

Royaume du Maroc



Projet de Loi de Finances  
pour l'année budgétaire  
2020



RAPPORT SUR LA DETTE  
PUBLIQUE



# RAPPORT SUR LA DETTE PUBLIQUE





## LISTE DES ABRÉVIATIONS

ACAPS	: Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale
ADM	: Autoroutes du Maroc
AMMC	: Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
ASFIM	: Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BDT	: Bons du Trésor
BEI	: Banque Européenne d'Investissement
BERD	: Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement
BID	: Banque Islamique de Développement
BIRD	: Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement
BOJ	: Banque Centrale du Japon
CCT	: Compte Courant du Trésor
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CT	: Court terme
CTs	: Collectivités Territoriales
DH	: Dirham Marocain
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
DTS	: Droits de Tirage Spéciaux
DVM	: Durée de vie moyenne
EEPs	: Établissements et Entreprises Publics
EMBI+	: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Économique et Social
FED	: Réserve Fédérale Américaine

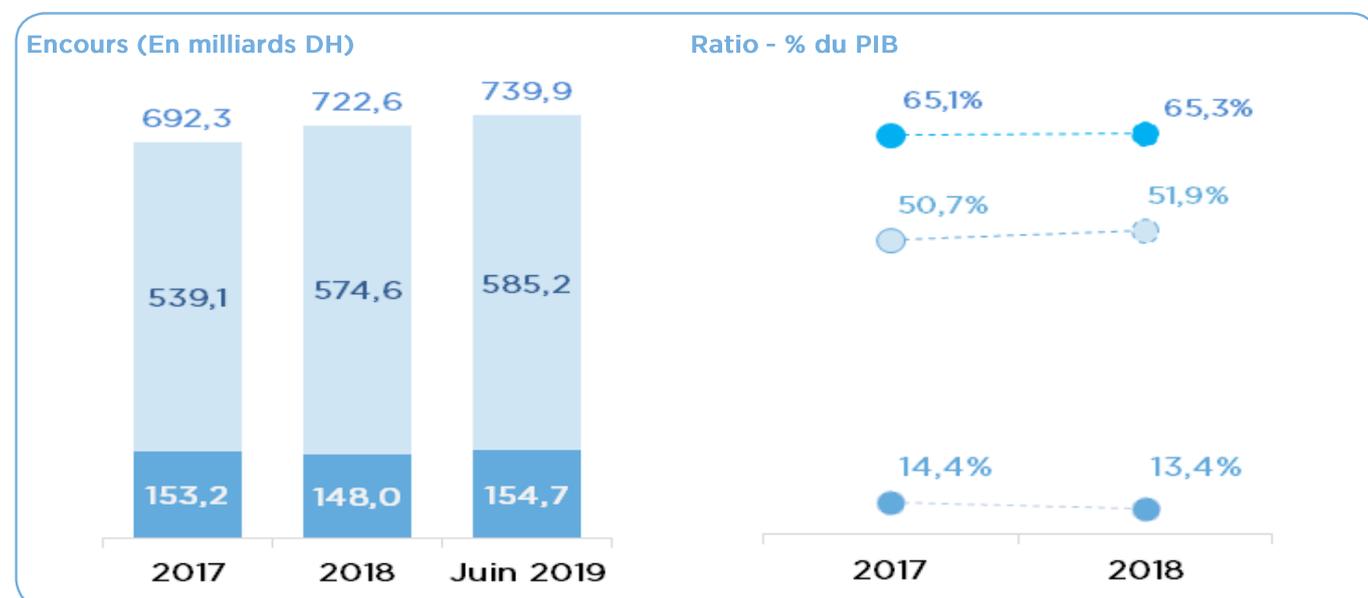
<b>FMA</b>	: Fonds Monétaire Arabe
<b>FMI</b>	: Fonds Monétaire International
<b>ISIN</b>	: International Securities Identification Numbers
<b>IUP</b>	: Institutions d'Utilité Publique
<b>IVT</b>	: Intermédiaire en Valeurs du Trésor
<b>LT</b>	: Long terme
<b>MASEN</b>	: Moroccan Agency For Sustainable Energy
<b>MAVT</b>	: Marché des Adjudications des Valeurs du Trésor
<b>MENA</b>	: Moyen-Orient et Afrique du Nord
<b>MFI</b>	: Marché Financier International
<b>MLT</b>	: Moyen et long termes
<b>MT</b>	: Moyen terme
<b>OCP</b>	: Office Chérifien des Phosphates
<b>ONCF</b>	: Office National des Chemins de Fer
<b>ONEE</b>	: Office National de l'Électricité et de l'Eau Potable
<b>OPCVM</b>	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>pb</b>	: Point de base (1 pb = 0,01%)
<b>PIB</b>	: Produit Intérieur Brut
<b>RAM</b>	: Royal Air Maroc
<b>RCBP</b>	: Recettes Courantes de la Balance des Paiements
<b>RO</b>	: Recettes Ordinaires Hors TVA des CTs
<b>S&amp;P</b>	: Standard & Poor's
<b>TCT</b>	: Très court terme
<b>TM2</b>	: Tanger Med 2
<b>TMP</b>	: Taux moyen pondéré
<b>TMPA</b>	: Tanger Med Port Authority
<b>TVA</b>	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
<b>UE</b>	: Union Européenne

Les objectifs fondamentaux de la stratégie de gestion de la dette marocaine consistent à assurer au Trésor un financement stable et durable lui permettant de couvrir l'ensemble de ses besoins de financement tout en réduisant, à terme, le coût d'endettement de l'État, limiter l'exposition du portefeuille de la dette aux risques financiers et contribuer au développement du marché domestique des valeurs du Trésor.

# CHIFFRES CLÉS

## ▶ ENDETTEMENT DU TRÉSOR

*Dettes du Trésor / Dette intérieure / Dette extérieure*



## ▶ DETTE NÉGOCIABLE DU TRÉSOR

	2017	2018	Juin 2019
Encours (En milliards DH)	563,0	590,4	603,5
Adjudication de BDT (En milliards DH)	516,7	546,2	558,2
Eurobonds* (En milliards DH)	46,3	44,2	45,3

\* Encours valorisé au prix du marché à la fin de chaque période.

## ▶ DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

	2017	2018	Juin 2019
Encours (En milliards DH)	332,6	326,6	337,8
Trésor	153,2	148	154,7
EEPs	178,4	176,9	180,9
Secteur bancaire public	0,5	0,4	0,9
CTs	0,3	1,1	1,1
IUP	0,2	0,2	0,2
%PIB	31,3%	29,5%	

## ► CHARGES EN INTÉRÊTS

	2017	2018	Juin 2019
Dette du Trésor (En milliards DH)	27,9	28,0	18,0
% RO	12,1%	12,0%	
Dette Intérieure (En milliards DH)	24,1	24,3	16,2
% RO	10,5%	10,4%	
Dette Extérieure (En milliards DH)	3,8	3,7	1,8
% RO	1,6%	1,6%	
Dette Extérieure publique (En milliards DH)	8,7	8,6	4,1
% RCBP	1,8%	1,7%	

## ► INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE - DETTE DU TRÉSOR

	2017	2018	Juin 2019
Coût moyen apparent	4,1%	3,9%	-
Durée de vie moyenne	6 ans et 10 mois	6 ans et 5 mois	6 ans et 9 mois
Part du court terme	12,4%	11,4%	10,4%

## ► ADJUDICATION DES BONS DU TRÉSOR\*

	2017	2018	Juin 2019
Émissions (En milliards DH)	110,7	115,1	63,6
Soumissions (En milliards DH)	475,0	386,8	257,8
Taux de couverture	4,3	3,7	4,1
Souscriptions nettes (En milliards DH)	26,7	29,5	12,0

\*Compte tenu des opérations de gestion active de la dette intérieure

## ► GESTION ACTIVE DE LA DETTE INTÉRIEURE

En milliards DH	2017		2018		Juin 2019	
	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*
Rachat de BDT	-	-	-	-	-	-
Échange de BDT	8	23,5	10	19,8	5	26,8
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>23,5</b>	<b>10</b>	<b>19,8</b>	<b>5</b>	<b>26,8</b>

\*Montant nominal

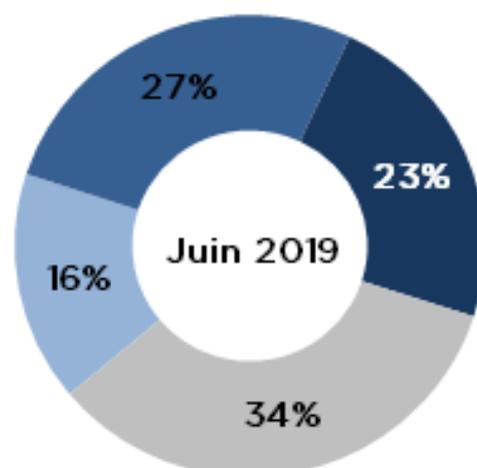
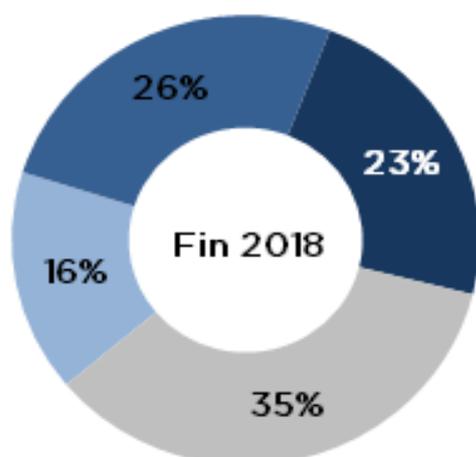
## ► MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

	2017	2018	Juin 2019
Volume des opérations fermes (En milliards DH)	247,0	281,2	185,1
Taux de rotation*	43%	46%	32%
Taille moyenne des opérations (En millions DH)	67	75	76

\*Rapport entre le volume des transactions fermes réalisées sur le marché secondaire et l'encours des titres sur lesquelles ces transactions ont porté.

## ▶ DÉTENTEURS DES BDT ÉMIS PAR ADJUDICATION

- Autres
- Banques
- Compagnie d'assurance et Caisses de retraite
- OPCVM



## ▶ TRÉSORERIE

	2017		2018		Juin 2019	
	Dépôts en blanc	Repo	Dépôts en blanc	Repo	Dépôts en blanc	Repo
Nombre d'opérations	14	314	16	305	14	159
Encours quotidien moyen des placements (En millions DH)	771	6 942	1 271	6 134	855	5 899
TMP des placements	2,31%	2,37%	2,32%	2,33%	2,28%	2,23%

# POLITIQUE D'ÉMISSION DES BDT

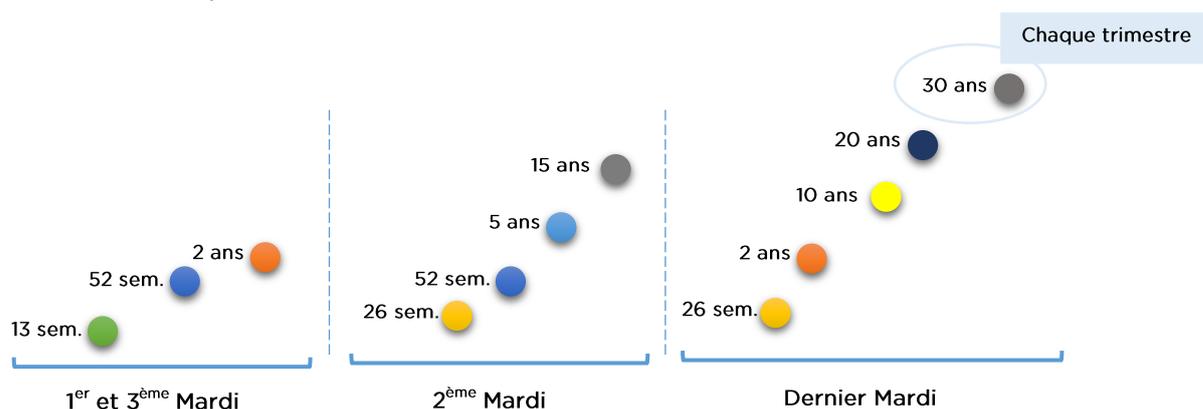
LA POLITIQUE D'ÉMISSION DU TRESOR SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE REPOSE SUR LES PRINCIPES DE RÉGULARITÉ ET DE TRANSPARENCE POUR ACCROITRE LA LIQUIDITE ET LA PROFONDEUR DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÉSOR ET PERMETTRE AINSI DE REDUIRE LE COÛT D'ENDETTEMENT DE L'ÉTAT.

## ▶ TRANSPARENCE

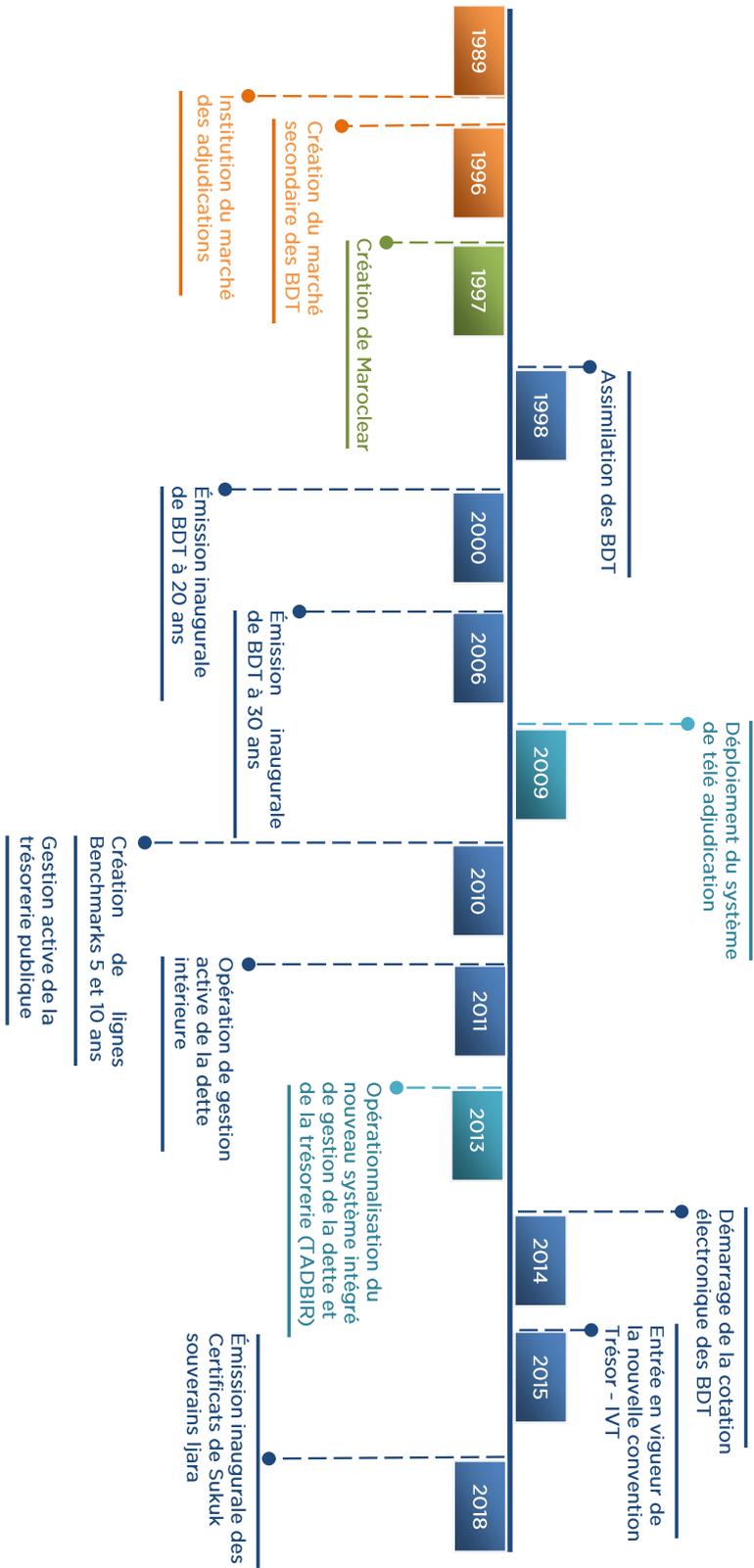
- Programme annuel de financement.
- Annonce, chaque premier lundi du mois, du besoin mensuel.
- Annonce, à la veille de chaque séance d'adjudication, du besoin de financement hebdomadaire.
- Système électronique de soumissions aux adjudications des BDT.
- Informations économiques et financières exhaustives et fréquentes à la disposition des investisseurs.
- Canaux multiples de communication : site internet, Bloomberg, conférences, réunions, bulletins et rapports.
- Réunions régulières avec les banques IVT et l'ASFIM.

