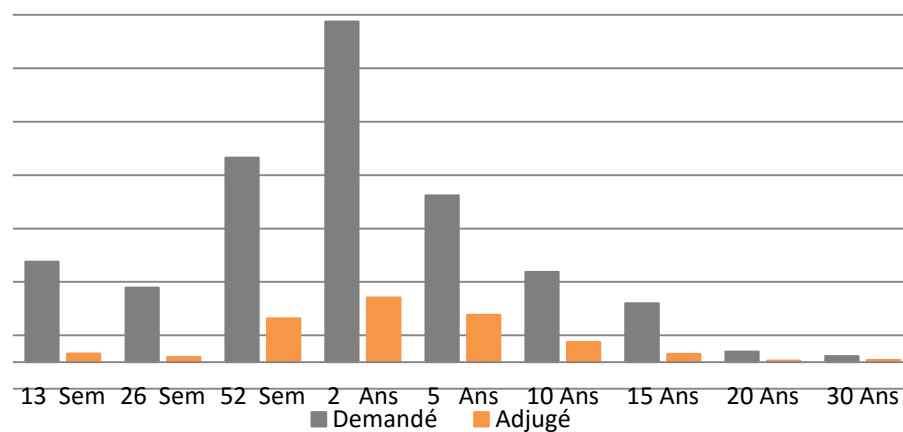
Le recours du Trésor au marché primaire s'est intensifié au terme des neuf premiers mois de l'année 2017 pour s'établir à 95,9MMDH, soit une hausse de 16,6% par rapport à fin Septembre 2016.

S'agissant des remboursements du Trésor, ils ressortent à 26,4MMDH sur l'année. De ce fait, les levées nettes du Trésor ont totalisé 6,7MMDH contre 5,3MMDH en T2.2017 soit une hausse de 24,8%.

#### Besoins vs Levées 2017



#### Demande vs Levées 2017



Le volume des transactions fermes enregistre une hausse importante en 2017...

Comparé à l'année précédente, le volume des transaction fermes a progressé de 42% pour s'établir à 204MMDH contre 144MMDH au terme de dix premiers mois de l'année 2016. Cette tendance s'explique essentiellement par (1) une hausse des émissions en bons du Trésor, stimulant ainsi le dynamisme du marché de l'occasion, (2) une progression de la demande émanant des OPCVM et (3) la multiplication des opérations d'aller/retour et d'interfonds.

L'analyse de la structure des échanges sur le marché secondaire fait ressortir une prédominance des maturités courtes

Au même titre que l'année 2016, le marché secondaire des bons du Trésor se caractérise en 2017 par une prédominance des transactions sur le court terme. En effet, celles-ci représentent 46% du volume total échangé. Quant aux transactions sur les maturités moyennes et longues, celles-ci représentent respectivement 31% et 22%.

Compte tenu d'une situation macro-économique favorable, combinée à une baisse des tombées prévues durant T4.2017 ainsi qu'une amélioration des conditions monétaires, une stabilisation des taux obligataires, voir une correction à la baisse, pour le restant de l'année 2017 semble la plus plausible.

Ainsi, les taux obligataires à fin 2017 devraient converger vers notre scénario central :

	29/09/2017	Scénario Central
13 Semaines	2,19%	2,15%
26 Semaines	2,23%	2,25%
52 Semaines	2,30%	2,30%
2 Ans	2,44%	2,40%
5 Ans	2,78%	2,75%
10 Ans	3,22%	3,20%
15 Ans	3,77%	3,65%
30 Ans	4,41%	4,40%