## ▶ RÉGULARITÉ

Calendrier d'émission préétabli :



► PROCESSUS CONTINU DE REFORMES POUR LE DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÉSOR



# ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

## ► CONTEXTE INTERNATIONAL

Après une année 2017 caractérisée par un regain d'activité quasi généralisé et ce, malgré la persistance des incertitudes politiques<sup>1</sup>, l'année 2018 a été considérée comme étant l'année la plus difficile pour les marchés financiers depuis 10 ans. En effet, les marchés financiers ont été impactés notamment par l'aggravation des tensions commerciales suite aux barrières tarifaires imposées par l'administration américaine<sup>2</sup>, le resserrement de la politique monétaire de la FED ainsi que les incertitudes politiques dans certains pays européens.

Dans la zone euro, la croissance économique a enregistré un ralentissement notable pour s'établir à 1,9% en 2018 contre 2,4% en 2017 et ce, dans un contexte difficile marqué notamment par les menaces protectionnistes américaines et le risque accru lié au Brexit. Le ralentissement de la croissance économique en Allemagne s'explique par l'affaiblissement de la demande privée et l'application de nouvelles normes de certification dans l'industrie automobile alors qu'en France, ce recul est lié au ralentissement de l'investissement et aux mouvements sociaux déclenchés depuis octobre 2018. L'Italie, quant à elle, est entrée en récession en 2018 après avoir enregistré des reculs de croissance au 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestres de -0,1% et -0,2% respectivement. Sur l'année 2018, l'Italie a enregistré un taux de croissance annuel de 0,9% contre 1,7% en 2017.

S'agissant de l'inflation, elle s'est établie à 1,6% en 2018 contre 1,4% en 2017, un niveau qui demeure inférieur à l'objectif de 2% fixé par la BCE. Le taux de chômage, quant à lui, est resté stable à 7,9% en 2018.

Malgré l'arrêt de son programme d'assouplissement quantitatif en décembre portant sur un volume mensuel de 30 milliards d'euros depuis janvier 2018, la BCE a maintenu une politique monétaire accomodante proche de zéro<sup>3</sup>. La BCE a indiqué que ces taux seront maintenus inchangés au moins jusqu'à mi 2020 et aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux proches de 2%.

Aux États-Unis, la croissance de l'économie américaine s'est accélérée pour atteindre 2,9% en 2018 contre 2,2% en 2017, soit son niveau le plus élevé depuis 2015, mais légèrement inférieure à l'objectif de 3% que s'est fixé l'administration Trump. Cette croissance a été soutenue principalement par les mesures budgétaires expansionnistes visant la réduction d'impôts et l'augmentation des dépenses publiques, la progression de la consommation des ménages et l'accélération de l'investissement privé.

Dans ce contexte marqué par une croissance économique américaine favorable, un taux de chômage atteignant son niveau le plus bas à 3,9% et un niveau d'inflation qui se situe à 1,9%, la FED a poursuivi sa politique de normalisation monétaire entamée depuis décembre 2015, en relevant à 4 reprises son taux directeur de 25 pb chacune, respectivement en mars, juin, septembre et décembre le ramenant ainsi dans une fourchette de 2,25%-2,50%. Ce taux représente le niveau le plus élevé depuis 10 ans alors que la FED a conduit, de 2008 à 2015, une politique de taux zéro pour soutenir la reprise après la crise financière. Par ailleurs, la FED a poursuivi depuis 2017 la réduction progressive de la taille de son bilan qui a atteint un niveau élevé suite à la politique d'achats massifs de titres obligataires.

<sup>1</sup> Élections présidentielles en Europe, aux négociations sur le Brexit, au vote de la réforme fiscale aux États-Unis et aux risques géopolitiques.

<sup>2</sup> Le Président américain a annoncé fin janvier sa volonté de mettre en place des droits de douane sur les importations chinoises représentant près de 568 milliards de dollars de marchandises.

<sup>3</sup> Le taux de refinancement reste fixé à 0%, le taux de la facilité de dépôt à -0,40% et le taux de la facilité de prêt marginal à 0,25%.

Au Japon, l'économie nipponne a observé un ralentissement de son taux de croissance économique à 0,8% en 2018 après 1,9% un an auparavant, sous l'effet de la baisse de la consommation privée, la forte contraction de l'investissement public et l'impact des catastrophes naturelles (tremblements de terre, inondations) qu'a connues le pays.

En raison d'un niveau d'inflation très faible, la BOJ a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante. La situation du marché de l'emploi est demeurée, quant à elle, très favorable et le taux de chômage a poursuivi sa baisse entamée depuis 2009 pour s'établir à 2,4% en 2018 contre 2,7% en 2017.

Pour ce qui est des pays émergents, l'année 2018 a été particulièrement difficile. En effet, la croissance économique de ces pays a enregistré un ralentissement pour passer de 4,8% en 2017 à 4,5% en 2018 en raison notamment de (i) la normalisation de la politique monétaire de la FED et son impact sur les sorties nettes de capitaux, entraînant un repli des devises de plusieurs pays face au dollar, (ii) l'aggravation des tensions commerciales sino-américaines, (iii) le ralentissement de la croissance chinoise et (iv) la persistance des déséquilibres extérieurs et des incertitudes politiques dans certains pays émergents comme l'Argentine, la Turquie et l'Afrique du Sud.

La Russie et le Brésil ont, par contre, observé une accélération de leurs croissances économiques qui ont atteint respectivement 2,3% et 1,1%, soutenues par une reprise de la demande intérieure et par l'augmentation des cours du pétrole. L'Inde, quant à elle, demeure une économie en forte croissance. Avec une population qui dépassera dans quelques années celle de la Chine, l'Inde a enregistré un taux de croissance de 6,8% en 2018. Il s'agit du plus fort taux de croissance au niveau international. Toutefois, en dépit de ses perspectives en termes de croissance économique, d'une dette publique atteignant un niveau soutenable de 69,8% du PIB en 2018 contre 84,2% il y a 15 ans et d'un taux d'inflation désormais sous la barre de 3,5% en 2018 contre 10% en 2009, l'Inde demeure un pays très pauvre classé au 126ème rang mondial en termes de PIB par habitant derrière notamment la Chine, l'Indonésie et les Philippines. Contrairement à la Chine, l'Inde reste fragilisée notamment par une balance courante structurellement déficitaire.

En matière de politique monétaire, les banques centrales des pays émergents se sont dirigées vers un durcissement de leurs politiques monétaires pour faire face aux pressions baissières sur leurs devises et à la résurgence de l'inflation. L'Inde et la Russie ont relevé leurs taux directeurs à deux reprises au cours de l'année 2018.

## ▶ ÉVOLUTION DES PRIMES DE RISQUE

Après une légère baisse en début d'année, l'indice EMBI+, qui reflète la tendance globale du risque lié aux titres des pays émergents, a enregistré une tendance haussière jusqu'à la fin du premier semestre 2018 et ce, sous l'effet de la conjonction de plusieurs facteurs, notamment :

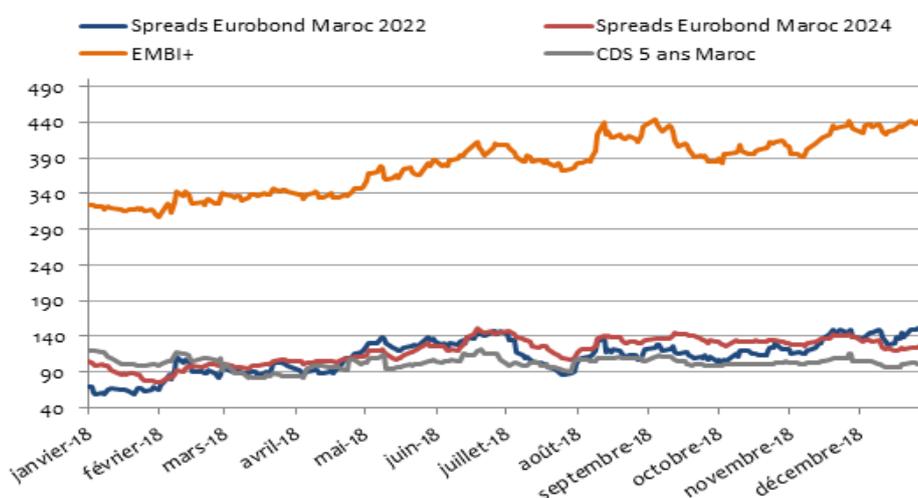
- i. la remontée des taux directeurs de la FED et son impact sur les flux de capitaux à destination des pays émergents ;
- ii. les risques liés à une potentielle guerre commerciale après l'annonce par le président Trump d'une hausse supplémentaire des tarifs sur les importations provenant de la Chine ;
- iii. la montée des tensions commerciales et diplomatiques entre les États-Unis et la Turquie, d'une part, et les États-Unis et la Russie, d'autre part ; et

- iv. la détérioration de la situation politique et économique au Brésil (persistance des tensions politiques et sociales) ainsi que la rétrogradation de sa note par l'agence Fitch après l'échec du gouvernement à adopter la réforme des retraites.

Le 2<sup>ème</sup> semestre de l'année a observé une tendance plus volatile qui s'explique, d'une part, par l'amélioration des fondamentaux économiques dans certains pays émergents notamment en Russie (compte courant excédentaire, accélération de la croissance et réalisation d'un excédent budgétaire) et en Corée du sud (atténuation de la vulnérabilité extérieure et exposition de plus en plus limitée à l'économie chinoise dans un contexte de tensions commerciales) et, d'autre part, par (i) la persistance des inquiétudes des investisseurs quant à la situation économique et politique de la Turquie (creusement du déficit du compte courant, besoins de financement élevés du secteur privé et chute de sa devise après les tensions diplomatiques avec les États-Unis), (ii) la recrudescence des incertitudes économiques et politiques en Afrique du Sud (ralentissement de la croissance du PIB, regain des violences suite à des manifestations dénonçant la corruption dans le pays et chute du rand sud-africain) et (iii) la crise économique en Argentine (déficit public élevé, ralentissement de l'économie, forte inflation et recul du peso et persistance des risques liés au refinancement malgré le programme d'aide du FMI). Dans ce contexte d'incertitude, l'EMBI+ a clôturé l'année à 455 pb.

Dans le même sillage, mais dans une moindre mesure, les spreads des Eurobonds Maroc ont observé quasiment la même tendance que celle de l'indice EMBI+. Ainsi, entre janvier et décembre 2018, les spreads des Eurobonds 2022 et 2024 se sont élargis, atteignant des hausses respectives de 84 pb et 22 pb pour terminer l'année à 153 pb et 127 pb respectivement.

**Graphique 1 : Évolution des primes de risque en 2018**



## ▶ ACTION DES AGENCES DE NOTATION AU COURS DE L'ANNÉE 2018

L'année 2018 a été marquée par des actions plutôt baissières des agences de notation notamment sur les notations souveraines des pays émergents. En effet, plusieurs pays ont connu une rétrogradation de leurs notes dans un contexte marqué par l'aggravation des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, la détérioration de leurs situations économiques et politiques et par le resserrement monétaire de la FED.

Ainsi, S&P et Fitch ont abaissé les notes du Brésil, d'un cran pour s'établir à «BB-». La Turquie a également vu ses notes rétrogradées de 2 crans par Moody's (Ba3) et par S&P (B+). Les notes de l'Argentine, du Chili et de l'Équateur ont été également rétrogradées de 1 cran respectivement par S&P (B), Moody's (A1) et par Fitch (B-). En bas de l'échelle de notation, le Venezuela a également enregistré une rétrogradation de sa note à «C» par Moody's. Cependant, les notes de la Russie, du Paraguay et de l'Indonésie ont été rehaussées, de 1 cran, par S&P (BBB-), Fitch (BB+) et Moody's (Baa2).

Les rétrogradations ont concerné également les ratings de certains pays de la région MENA et d'Afrique notamment la Tunisie, rétrogradée à «B2» par Moody's. Le Bahreïn a vu ses notes abaissées par deux agences, soit «B2» par Moody's et «BB-» par Fitch. De même, certains pays d'Afrique notamment l'Angola, le Kenya et le Gabon ont vu leurs notes revues à la baisse par au moins une agence, à l'exception du Ghana et de l'Égypte dont les notes ont été relevées, de 1 cran, par S&P («B»).

Pour ce qui est du Maroc, des réunions ont été tenues en février et en mars 2018 avec les représentants des agences de notation S&P Global Ratings et Fitch Ratings dans le cadre de la première revue semi-annuelle de 2018 à l'issue desquelles ces deux agences ont maintenu, au niveau "Investment grade", les notes «BBB-» du Maroc pour ses dettes à long terme en devises avec perspectives stables.

Pour la 2ème revue semi-annuelle, S&P a rétrogradé en octobre 2018 la perspective de la note «BBB-» du Maroc de «stable» à «négative» tout en maintenant la note au niveau "Investment grade". En novembre 2018, Fitch a confirmé le maintien, au niveau "Investment grade", de la note «BBB-» du Maroc pour sa dette à long terme en devises tout en confirmant également la perspective stable.

Dans la zone euro, l'Espagne et Chypre ont vu leurs notations relevées par les trois agences de notation. Ainsi, Moody's, S&P et Fitch ont relevé, d'un cran, les notes de l'Espagne à respectivement «Baa1», «A-» et «A-». Les trois agences ont également rehaussé la note de Chypre à «Ba2» par Moody's et «BBB-» par S&P et Fitch. Les notes de la Lituanie et de l'Estonie ont également été relevées de 1 cran par S&P (A) et Fitch (AA-) respectivement. La note de l'Italie a, toutefois, été rétrogradée de 1 cran à «Baa3» par Moody's.

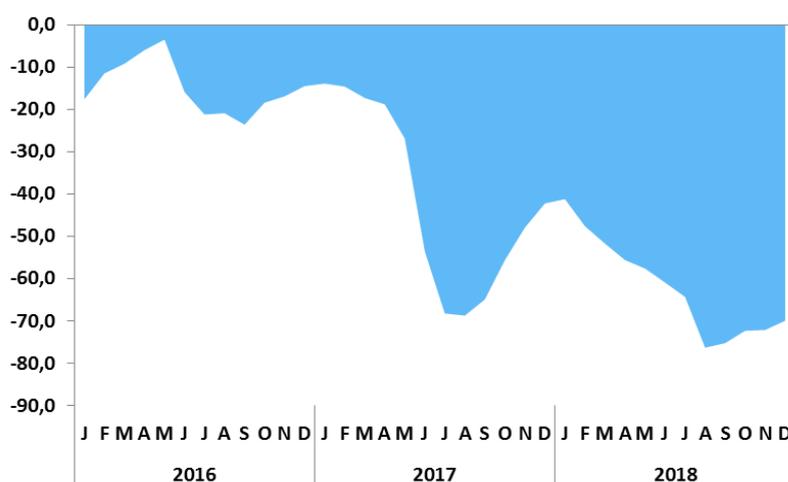
# FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2018

## ► FINANCEMENT INTÉRIEUR

### Conditions du marché monétaire en 2018

Au terme de l'année 2018, la situation de liquidité du système bancaire a connu une dégradation par rapport à fin 2017. En effet, le besoin de liquidité des banques ressort à 62,2 milliards DH en moyenne hebdomadaire à fin 2018 contre 41,5 milliards DH l'an passé, soit une hausse du besoin de près de 20,7 milliards DH. Ce creusement provient principalement des effets restrictifs liés à l'accroissement de 17,4 milliards DH de la circulation fiduciaire et à la baisse de 2 milliards DH des réserves de changes de Bank Al-Maghrib.

**Graphique 2 : Évolution de la liquidité du système bancaire entre 2016 et 2018 - En milliards DH -**



Source : BAM

Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté ses interventions sur le marché monétaire qui se sont établies à 69,3 milliards DH à fin décembre 2018 contre 42,2 milliards DH à fin 2017.

Le Trésor, quant à lui, a injecté un montant de près de 6,6 milliards DH en moyenne quotidienne par le biais des opérations de placements des excédents du compte courant réalisées en 2018, contribuant ainsi à neutraliser l'effet de sorties des liquidités des circuits bancaires (IS, règlement des adjudications, ...).

Pour ce qui est des taux monétaires, le taux de référence JJ sur le marché interbancaire est resté quasi-stable par rapport à l'année 2017 en s'établissant en moyenne à 2,28% alors que le taux de référence à 1 jour sur le marché de la pension livrée s'est établi en moyenne à 2,25% contre 2,16% un an auparavant. Cette évolution des taux monétaires est due principalement à la tension sur la liquidité constatée sur le marché pendant l'année.

### Conditions de financement sur le marché des adjudications en 2018

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications ayant prévalu en 2018 se sont caractérisées globalement par:

1. la quasi-stabilité du besoin de financement de l'État avec un déficit budgétaire qui s'est établi à 3,7% à fin 2018 contre 3,5% un an auparavant ; et

2. le creusement du déficit de liquidité des banques se situant à 62,2 milliards DH en moyenne hebdomadaire à fin 2018 contre 41,5 milliards DH à fin 2017.

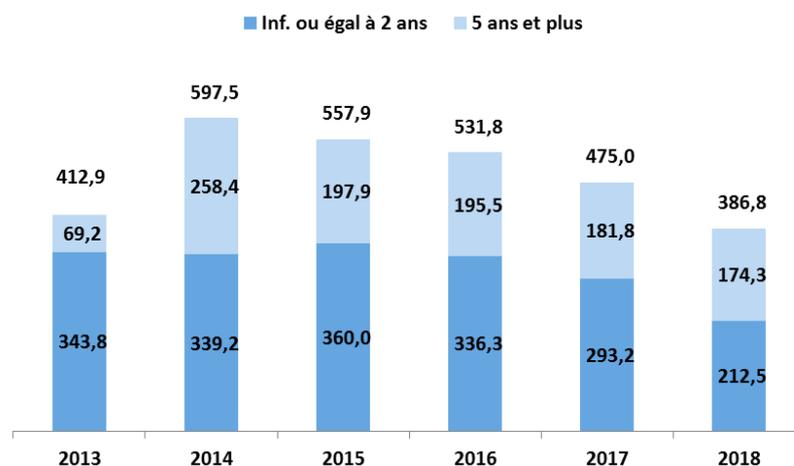
Dans ce contexte, la demande des investisseurs pour les titres de l'État a connu une baisse conjuguée à une légère hausse des taux offerts.

### Demande des investisseurs

La demande globale des investisseurs pour les titres souverains a enregistré une baisse de 19% par rapport à 2017 et a été marquée par une concentration sur les maturités courtes...

La demande globale des investisseurs pour les BDT a atteint un volume de 386,8 milliards DH en 2018 contre 475,0 milliards DH en 2017, soit une baisse de 19%.

**Graphique 3 : Évolution de la demande des investisseurs entre 2013 et 2018 – En milliards DH**



Par terme et à l'instar de l'année passée, la demande, quoique toujours concentrée sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans a connu un recul de la part de ces maturités qui s'est établie à 55% en 2018 contre 62% en 2017, soit un volume offert de 212,5 milliards DH en 2018 contre 293,2 milliards DH un an auparavant. Les maturités supérieures ou égales à 5 ans ont drainé, quant à elles, un volume de 174,3 milliards DH en 2018 contre 181,8 milliards DH en 2017, soit une part de 45% contre 38% en 2017.

Par maturité, les BDT à 2 ans ont connu la plus forte demande totalisant, à eux seuls, 34,5% des soumissions globales, suivis des bons à 5 ans (25,5%), à 52 semaines (15%), à 10 ans (14,7%), à 15 ans (4,3%), à 26 semaines (2,7%), à 13 semaines (2,7%), à 20 ans (0,4%) et à 30 ans (0,1%).

... tandis que les taux demandés ont enregistré une hausse moyenne de 6,5 pb

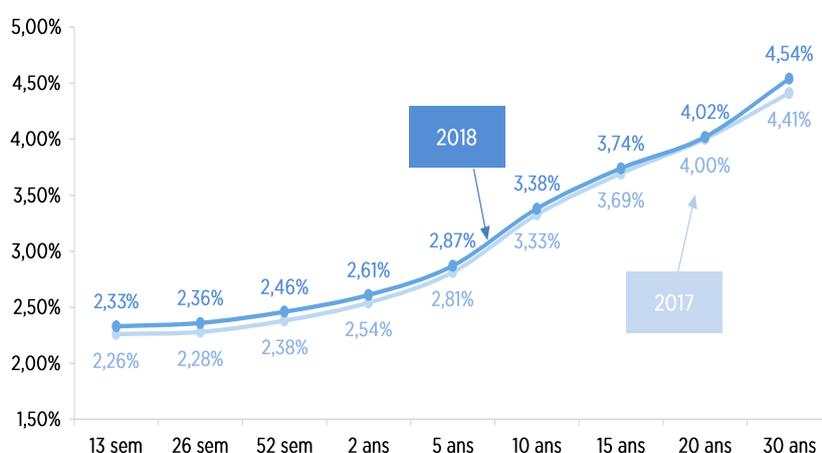
En 2018, les taux demandés par les investisseurs se sont inscrits dans une tendance haussière marquée par trois principales phases, en l'occurrence :

- une hausse enregistrée au mois de janvier qui a atteint en moyenne 8,5 pb par rapport à fin 2017. Par segment de maturité, cette hausse a atteint 11,3 pb pour les maturités supérieures ou égales à 5 ans et 4,9 pb pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans ;

- une légère baisse de 1,6 pb en moyenne pendant la période allant du mois de février au mois d'avril pour s'aligner sur les niveaux enregistrés à fin 2017 ;
- une hausse du mois de mai jusqu'à la fin de l'année qui a atteint 4,6 pb en moyenne par rapport à fin 2017. Par segment de maturité, cette hausse était de 5,2 pb en moyenne pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans et de 4,2 pb pour les maturités supérieures ou égales à 5 ans.

Ainsi et au terme de l'année 2018, les taux demandés ont enregistré une hausse moyenne de 6,5 pb par rapport à leur niveau de fin 2017, contre une quasi-stabilité entre 2016 et 2017 (-0,8 pb) et une baisse de 31,2 pb entre 2015 et 2016. Par terme, la hausse des taux a atteint 7,4 pb pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans et 5,8 pb pour les maturités supérieures ou égales à 5 ans.

**Graphique 4 : Évolution annuelle des derniers TMP offerts entre 2017 et 2018**



### Politique de financement intérieur adoptée par le Trésor

Dans un contexte marqué par la hausse du besoin de liquidité des banques et la baisse de la demande sur le marché des adjudications, le Trésor a mené, au cours de l'année 2018, une politique de financement qui s'articule autour des points suivants :

- assurer une présence régulière sur tous les segments de la courbe de taux à court, moyen et long termes ; en tenant compte des évolutions des conditions du marché ;
- maintenir le recours à la gestion active de la dette intérieure à travers l'utilisation d'opérations d'échange de BDT dans l'objectif de réduire le risque de refinancement à travers le lissage des tombées mensuelles de la dette du Trésor de 2018 et 2019 qui connaissent des pics de remboursement importants ;
- poursuivre une gestion dynamique de la trésorerie publique en recourant de manière quotidienne à des opérations de placement des excédents du CCT en vue d'optimiser les disponibilités du solde du compte courant et de permettre, en même temps, au Trésor de respecter sa stratégie d'émission.

## Émissions du Trésor en 2018

### Légère hausse des levées du Trésor...

Au terme de l'année 2018, les émissions du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à 115,1 milliards DH contre 110,7 milliards DH en 2017. Ce volume est réparti à hauteur de 94,7 milliards DH (82,3% des levées) au titre des adjudications et 20,3 milliards DH (17,7%) au titre des émissions dans le cadre des opérations d'échange de BDT.

Par structure des levées, les maturités à 5 ans et plus ont représenté 47% du volume global levé contre 53% en 2017.

**Tableau 1 : Répartition trimestrielle des souscriptions par maturité – En milliards DH -**

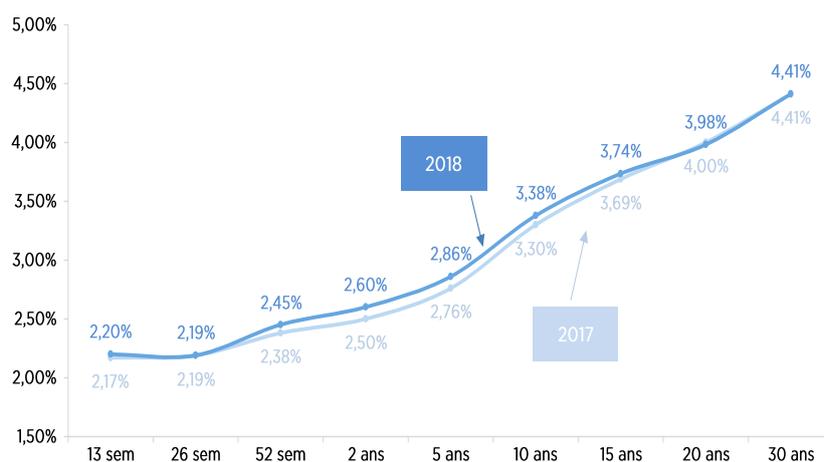
	T1-2018	T2-2018	T3-2018	T4-2018	Total	Part %
13 sem.	0,5		0,3		0,8	0,7%
26 sem.	0,1				0,1	0,1%
52 sem.	6,9	1,0	3,2	6,2	17,3	15,0%
2 ans	10,1	10,8	12,5	9,5	42,9	37,3%
5 ans	8,1	8,3	6,2	8,5	31,1	27,0%
10 ans	3,3	1,8	3,8	9,0	17,9	15,5%
15 ans	0,9	1,2	1,1	1,7	4,9	4,3%
20 ans		0,1			0,1	0,1%
30 ans					0,0	-
<b>Total</b>	<b>29,9</b>	<b>23,2</b>	<b>27,1</b>	<b>34,9</b>	<b>115,1</b>	<b>100%</b>

### ... conjuguée à une légère hausse des taux adjugés

A l'image des taux demandés par les investisseurs, les taux retenus par le Trésor au terme de l'année 2018 ont connu une hausse moyenne de 5,2 pb contre 12,9 pb en 2017. Cette hausse a été de 5,5 pb en moyenne pour les maturités supérieures ou égales à 5 ans et de 4,9 pb en moyenne pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans. Au cours de l'année, leur évolution a connu deux principales tendances, en l'occurrence :

- une quasi-stabilité des taux retenus pendant la période allant de janvier à juillet 2018 où les taux ont enregistré une baisse de -0,6 pb toutes maturités confondues par rapport aux niveaux enregistrés à fin 2017 ;
- une légère hausse depuis le mois d'août jusqu'à la fin de l'année qui a atteint 5,8 pb en moyenne toutes maturités confondues.

Par maturité, les taux des BDT à 5 ans ont connu la plus forte hausse avec une augmentation de 10,5 pb, suivis des BDT à 2 ans (9,7 pb), des BDT à 10 ans (8,8 pb), des BDT à 52 semaines (7 pb), des BDT à 15 ans (4,7 pb) et des BDT à 13 semaines (3 pb). Les taux des BDT à 20 ans ont connu une baisse de 2,1 pb alors que les taux des BDT à 26 semaines se sont inscrits en stabilité.

**Graphique 5 : Évolution annuelle des taux de rendement des BDT - Derniers TMP retenus****Tableau 2 : Évolution des TMP des bons émis par adjudication - derniers taux retenus par mois**

	Déc. 2017	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc. 2018	Var. (pb)
13 sem.	2,17%			2,15%					2,20%					3,0
26 sem.	2,19%			2,19%										0,0
52 sem.	2,38%	2,41%	2,34%	2,28%	2,31%				2,43%	2,44%	2,45%	2,44%	2,45%	7,0
2 ans	2,50%	2,60 %	2,51%	2,44%	2,46%	2,51%	2,54%	2,55%	2,58%	2,60 %	2,58%	2,59%	2,60 %	9,7
5 ans	2,76%	2,85%	2,79%	2,76%	2,75%	2,76%	2,78%	2,79%	2,82%	2,85%	2,87%	2,87%	2,86%	10,5
10 ans	3,29%		3,28%	3,26%	3,22%		3,25%	3,27%	3,29%	3,31%	3,32%	3,34%	3,38%	8,8
15 ans	3,69%	3,69%		3,67%		3,67%	3,68%	3,70%				3,74%	3,74%	4,7
20 ans	4,00 %				3,98%									-2,1
30 ans	4,41%													-

## ► FINANCEMENT EXTÉRIEUR

### Tirages sur emprunts extérieurs

Au titre de l'année 2018, les tirages sur emprunts extérieurs se sont établis à 6,2 milliards DH contre 16,8 milliards DH en 2017.

La part mobilisée auprès des créanciers multilatéraux a atteint 94% soit 5,8 milliards DH, enregistrant une baisse de 5,2 milliards DH par rapport à 2017. Ces tirages ont été mobilisés principalement auprès du FMA (2,8 milliards DH), de la BAD (1,5 milliards DH) et de la BIRD (1,4 milliards DH).

Les tirages mobilisés auprès des partenaires bilatéraux se sont établis à 0,4 milliard DH contre 5,8 milliards DH en 2017. Les tirages auprès de la France se sont élevés à 0,3 milliard DH.

# ÉMISSION INAUGURALE DES CERTIFICATS DE SUKUK SOUVERAINS

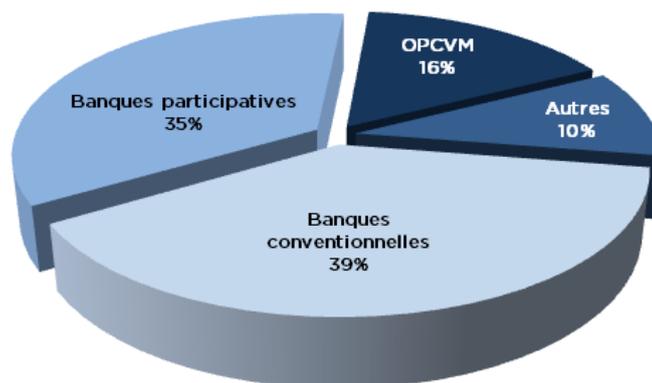
Le Maroc a réalisé, le 5 octobre 2018, sa première émission de certificats de Sukuk souverains de type Ijara.

Cette émission s'inscrit dans le cadre des efforts déployés par le Ministère de l'Économie et des Finances pour accompagner le développement de la finance participative au Maroc compte tenu du fort potentiel qu'elle présente et du rôle qu'elle peut jouer dans le développement du secteur financier marocain, le renforcement de la mobilisation de l'épargne et la diversification des sources de financement de l'économie. Cette orientation stratégique s'inscrit également dans le cadre de la volonté du Royaume de faire de Casablanca Finance City, un Hub financier régional qui se doit d'intégrer ce type de financement.

Portant sur un montant de 1 milliard de dirhams et assortis d'une durée de 5 ans avec un rendement de 2,66% et un échéancier de remboursement amortissable, cette première émission a connu un franc succès avec une demande de près de 3,6 milliards de dirhams servie à hauteur de 28%, soit un taux de sursouscription de 3,6 fois. Elle était destinée aux investisseurs résidents afin de répondre aux besoins immédiats de la place et a connu la participation de diverses catégories d'investisseurs dont notamment les banques participatives et conventionnelles, des compagnies d'assurance, des caisses de retraite et des sociétés de gestion.

**Tableau 3 : Caractéristiques de l'émission inaugurale des certificats de Sukuk souverains**

Dénomination	Sukuk souverains Ijara 2,66%
Code ISIN	MA0000070005
Établissement initiateur	État marocain
Établissement gestionnaire	Maghreb Titrisation
Dénomination du Fonds de Titrisation	FT Imperium Sukuk CI
Montant nominal Global	1 000 000 000 MAD
Montant nominal unitaire	100 000 MAD
Rendement	2,66%
Maturité	5 ans
Remboursement	Amortissable sur 5 ans
Date de souscription	05 Octobre 2018
Date de règlement livraison	15 Octobre 2018
Taux de sursouscription	3,6 fois

**Graphique 6 : Répartition des souscriptions par profil d'investisseurs**

La structuration retenue pour cette émission inaugurale repose sur la constitution d'un droit d'usufruit, sur des actifs immobiliers appartenant à l'État, au profit du Fonds de Placement Collectif en Titrisation créé à cet effet. Ce fonds a procédé, le 15 octobre 2018, date de règlement et de livraison de cette émission, à la location de ces actifs sur une période de 5 ans et les loyers annuels générés seront distribués aux porteurs des certificats de Sukuk. Cette émission a bénéficié, et c'est une nouveauté, de la garantie de l'État pour que, sur le plan des règles prudentielles, les certificats de Sukuk soient traités au même rang que les titres émis ou garantis par l'État.

L'émission inaugurale des certificats de Sukuk est le fruit d'une collaboration et d'une concertation avec plusieurs parties prenantes en particulier le Conseil supérieur des oulémas qui a permis la mise place d'une structuration unique dans son genre respectant les préceptes de la charia qui s'inspirent du rite malikite. Sa concrétisation a nécessité la mise en place d'un certain nombre de prérequis d'ordre organisationnel, juridique, fiscal et comptable.

Le premier prérequis qui s'imposait a concerné la sélection des organes pour la réalisation de l'émission inaugurale à savoir l'établissement gestionnaire et ce conformément aux dispositions de la loi 33-06 relative à la titrisation des actifs telle qu'elle a été modifiée et complétée, et qui a eu la charge de l'arrangement de l'émission et la gestion du Fonds de Placement Collectif en Titrisation créé à cet effet, le recrutement d'un conseiller juridique pour le Ministère de l'Économie et des Finances qui est un cabinet d'avocat de renommée internationale pour les aspects juridiques et chariatique en relation avec l'émission et l'institution d'un groupe de travail multidisciplinaire regroupant l'ensemble des parties prenantes concernées (les différentes Directions concernées du Ministère, Bank Al-Maghrib, l'AMMC, l'ACAPS) pour se pencher sur l'ensemble des mesures et actions nécessaires pour la concrétisation de l'émission de certificats de Sukuk.

Sur le plan juridique, le processus d'émission a débuté dans le cadre de la loi 33-06 relative à la titrisation des actifs qui met en place un cadre spécifique aux Sukuk et permet à l'État d'émettre des Sukuk souverains. Pour clarifier certaines dispositions relatives au Sukuk et surtout pour tenir compte des contraintes chariatiques soulevées par le Conseil Supérieur des Oulémas, un amendement de la loi 33-06 a été opéré en avril 2018. Cet amendement a consacré un chapitre aux certificats de Sukuk et a introduit d'importantes modifications dont notamment :

- la révision de la définition des certificats de Sukuk afin de permettre l'émission de différents types desdits certificats ;

- l'adaptation de certaines définitions et dispositions de la loi pour tenir compte des spécificités des émissions de certificats de Sukuk notamment souverains ; et
- la clarification des procédures de demande d'avis conforme du Conseil Supérieur des Oulémas et l'introduction de nouvelles règles de suivi pour s'assurer du respect de ces avis de conformité.

Sur le plan fiscal, des amendements ont été introduits dès l'année 2013 pour permettre la neutralité fiscale des émissions de certificats de Sukuk souverains et leur assurer un traitement fiscal équivalent à celui réservé aux bons du Trésor. Ces amendements ont porté sur l'exonération du Fonds de placement collectif en titrisation des droits d'enregistrement et des droits de la conservation foncière, sur l'exonération de la Taxe sur la Valeur Ajoutée des produits de cession résultant des émissions de Sukuk souverains et sur l'exonération desdits certificats des produits imposables à l'Impôt sur les Sociétés.

Par ailleurs et afin de tenir compte des spécificités des Sukuk souverains par rapport aux bons du Trésor, le cadre comptable afférents auxdits certificats a été adapté dès l'année 2017 en concertation avec les entités concernées.

Parallèlement à la mise en place de ses prérequis juridiques, fiscaux et comptables, une due diligence juridique, chariatique et opérationnelle pour la sélection des actifs éligibles à cette opération a été réalisée. Cette due diligence a abouti à la définition des critères d'éligibilité des actifs Sukuk, à l'identification de la nature des actifs devant servir de sous-jacents à l'émission inaugurale ainsi que les procédures de leur cession par l'État au Fonds de placement collectif en titrisation, de leur location par ce dernier et de leur rétrocession à l' à la fin de la période de location.

Cette émission inaugurale de certificats de Sukuk constitue la première d'une série d'émissions, l'objectif étant d'accompagner le développement de la finance participative en répondant, dans la durée, aux besoins des acteurs de la place.

# STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR À FIN 2018

## ► PROFIL DE LA DETTE DU TRÉSOR

### Évolution de l'encours

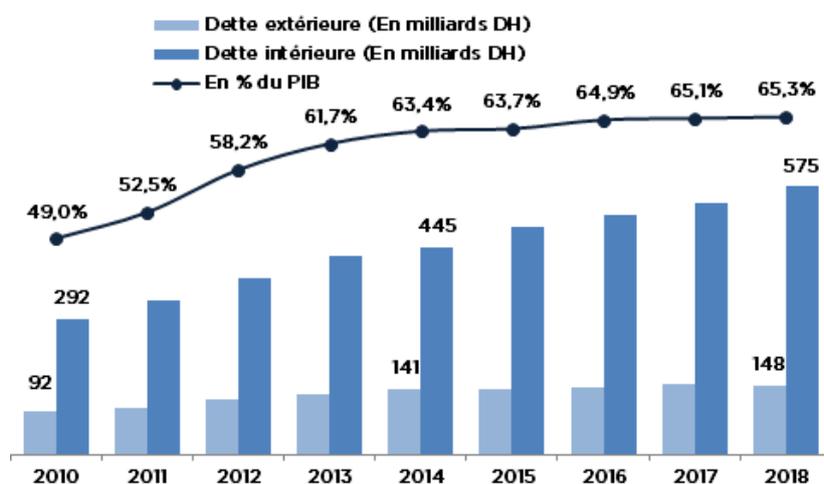
Au terme de l'année 2018, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 722,6 milliards DH, en hausse de 30,3 milliards DH ou 4,4% par rapport à fin 2017 (692,3 milliards DH). Malgré cette hausse, le rythme de progression de l'endettement s'est inscrit dans une trajectoire descendante avec une baisse de plus de moitié entre 2017 et 2018 comparée à une progression annuelle moyenne de 9,1% entre 2010 et 2017.

Par type de dette, le portefeuille de la dette du Trésor reste dominé par la dette intérieure dont la part s'est élevée à 79,5% contre 20,5 % pour la dette extérieure, ce qui demeure conforme aux objectifs retenus pour le portefeuille benchmark (70%-80% dette intérieure et 20%-30% dette extérieure). Ainsi, l'encours de la dette intérieure a atteint 574,6 milliards DH à fin 2018, en augmentation de 35,5 milliards DH ou 6,6 % par rapport à 2017 et celui de la dette extérieure s'est élevé à 148,1 milliards DH, en baisse de 5,2 milliards DH ou 3,4% par rapport à l'année précédente.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 65,3% à fin 2018 contre 65,1% à fin 2017. Ce ratio a atteint 51,9% au titre de la dette intérieure et 13,4% au titre de la dette extérieure contre respectivement 50,7% et 14,4% à fin 2017.

Il importe de noter que la décélération du rythme de progression du taux d'endettement du Trésor s'est confirmée pour la 3<sup>ème</sup> année consécutive. Cette maîtrise progressive de l'évolution du taux d'endettement, qui a été ramenée d'une variation annuelle moyenne de 2,4 points du PIB entre 2010 et 2017 à une légère hausse de 0,2 point du PIB entre 2017 et 2018, s'explique principalement par la mise en place de différentes réformes par le gouvernement depuis 2013 (caisse de compensation, loi organique des finances, retraite, réforme fiscale,...) et qui se sont traduites par une amélioration des indicateurs macroéconomiques ainsi que des conditions de financement du Trésor.

**Graphique 7 : Évolution de l'encours de la dette du Trésor**



## Structure par instrument

La dette du Trésor est composée essentiellement de dettes négociables représentant une part de près de 82% dont 76% au titre des BDT émis sur le marché des adjudications et 6% au titre des émissions obligataires lancées sur le MFI.

La dette non négociable représente 18% du portefeuille de la dette du Trésor et elle est constituée essentiellement de la dette extérieure contractée auprès des créanciers officiels bilatéraux et multilatéraux.

**Tableau 4 : Répartition de l'encours de la dette du Trésor par instrument – En millions DH**

	2017		2018		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
<b>Dettes négociables</b>	<b>563 014</b>	<b>81%</b>	<b>590 412</b>	<b>82%</b>	<b>27 398</b>
Adjudications	516 706	74%	546 205	76%	29 499
Eurobonds	46 308	7%	44 207	6%	-2 101
<b>Dettes non négociables</b>	<b>129 318</b>	<b>19%</b>	<b>132 209</b>	<b>18%</b>	<b>2 891</b>
Emprunts intérieurs	21 690	3%	26 738	4%	5 048
Emprunts extérieurs	107 628	16%	105 471	14%	-2 157
<b>Total</b>	<b>692 332</b>	<b>100%</b>	<b>722 621</b>	<b>100%</b>	<b>30 289</b>

## Structure par maturité initiale

L'encours de la dette du Trésor négociable est composé majoritairement de titres à moyen et long termes (MLT, maturités supérieures ou égales à 5 ans). Les BDT à MLT représentent 86% de l'encours global de la dette négociable et les Eurobonds à 10 ans et 30 ans ont des parts respectives de 6% et 1%. Le reste étant réparti à hauteur de 11% en bons à 2 ans et 3% en bons à 52 semaines.

Pour la dette non négociable, elle est constituée à 100% de dettes à moyen et long termes.

**Tableau 5 : Répartition de l'encours de la dette négociable par maturité initiale – Valeur nominale**

	13sem	26 sem.	52 sem.	2 ans	5 ans	10 ans*	15 ans	20 ans	30 ans*
Encours (En millions DH)	-	-	20 097	62 391	145 466	152 972	125 087	57 082	27 317
Part	-	-	3,4%	10,6%	24,6%	25,9%	21,2%	9,7%	4,6%

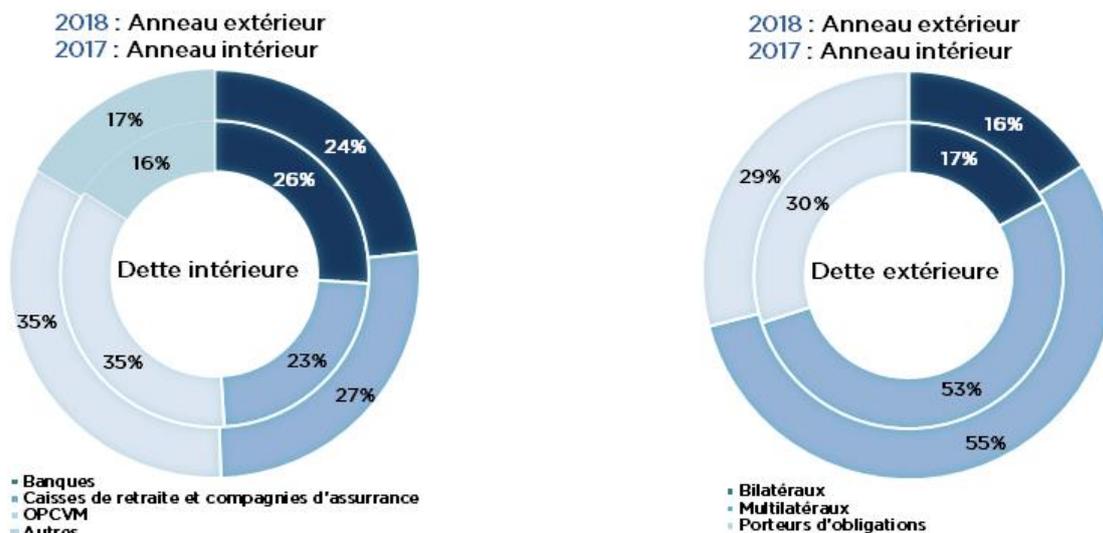
\*y compris les Eurobonds.

## Structure par base d'investisseurs

La base d'investisseurs pour les titres domestiques est assez diversifiée dénotant du niveau de développement atteint par le secteur financier marocain. En effet, à fin 2018, les fonds communs de placement détiennent environ 35% de l'encours des bons émis par adjudications, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance près de 23% et les banques environ 26%. Le reste (16%) est détenu par d'autres clients financiers et non financiers.

Pour ce qui est de la dette extérieure du Trésor, elle est contractée principalement auprès des créanciers multilatéraux avec une part de 55%, suivis du marché financier international (29%) et des créanciers bilatéraux (16%).

**Graphique 8 : Répartition de la dette du Trésor par type de créanciers**



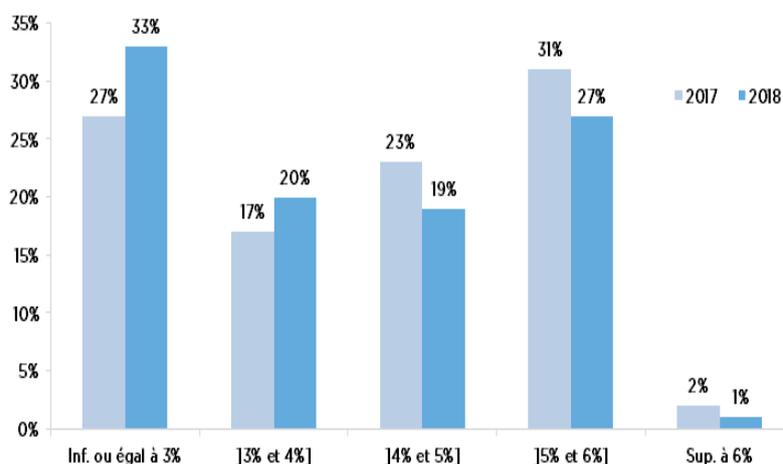
### Structure par type de taux d'intérêt

A fin 2018, la part de l'encours de la dette du Trésor à taux fixe s'est établie à près de 92% de l'encours global, en hausse de 1 point par rapport à fin 2017. La part dominante de la dette assortie de taux fixe est due essentiellement au fait que la dette intérieure, qui représente 79,5% de l'encours de la dette du Trésor, est exclusivement à taux fixe.

Pour ce qui est de la dette extérieure, sa structure par type de taux d'intérêt montre un renforcement de la part de la dette assortie de taux d'intérêt fixes dont la part, dans l'encours de cette dette, est passée à 63% à fin 2018 contre 59% à fin 2017. En contrepartie, la part de la dette extérieure contractée à des taux variables a baissé à 37% à fin 2018 contre 41% à fin 2017 et ce, suite aux opérations de swaps de taux réalisées sur le portefeuille des emprunts à l'égard de la BIRD.

Concernant la dette intérieure du Trésor, sa répartition, par intervalle de taux, montre une baisse de la part de la dette assortie de taux d'intérêt compris entre 4% et 6% à 46% de l'encours total en 2018 contre 54% en 2017 et une augmentation de la part de la dette assortie de taux inférieurs à 4% à 52% en 2018 contre 44% en 2017. Cette modification de la structure par taux de l'encours de la dette intérieure est la conséquence des effets combinés d'une baisse continue du taux nominal moyen des bons émis par adjudication depuis 2013 et de la concentration des levées sur les maturités 2 ans et moins en 2018.

**Graphique 9 : Répartition de l'encours de la dette intérieure du Trésor par intervalle de taux**



## Structure par devises

À fin 2018, la structure par devises du portefeuille de la dette du Trésor affiche une prédominance de la dette libellée en dirham qui s'est établie à près de 79% contre près de 78% en 2017.

Concernant la composition par devises de la dette extérieure du Trésor, elle a été caractérisée, par deux évolutions majeures :

- avant avril 2015, la part de la dette contractée en Euro, auquel le dirham était lié à hauteur de 80%, a été renforcée au détriment de celle en dollar US et en Yen japonais qui représentaient les principales sources de volatilité de cette dette ;
- après avril 2015 et dans le sillage du changement des pondérations du panier de cotation du Dirham qui s'est traduit par le renforcement de la part du dollar US dont la pondération est passée de 20% à 40%, la part de la dette contractée en dollar US et devises liées a augmenté pour s'établir à 29,0% à fin 2018 contre 28,4% en 2017 et 14,5% en 2014 tandis que celle en Euro a baissé pour s'établir à 63,2% à fin 2018 contre 65,6% en 2017 et 78,8% en 2014.

**Tableau 6 : Structure de l'encours de la dette du Trésor par devises – En millions DH -**

	2017		2018	
	Volume	Part	Volume	Part
MAD	538 397	78%	572 942	79%
EUR	101 049	15%	94 894	13%
USD	42 725	6%	43 253	6%
Autres devises	10 161	1%	11 532	2%
<b>Total</b>	<b>692 332</b>	<b>100%</b>	<b>722 621</b>	<b>100%</b>

## ▶ SERVICE DE LA DETTE DU TRÉSOR

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions, réglées durant l'année 2018, ont continué de baisser pour la troisième année consécutive pour s'établir à 124,7 milliards DH contre 127,9 milliards DH en 2017, soit une baisse de 3,1 milliards DH ou 2%. Cette baisse résulte de l'effet combiné de la baisse des charges en principal de 3,2 milliards DH et la hausse limitée des charges en intérêts de 0,1 milliards DH.

Par type de dette, les charges de la dette intérieure ont augmenté de près de 2,1 milliards DH pour s'établir à 112,9 milliards DH contre 110,8 milliards DH à fin 2017. Quant à celles de la dette extérieure, elles ont enregistré une baisse de 5,2 milliards DH pour reculer à 11,8 milliards DH en 2017 contre 17,0 milliards en 2017.

### Les charges en intérêts et commissions

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à 28,0 milliards DH, en hausse de 0,1 milliard DH par rapport à 2017. Ces charges ont représenté 2,5% du PIB et 12,0% des recettes ordinaires en 2018 contre respectivement 2,7% et 12,1% en 2017.

Les charges en intérêts et commissions au titre de la dette intérieure se sont élevées à 24,3 milliards DH en 2018 contre 24,1 milliards DH en 2017, soit une hausse de 162 millions DH. Cette maîtrise des charges en intérêts s'explique essentiellement par l'amélioration des conditions de financement du Trésor sur le marché domestique au cours des dernières années permettant le refinancement des tombées de la dette à des conditions plus avantageuses en termes de taux.

S'agissant des charges en intérêts nettes, celles-ci se sont établies à 23,3 milliards DH en 2018 et ce, compte tenu, notamment, d'un montant de 0,8 milliard DH correspondant aux intérêts perçus au titre des coupons courus versés par les souscripteurs pour les lignes assimilées.

**Tableau 7 : Charges en intérêts nettes au titre de la dette intérieure - En millions DH -**

	2017	2018	Variation
<b>Intérêts bruts de la dette intérieure</b>	<b>24 121</b>	<b>24 283</b>	<b>161</b>
Coupons courus	-602	-798,0	-196
Intérêts de la gestion active de la trésorerie publique	-160	-145,4	15
<b>Intérêts nets</b>	<b>23 359</b>	<b>23 339</b>	<b>-20</b>

Pour ce qui est de la dette extérieure du Trésor, les charges en intérêts et commissions se sont établies en 2018 à 3,7 milliards DH en baisse de 40 millions DH par rapport à 2017.

**Tableau 8 : Charges en intérêts et commissions par source de financement - En millions DH -**

	2017		2018		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
<b>Dette intérieure</b>	<b>24 121</b>	<b>86%</b>	<b>24 283</b>	<b>87%</b>	<b>161</b>
Adjudications	21 602	77%	21 722	78%	120
Autres	2 519	9%	2 561	9%	41
<b>Dette extérieure</b>	<b>3 773</b>	<b>14%</b>	<b>3 733</b>	<b>13%</b>	<b>-40</b>
Créanciers bilatéraux	561	2%	601	2%	40
Créanciers multilatéraux	1 121	4%	1 344	5%	223
MFI	2 091	8%	1 788	6%	-303
<b>Total</b>	<b>27 894</b>	<b>100%</b>	<b>28 016</b>	<b>100%</b>	<b>121</b>

### Les charges en principal

Les charges en principal de la dette du Trésor se sont établies, en 2018, à 96,7 milliards DH contre 100,0 milliards DH en 2017, soit une baisse de 3,3 milliards DH.

Pour ce qui est des charges en principal payées au titre de la dette intérieure, elles ont totalisé près de 88,6 milliards DH en 2018 contre 86,7 milliards DH en 2017, soit une hausse de 1,9 milliard DH. Cette évolution découle essentiellement de la structure des levées des années précédentes, sachant que la dette intérieure a globalement une structure de remboursement in fine.

Ainsi, en 2018, les remboursements au titre des BDT à 52 semaines et 5 ans ont augmenté respectivement de 14,9 milliard DH et 0,8 milliard DH en raison principalement de la structure des mobilisations de 2016 et de 2017 pour les tombées des BDT à 52 semaines, au moment où ceux au titre des BDT à 26 semaines et 15 ans ont baissé respectivement de 6,3 milliards DH et de 3,2 milliards DH.

Concernant les charges en principal payées au titre de la dette extérieure du Trésor, celles-ci se sont élevées à 8,1 milliards DH, en baisse de 5,2 milliards DH par rapport à l'année dernière. Cette évolution s'explique principalement par le remboursement en 2017 de l'Eurobond émis par le Trésor le 27 juin 2007 pour un montant de 500 millions €.

**Tableau 9 : Charges en principal par source de financement – En millions DH -**

	2017		2018		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
<b>Dettes intérieure</b>	<b>86 734</b>	<b>86,8%</b>	<b>88 624</b>	<b>91,6%</b>	<b>1 890</b>
Adjudications	84 002	84,0%	85 554	88,5%	1 552
Autres	2 732	2,7%	3 070	3,2%	338
<b>Dettes extérieure</b>	<b>13 243</b>	<b>13,2%</b>	<b>8 085</b>	<b>8,4%</b>	<b>-5 158</b>
Créanciers bilatéraux	3 387	3,4%	3 350	3,5%	-37
Créanciers multilatéraux	4 399	4,4%	4 735	4,9%	336
MFI	5 457	5,4%	0	0,0%	-5 457
<b>Total</b>	<b>99 977</b>	<b>100%</b>	<b>96 709</b>	<b>100%</b>	<b>-3 268</b>

### Flux nets de la dette intérieure

Les souscriptions nettes de la dette intérieure ont enregistré une hausse de 6,9 milliards DH passant à 34,5 milliards DH en 2018 contre 27,6 milliards DH en 2017.

Concernant les souscriptions nettes réalisées sur le MAVT au titre des maturités à 5 ans et plus, elles se sont établies à 24,3 milliards DH contre 25,7 milliards DH en 2017.

**Tableau 10 : Souscriptions nettes des BDT – En millions DH -**

	Souscriptions	Amortissements	Flux
5 ans	31 060	26 175	4 885
10 ans	17 885		17 885
15 ans	4 853	3 430	1 423
20 ans	105		105
<b>Total</b>	<b>53 903</b>	<b>29 605</b>	<b>24 298</b>

### Flux nets de la dette extérieure

Les flux nets des emprunts extérieurs du Trésor se sont établis à fin 2018 à -1,8 milliard DH contre +3,6 milliards DH en 2017. Cette évolution s'explique par le recul du volume des tirages auprès des créanciers officiels durant l'année 2018.

**Tableau 11 : Flux nets de la dette extérieure du Trésor par groupe de créanciers – En millions DH -**

	2017	2018
Marché financier international	-5 457	0
Créanciers bilatéraux	2 370	-2 954
Créanciers multilatéraux	6 643	1 117
<b>Total</b>	<b>3 557</b>	<b>-1 837</b>

# INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE

*Le pilotage de la gestion de la dette s'appuie sur le suivi d'indicateurs de coût et de risque qui renseignent sur le degré d'atteinte des objectifs fixés dans le cadre de la stratégie de financement poursuivie par le Trésor.*

## ▶ INDICATEURS DE COÛT

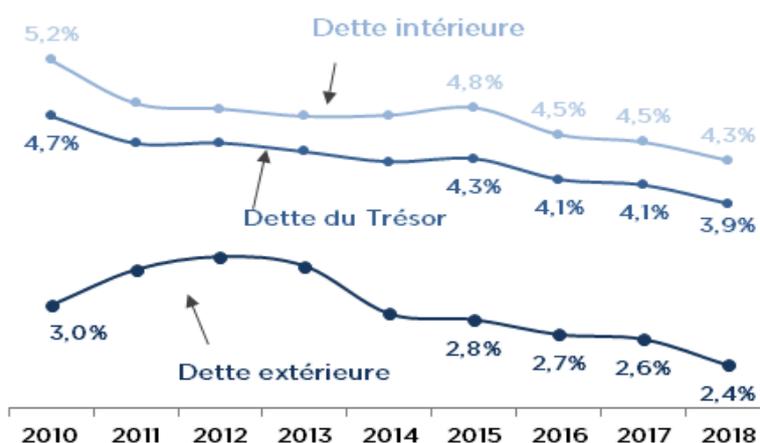
### Le coût moyen de la dette du Trésor

Le coût moyen de la dette du Trésor s'est établi à 3,9% en 2018 contre 4,1% en 2017. Cette évolution s'explique par la baisse du coût moyen de la dette intérieure et extérieure de 0,2% respectivement.

Le coût moyen de la dette intérieure du Trésor s'est établi à 4,3% contre 4,5% en 2017, soit une baisse de 18 pb. Cette baisse est due à la quasi-stabilité des intérêts payés en 2018 par rapport à 2017 (+0,4 %) au moment où l'encours de l'année 2017 a augmenté par rapport à celui de 2016 de 4,8%. À noter que le coût moyen de la dette intérieure du Trésor est en baisse continue depuis 2015, pour cette dette, avec près de 17 pb en moyenne annuelle, en raison notamment de la baisse importante des taux constatée sur le marché domestique particulièrement pour la période 2014 - 2016.

Il en est de même pour le coût moyen de la dette extérieure qui a poursuivi sa trajectoire baissière entamée depuis 2012 en s'établissant à 2,4% à fin 2018 contre 2,6% à fin 2017. Cette tendance baissière s'explique principalement par celle enregistrée au niveau des taux d'intérêt flottants à l'international durant ces 4 dernières années et notamment de l'Euribor à 6 mois.

**Graphique 10 : Évolution du coût apparent de la dette du Trésor**

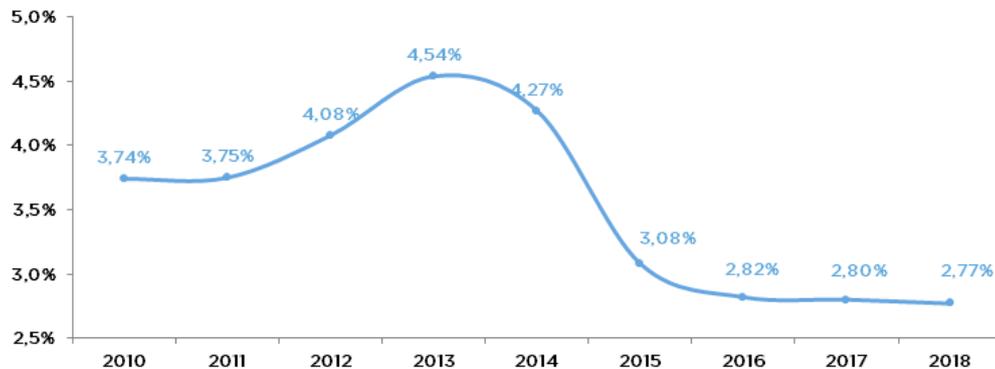


### Le taux moyen pondéré des émissions par adjudication

Le taux moyen pondéré des émissions des BDT (y compris les opérations de gestion active) a enregistré une baisse de près de 2,9 pb entre 2018 et 2017 en s'établissant à 2,77% à fin 2018 contre 2,80% à fin 2017. Cette baisse s'explique principalement par les effets combinés de deux facteurs en l'occurrence, le niveau des taux retenus qui est resté sensiblement proche de celui de l'année passée et la structure des mobilisations de 2018 qui a enregistré une baisse de la part des maturités à 5 ans et plus à 47% contre 53% en 2017.

Il est à noter que depuis 2014, le TMP à l'émission est en baisse continue reflétant à la fois, l'amélioration des conditions de financement du Trésor sur le marché domestique et l'impact des mesures de réformes entreprises par le Trésor pour le développement de ce marché.

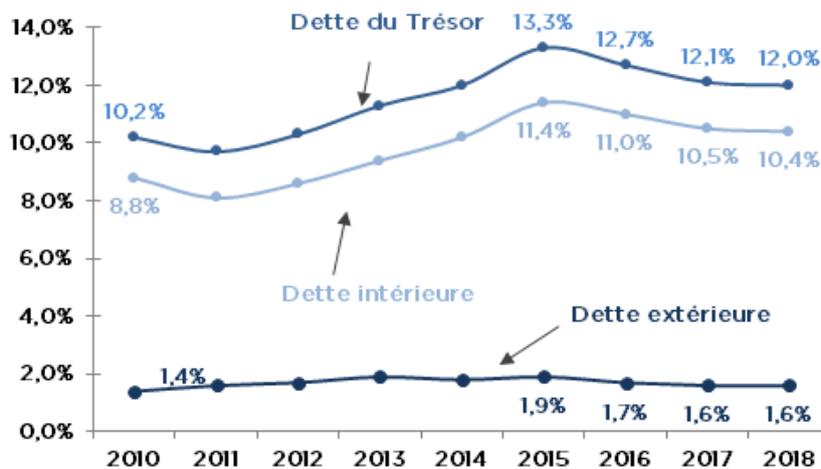
**Graphique 11 : Évolution du TMP à l'émission**



### Charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires

À fin 2018, le ratio des charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires hors TVA des CTs, s'est établi à 12,0% contre 12,1% en 2017, soit une baisse de 0,1 point. La baisse constatée de ce ratio s'explique principalement par la hausse limitée de 0,5% des charges en intérêts payés en 2018 comparativement à celle des recettes ordinaires qui était de l'ordre de 2%.

**Graphique 12 : Évolution du ratio Charges en intérêts / Recettes ordinaires**



## ► INDICATEURS DE RISQUE

### Risque de refinancement (roll-over)

Ce risque correspond au scénario d'un renouvellement de la dette arrivant à échéance à un coût plus élevé. Il peut être appréhendé à l'aide des deux indicateurs ci-après dont les seuils fixés permettent de limiter la dette devant être renouvelée à court terme.

## Part du court terme

La part de la dette à court terme (CT) dans le portefeuille de la dette du Trésor a baissé de 1% passant à 11,4% en 2018 contre 12,4% en 2017 en raison principalement de la baisse de 1,4% de la part de la dette intérieure à CT qui s'est établie à 12,9% à fin décembre 2018 contre 14,4% à fin 2017.

Pour ce qui est de la dette extérieure, la part des amortissements arrivant à échéance à moins d'un an est restée quasiment stable et s'est élevée à 5,5% à fin 2018 contre 5,6% en 2017.

## Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

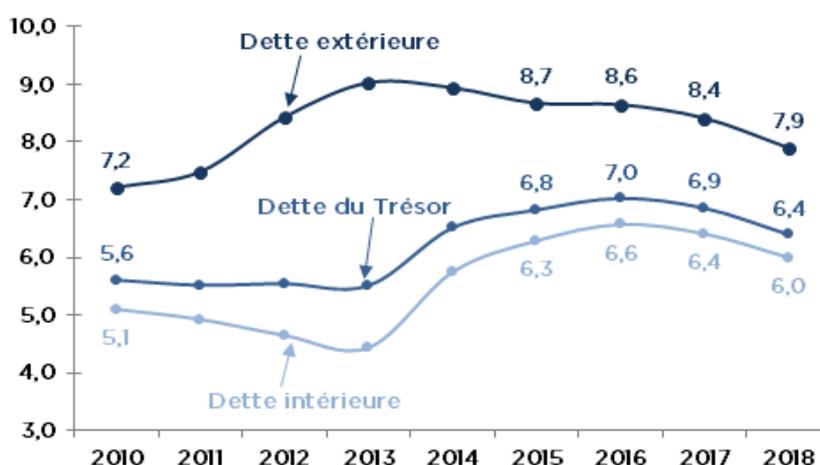
La durée de vie moyenne de la dette du Trésor a baissé de 5 mois par rapport à fin 2017 pour se situer à 6 ans et 5 mois à fin 2018 et ce, en raison essentiellement de la baisse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure.

En effet, comme conséquence de la concentration des levées du Trésor sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans (53% des levées globales), la durée de vie moyenne de la dette intérieure s'est établie à la fin de l'année 2018 à 6 ans contre 6 ans et 5 mois à fin 2017.

À noter que la baisse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure a été volontaire au vu des marges de manœuvre existantes et visait la réduction du coût du financement du Trésor.

Concernant la durée de vie moyenne de la dette extérieure, elle a baissé de 7 mois pour s'établir à 7 ans et 10 mois à fin 2018 contre 8 ans et 5 mois à fin 2017.

**Graphique 13 : Évolution de la durée de vie moyenne - en années**



## Risque de financement ou de liquidité

C'est le risque de ne pas pouvoir mobiliser les fonds nécessaires au moment voulu. Pour assurer le suivi de ce risque, l'indicateur utilisé est le taux de couverture des émissions qui correspond au montant offert rapporté au montant souscrit.

### Taux de couverture mensuel des émissions sur le marché des adjudications

Au terme de l'année 2018, le taux moyen de couverture des adjudications des bons du Trésor par les soumissions des investisseurs s'est établi à 3,5 fois contre 5 fois en 2017. Cette baisse est due essentiellement à la baisse de la demande globale des investisseurs sur le marché des adjudications (hors opérations de gestion active) de près de 22% par rapport à 2017, elle-même liée à la baisse de la liquidité bancaire.

Malgré cette baisse, ce taux est toujours à un niveau confortable reflétant, ainsi, la capacité du Trésor à couvrir ses besoins de financement sur le marché domestique dans de bonnes conditions.

**Tableau 12 : Évolution du taux de couverture des émissions par les soumissions**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Taux de couverture (en nombre de fois)	1,5	7,0	4,1	5,7	5,0	3,5

### Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est apprécié par deux indicateurs, à savoir *(i)* la part de la dette nécessitant une refixation des taux et *(ii)* la part de la dette assortie de taux variables. Ces deux indicateurs ont connu une amélioration en 2018 comparativement à 2017 réduisant ainsi le risque de taux d'intérêt de la dette du Trésor.

#### Part de la dette nécessitant un refixing

La part de la dette du Trésor devant faire l'objet d'une refixation de son taux d'intérêt en 2019 est composée de la dette à taux variable (extérieure exclusivement) et de la dette à taux fixe à court terme (intérieure et extérieure) devant être refinancée en 2019. À fin 2018, cette dette s'est élevée à près de 134,8 milliards DH, soit près de 19,0% de l'encours de la dette du Trésor en baisse de 1,9% par rapport à fin 2017. Cette baisse s'explique essentiellement par le recul de la part de la dette intérieure à court terme qui est passée de 14,4% en 2017 à 12,9% en 2018.

#### Part de la dette à taux variable

À fin 2018, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 37% contre 41% à fin 2017. Cette évolution s'explique par le recours à des opérations de conversion avec la Banque mondiale qui ont permis de convertir des taux d'intérêts prêteurs flottants en des taux d'intérêt fixes pour un montant total d'emprunts de près de 5 milliards DH et ce, pour se couvrir contre les hausses éventuelles de taux Libor sur les durées restantes desdits emprunts.

# DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

## ► PROFIL DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

L'année 2018 a été marquée par la baisse et pour la première fois depuis 2004 de l'encours de la dette extérieure publique de 6,0 milliards DH ou 2% par rapport à 2017 en s'établissant, à fin 2018, à 326,6 milliards DH.

Pour rappel, l'encours de la dette extérieure publique est composé de l'encours de la dette extérieure du Trésor, des EEPs, des CTs, des emprunts extérieurs garantis par l'État du Secteur Bancaire Public et des IUP).

Cette évolution de l'encours de la dette extérieure publique s'explique, principalement, par la baisse de l'encours de la dette extérieure du Trésor de 3,4% et de celui de la dette extérieure des EEPs de 1%.

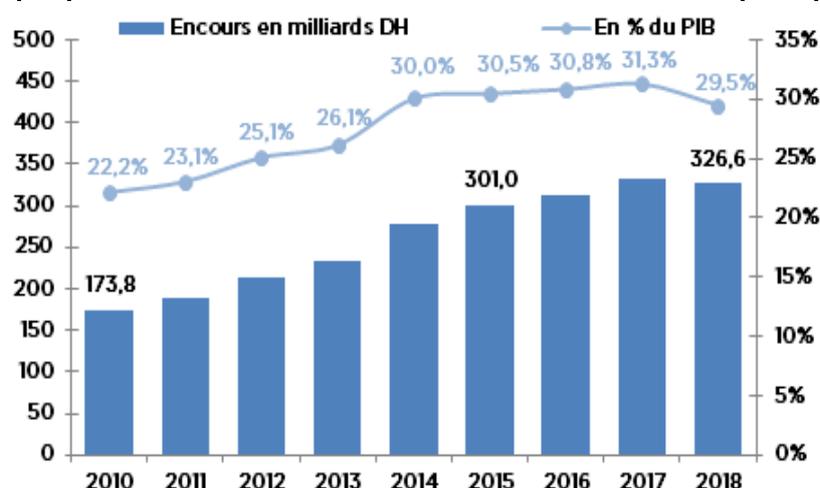
L'encours de la dette extérieure du Trésor a enregistré une baisse de 5,2 milliards DH passant à 148 milliards DH à fin 2018 contre 153,2 milliards DH en 2017. Le ratio d'endettement extérieur du Trésor, quant à lui, a été marqué, par une baisse de 1 point par rapport à 2017 pour atteindre 13,4% du PIB à fin 2018 contre 14,4% du PIB en 2017.

Pour ce qui est de l'encours de la dette extérieure publique hors Trésor, celui-ci a atteint 178,7 milliards DH en 2018 représentant 16,1% du PIB, en baisse de 0,8 point du PIB par rapport à 2017. Cette baisse du taux d'endettement est la 1<sup>ère</sup> depuis 2006 après 11 années de hausses consécutives.

Au total, le ratio de la dette extérieure publique par rapport au PIB s'est établi à 29,5% contre 31,3% en 2017, enregistrant ainsi une baisse de 1,8 point du PIB.

Exprimé en dollars US, l'encours de la dette extérieure publique s'est élevé, à fin 2018, à 34,1 milliards USD contre 35,6 milliards en 2017, soit une baisse de 1,5 milliards USD par rapport à l'année précédente.

**Graphique 14 : Évolution de l'encours de la dette extérieure publique**



## Structure par créanciers

A l'instar de l'année passée, la structure, par créanciers, de la dette extérieure publique à fin 2018 reste majoritairement composée par des emprunts à l'égard des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) dont la part s'est élevée à 77% de l'encours total. Pour ce qui est des créanciers privés, l'encours de leurs prêts vis-à-vis des emprunteurs publics avoisine 33% de l'encours total dont 93% au titre des émissions du secteur public sur le marché financier international.

### *Les créanciers multilatéraux*

L'encours de la dette contractée auprès des créanciers multilatéraux a progressé de 2,3 milliards DH pour atteindre 159,5 milliards DH à fin 2018, représentant plus de 49% de l'encours de la dette extérieure publique. Cette dette demeure fortement concentrée sur trois créanciers, à savoir la BIRD qui demeure le premier créancier multilatéral avec un encours de 55 milliards DH, soit 34% du total de la dette multilatérale, suivie de BAD avec un encours de 43,9 milliards DH (28%) et de la BEI qui détient 30,7 milliards DH (19%).

Pour ce qui est de la dette contractée auprès des organismes islamiques et arabes, elle représente un encours de 26,5 milliards DH, soit 17% de la dette multilatérale. Le premier créancier de ce groupement est le FADES avec un encours de 11,6 milliards DH (ou 7% de la dette multilatérale), suivi de la BID avec 9,7 milliards (6%) et du FMA avec 5,2 milliards DH (3%).

### *Les créanciers bilatéraux*

L'encours de la dette extérieure publique vis-à-vis des créanciers bilatéraux s'est élevé, à fin 2018, à 92,7 milliards DH ou près de 28% de l'encours total de la dette extérieure publique.

La dette extérieure publique à l'égard des créanciers bilatéraux reste concentrée sur les pays de l'UE à hauteur de 66%, les pays arabes (14%) et le Japon (13%).

Un stock de dettes de 70,7 milliards DH (ou 76% de la dette bilatérale) est détenu par quatre pays créanciers, à savoir la France qui, avec un encours de 34,7 milliards DH (37%), occupe toujours le 1<sup>er</sup> rang de nos bailleurs de fonds bilatéraux, suivie de l'Allemagne avec 16,7 milliards DH (18%), du Japon qui détient 12,2 milliards DH (13%) et de l'Arabie Saoudite avec 7,2 milliards DH (8%).

Il est à noter que le groupement des pays arabes totalise un encours de 12,9 milliards (ou 14% du total).

### *Le Marché Financier International et les créanciers privés*

La dette à l'égard des créanciers privés s'est établie, à fin 2018, à 74,4 milliards DH ou près de 23% du total de la dette extérieure publique, en recul de près de 3,2 milliards rapport à 2017.

Cette évolution est imputable principalement (i) à la baisse de la valeur des Eurobonds, suite au recul, en 2018, de leurs prix sur le MFI de 6%, en moyenne, pour les Eurobonds en \$US et de 3% pour ceux libellés en EUR et (ii) à la hausse de l'encours détenus par les résidents contrebalancée par une baisse équivalente de l'encours des Eurobonds émis par le secteur public sur le MFI.

Globalement, et hors créanciers privés, sept créanciers détiennent 204,8 milliards DH ou plus de 81% de l'encours de la dette extérieure publique :

**Tableau 13 : Principaux créanciers**

Créanciers	Part (%)
BIRD	22%
BAD	17%
France	14%
BEI	12%
Allemagne	7%
Japon	5%
FADES	5%

### Structure par emprunteurs

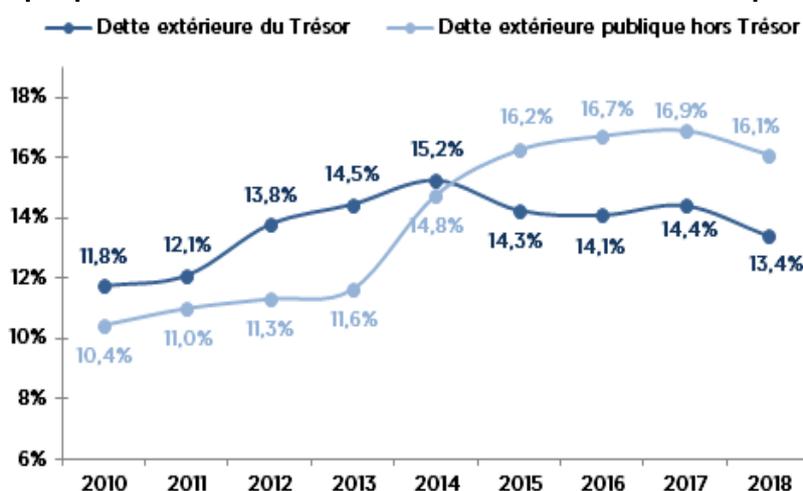
À fin 2018, la dette extérieure publique hors Trésor représente près de 55% du total de la dette extérieure publique :

**Tableau 14 : Groupements d'emprunteurs hors Trésor**

Groupement d'emprunteurs	Part (%)
EEPs	54,2%
Secteur bancaire public	0,1%
CTs	0,3%
IUP	0,1%

Les EEPs demeurent le 1<sup>er</sup> groupement d'emprunteurs du secteur public avec un encours de 176,8 milliards DH dont une part de 81% de cette dette est détenu par cinq emprunteurs, à savoir l'ONEE (24%), l'OCP (21%), l'ONCF (14%), ADM (12%) et MASEN (11%).

**Graphique 15 : Évolution des ratios d'endettement extérieur public**



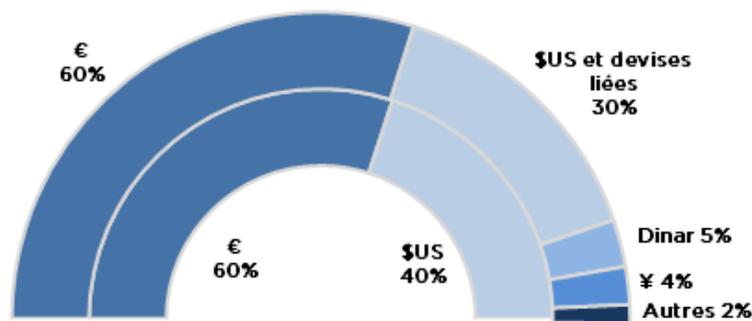
## Structure par devises

Après l'adoption, en avril 2015, de nouvelles pondérations pour les monnaies qui composent le panier de cotation du dirham, le processus engagé d'amélioration de la structure en devises de la dette s'est poursuivi en 2018, processus qui a pour objectif de tendre vers la structure du portefeuille-cible de la dette extérieure (benchmark) à même d'atténuer l'exposition au risque de change et de limiter l'impact des fluctuations des différentes devises.

C'est ainsi que la part de la dette extérieure publique libellée en \$US s'est renforcée pour passer de 19% en 2014 à 30% à fin 2018, alors que la part des dettes libellées en Euro a baissé de 69% à 60%, respectivement. La part du Dinar koweïtien a également reculé pour s'établir à moins de 5% en 2018 contre de près 6% en 2014.

**Graphique 16 : Structure par devises**

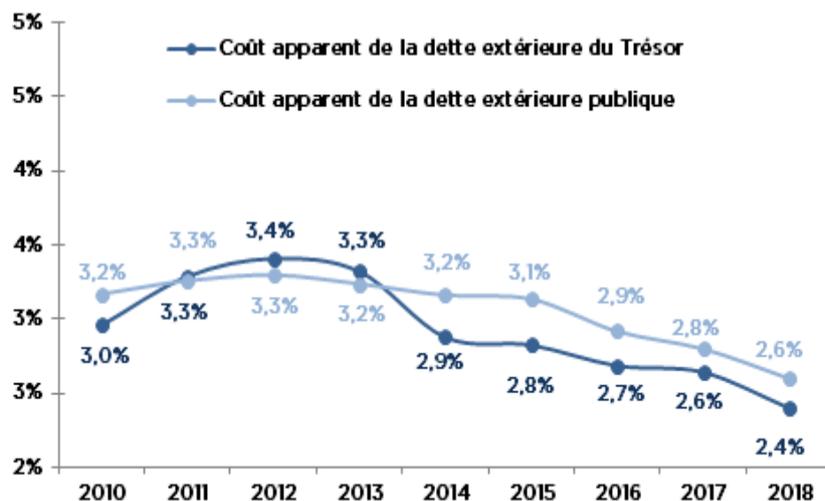
(Arc intérieur : Panier du DH / Arc extérieur structure à fin 2017)



## Structure par taux d'intérêt

Le coût moyen de la dette extérieure publique s'est élevé, en 2018, à 2,6% pour une durée de remboursement restante moyenne de l'ordre de 8 ans 6 mois. Ce coût a baissé de 20 pb par rapport au niveau observé à fin 2017.

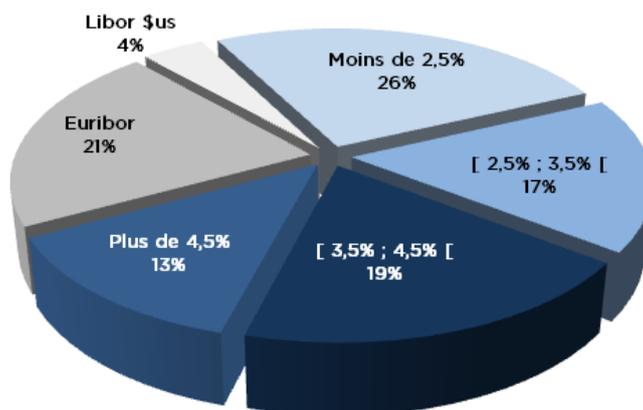
**Graphique 17 : Évolution du coût apparent de la dette extérieure publique**



La composition de la dette extérieure publique par types de taux d'intérêt fait ressortir une prépondérance de la dette assortie de taux d'intérêt fixes qui s'élève à 75% contre 25% pour la dette à taux d'intérêt flottants. Cette dernière reste essentiellement indexée sur l'Euribor à hauteur de 83%, ce qui contribue à faire baisser le service y relatif compte tenu des niveaux historiquement bas de ce taux flottant.

La structure par type et intervalle de taux d'intérêt à fin 2018 s'est améliorée par rapport à fin 2017. En effet, la part de la dette extérieure publique assortie de taux d'intérêt fixes inférieurs à 2,5% s'est renforcée de 2% et celle à taux d'intérêt supérieurs à 3,5% s'est contractée de 1%. En outre, la part de la dette à taux flottants a reculé à 25% au lieu de 26% en 2017 en raison, notamment, du recours de certains EEPs à la fixation des taux prêteurs flottants de certains emprunts auprès de la BIRD et la BAD.

**Graphique 18 : Structure de la dette extérieure publique par taux d'intérêt**



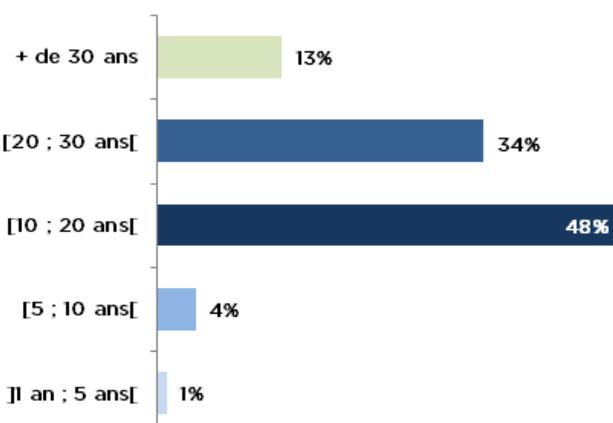
### Structure de la dette par maturités

Sur la base de la durée initiale des prêts, le portefeuille de la dette extérieure publique est exclusivement à long terme. En effet, la durée moyenne pondérée des emprunts extérieurs vivants s'est établie, à fin 2018, à près de 20,6 ans contre 20,4 ans en 2017.

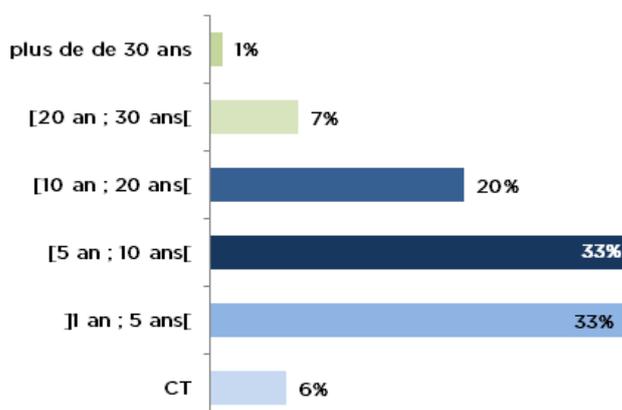
La structure du stock de ces emprunts, selon la durée initiale, se caractérise par l'absence des emprunts à court terme (moins d'un an) et la prépondérance des emprunts extérieurs de durée initiale supérieure à 10 ans (95% du stock de ces emprunts). Pour ce qui est de la vulnérabilité du portefeuille au risque de refinancement, elle reste faible, étant donné que les remboursements exigibles à moins d'un an, à fin 2018, ne représentent que 6% de l'encours de cette dette, soit le même niveau enregistré en 2017.

Par ailleurs, et compte tenu du caractère amortissable prédominant des emprunts extérieurs contractés auprès des bailleurs de fonds officiels (remboursements étalés sur des durées longues), la durée de remboursement restante moyenne de la dette extérieure publique ressort à 8 ans.

**Graphique 19 : Structure par durée initiale**



**Graphique 20 : Structure par durée résiduelle moyenne de remboursement**



## ► TIRAGES SUR EMPRUNTS EXTÉRIEURS

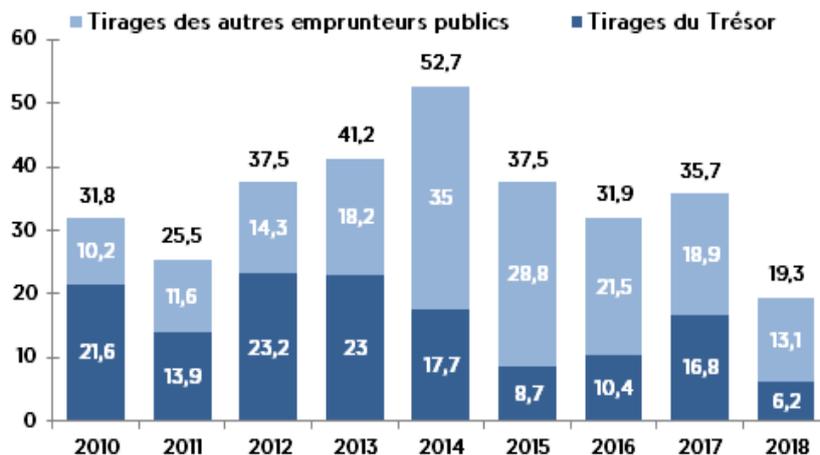
### Tirages par emprunteurs

Les ressources d'emprunts extérieurs mobilisées par le secteur public durant l'année 2018 ont porté sur un montant global de 19,3 milliards DH contre 35,7 milliards DH au cours de l'année 2017.

Les tirages mobilisés par le Trésor en 2018 ont totalisé un montant de 6,2 milliards DH alors que ceux mobilisés par les EEPs se sont établis à près de 13,1 milliards DH.

S'agissant des tirages des autres emprunteurs publics hors Trésor, une part de près de 83% (ou 15,7 milliards DH) a été réalisée par quatre EEPs dans le cadre du financement de leurs projets d'investissement. Il s'agit notamment de : l'ONEE (4,2 milliards DH), l'ONCF (3,4 milliards DH), MASEN (1,7 milliard DH) et la RAM (1,6 milliard DH). Les CTs ont bénéficié, dans le cadre du financement de leurs projets, d'un montant de 0,9 milliard DH ou 7% du total des tirages réalisés en 2018.

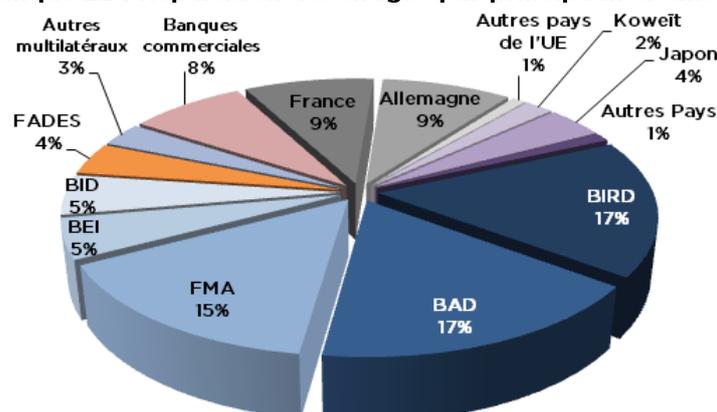
**Graphique 21 : Évolution des tirages sur emprunts extérieurs publics - En milliards DH -**



### Tirages par créanciers

Durant l'année 2018, les tirages sur emprunts extérieurs publics ont été mobilisés principalement auprès des créanciers officiels à concurrence de 17,7 milliards DH (4,9 milliards DH pour les bilatéraux et 12,8 milliards DH pour les multilatéraux) et les tirages auprès des créanciers privés ont porté sur un montant de 1,6 milliard DH mobilisés auprès des banques commerciales. La répartition de ces tirages par principaux créanciers se présente comme suit :

**Graphique 22 : Répartition des tirages par principaux créanciers**



## Tirages par devises et par types de taux d'intérêt

### *Par devises*

En ce qui concerne les tirages extérieurs du Trésor, une part de 46% a été réalisée en Dinar arabe (équivalent à 3 DTS), 30 % en Euro, 23% en \$us et 1% en Yen japonais.

Sur le plan analytique, et en tenant compte du panier actuel du DTS, la structure par devises des tirages extérieurs du Trésor en 2018, s'est établie à concurrence de 35 % en Euro, 31% en \$us, 5% en Yen japonais et 9% en Yuan chinois et en Livre sterling.

La prépondérance de la mobilisation en euro et \$us (avec des proportions proches) s'inscrit dans le cadre du processus entamé depuis l'adoption des nouvelles pondérations du panier du Dirham et visant à faire converger progressivement la structure par devises du portefeuille de la dette extérieure du Trésor vers celle du panier.

À noter, qu'à fin 2018, la structure par devises de la dette extérieure du Trésor avoisine celle du panier du dirham pour l'Euro (63% contre 60% pour le panier) et reste relativement proche de sa structure pour le \$us et devises liées (29% contre 40% pour le panier).

S'agissant des tirages extérieurs des EEPs, une part de 64% a été réalisée en Euro, 22 % en \$us, 9% en Dinar koweïtien et 5% en Yen japonais.

Au total, les tirages sur emprunts extérieurs du secteur public ont été effectués principalement en Euro et en \$us à concurrence de 79% du total des tirages sur emprunts extérieurs publics et se sont élevés, respectivement, à 10,5 milliards DH et 4,8 milliards DH.

### *Par types de taux*

Au titre de l'année 2018, les tirages du secteur public ont été effectués sur les emprunts extérieurs assortis de taux fixes à hauteur de 12,3 milliards DH (ou 64%) et près de 7,0 milliards (36%) sur ceux assortis de taux flottants (24% pour l'Euribor à 6 mois et 12% pour le Libor \$US à 6 mois).

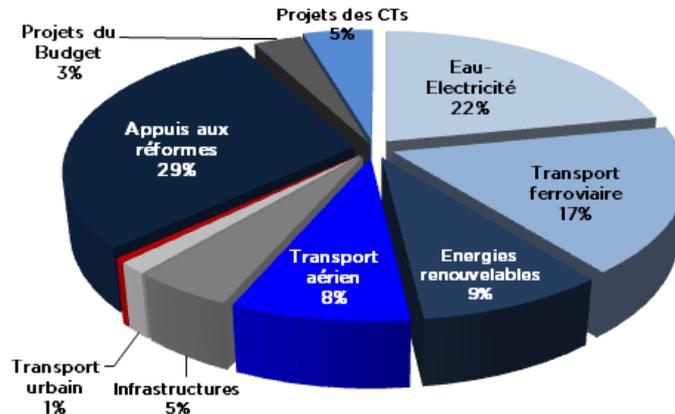
Par emprunteurs, les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor à taux flottants représentent 48% du total des tirages, principalement ceux mobilisés auprès de la BIRD et de la BAD, tandis que la part des tirages assortis de taux fixes s'est élevée à 52%. Pour ceux des EEPs et CTs, 69% des tirages sur leurs emprunts extérieurs ont été effectués à taux fixes.

Pour ce qui est des EEPs et CTs, la part importante des tirages à taux fixes reflète leur recours limité, en comparaison avec le Trésor, aux financements de la BIRD et de la BAD qui ne dépassent pas 29% du volume global des tirages réalisés en 2018. Par ailleurs, et au vu des dimensions sectorielles des projets des EEPs et CTs, ces derniers bénéficient du ciblage des autres créanciers officiels dont les offres de prêts reposent essentiellement sur des instruments à taux fixes avec des conditions très favorables permettant d'assurer une plus grande visibilité en ce qui concerne les charges financières futures y afférentes.

### *Tirages par secteurs*

Les emprunts extérieurs du secteur public sont destinés exclusivement aux projets inscrits dans le budget général, aux appuis aux réformes et au soutien de l'effort d'investissement des EEPs et CTs.

**Graphique 23 : Répartition des tirages sur emprunts extérieurs publics**



À fin 2018, les tirages réalisés par le Trésor et destinés aux appuis aux réformes et aux projets du budget représentent, respectivement, 29% et 3% du volume global des tirages. Quant aux tirages réalisés par les EEPs et les CTs, représentant 68% du total, ils ont été destinés principalement aux secteurs de l'eau-électricité (22%), du transport ferroviaire (17%), des énergies renouvelables (9%) et au transport aérien (8%).

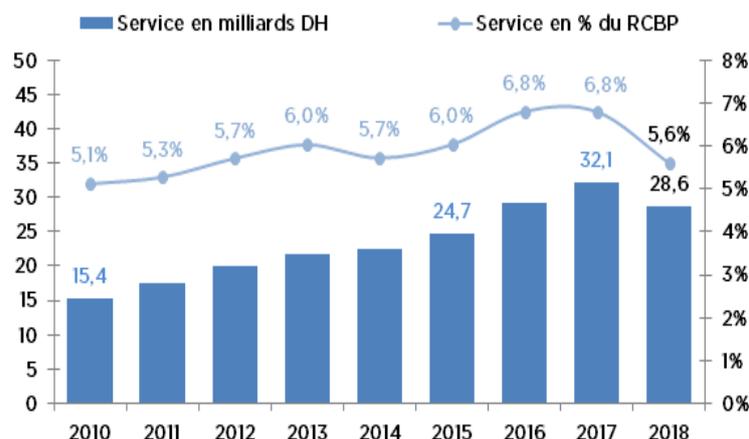
S'agissant de la contribution par secteur des créanciers, les multilatéraux, notamment le FMA, la BAD et la BIRD sont les principaux bailleurs de fonds pour les appuis aux réformes.

Pour les projets du reste des emprunteurs publics, les créanciers officiels demeurent les principaux bailleurs de fonds, notamment, la BIRD, la BAD, la BEI, la BID et le FADES pour les multilatéraux et l'Allemagne, la France et le Japon pour les bilatéraux.

### ► SERVICE DE LA DETTE EXTÉRIÈRE PUBLIQUE

Les charges de la dette extérieure publique en amortissements, intérêts et commissions réglées durant l'année 2018 se sont élevées à 28,6 milliards DH contre 32,1 milliards DH en 2017, enregistrant, ainsi, une baisse de 3,5 milliards DH. Cette évolution s'explique par les effets conjugués de la hausse du service de la dette à l'égard des créanciers officiels de 2,4 milliards DH, d'une part, et le recul du service de la dette à l'égard des créanciers privés de 5,9 milliards DH d'autre part. Rapporté aux recettes courantes de la balance de paiements, le service de la dette extérieure publique a accusé une baisse de 1,2% passant à 5,6% des recettes courantes de la balance des paiements en 2018 contre 6,8% en 2017.

**Graphique 24 : Évolution du service de la dette extérieure publique**



## Amortissements

Les amortissements de la dette extérieure publique se sont établis à 20,0 milliards DH contre 23,4 milliards DH en 2017, soit une baisse de 3,4 milliards DH ou 15%. Cette évolution s'explique par (i) l'absence de remboursement d'Eurobond durant l'année 2018 contrairement à 2017 et (ii) la hausse des amortissements à l'égard des créanciers officiels de l'ordre de 2,2 milliards DH.

Par groupement d'emprunteurs, l'évolution des amortissements de la dette extérieure publique se présente comme suit :

**Tableau 15 : Amortissement de la dette extérieure publique par débiteurs - En millions DH -**

	2017	2018	Variation en %
Dette extérieure du Trésor	13 243	8 085	-39%
Dette extérieure hors Trésor	10 146	11 894	17%
<b>Total</b>	<b>23 389</b>	<b>19 979</b>	<b>-15%</b>

Par groupement de créanciers :

**Tableau 16 : Amortissement de la dette extérieure publique par groupement de créanciers - En millions DH -**

	2017	2018	Variation
Créanciers bilatéraux	8 292	9 550	15%
Créanciers multilatéraux	8 744	9 673	11%
Banques commerciales et MFI	6 352	756	-88%
<b>Total</b>	<b>23 389</b>	<b>19 979</b>	<b>-15%</b>

## Charges en intérêts et commissions

Les charges en intérêts de la dette extérieure publique se sont établies, à fin 2018, à 8,6 milliards DH contre 8,7 milliards en 2017, soit une baisse de 63 millions DH (ou 1%). Cette tendance s'explique par la baisse des intérêts de la dette extérieure du Trésor de 39 millions DH et de ceux des autres emprunteurs publics de 24 millions DH.

Par groupement de créanciers, l'évolution des charges en intérêts et commissions de la dette extérieure publique se présente comme suit :

**Tableau 17 : Intérêts et commissions de la dette extérieure publique par groupement de créanciers - En millions DH -**

	2017	2018	Variation en %
Créanciers bilatéraux	2 042	2 120	4%
Créanciers multilatéraux	2 934	3 134	7%
Banques commerciales et MFI	3 694	3 354	-9%
<b>Total</b>	<b>8 670</b>	<b>8 607</b>	<b>-1%</b>

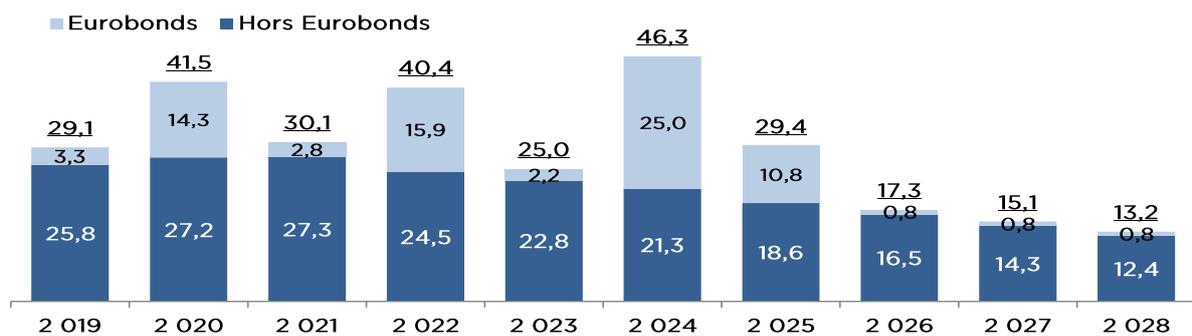
## ► PROJECTIONS SUR 10 ANS DU SERVICE DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

Sur la base de l'encours constaté à fin 2018, les projections, sur les 10 prochaines années, du service de la dette extérieure publique sont marquées par cinq tombées de remboursements au titre des émissions réalisées sur le MFI. Ces tombées interviendront pour le Trésor en 2020, 2022 et 2024 et pour l'OCP en 2024 et 2025.

À noter que le profil des amortissements, hors Eurobonds, reste bien lissé et ne présente pas, à moyen terme, de pics de remboursements et ce, compte tenu du caractère amortissable de cette dette qui est contractée auprès des créanciers bilatéraux et multilatéraux.

En effet, durant la période 2019-2028 et hormis le service des Eurobonds, les projections du service de la dette extérieure publique devrait baisser en moyenne à un rythme annuel de 8%. Le service de cette dette devrait se situer, en moyenne sur 2019-2023, à près de 25,5 milliards avant de se placer, en moyenne sur le période 2024-2025, à près de 16,6 milliards DH.

**Graphique 25 : Projections sur 10 ans du service de la dette extérieure publique - En milliards DH -**



# DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Les garanties internes accordées par l'État portent essentiellement sur des emprunts obligataires émis par certains établissements et organismes bancaires publics dont notamment le CIH, ADM, l'ONCF, TM2 et TMPA.

Ainsi et à fin 2018, l'encours de la dette intérieure assortie de la garantie de l'État a atteint 28,5 milliards DH contre 27,4 milliards DH à fin décembre 2017 enregistrant une hausse de 1,1 milliards DH ou 4%.

Cette hausse résulte d'un nouvel emprunt obligataire garanti émis par l'ONCF en Juin 2018 pour un volume de 2 milliards DH. Cette augmentation a été atténuée par les remboursements en principal de l'année qui ont atteint 901 millions DH.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette intérieure garantie représente, à fin 2018, 2,6% en stabilité par rapport à l'année précédente.

## ▶ STRUCTURE PAR BÉNÉFICIAIRE

Par bénéficiaire, ADM reste le principal établissement bénéficiant de la garantie de l'État pour la mobilisation d'emprunts intérieurs avec une part de 66% de l'encours total de la dette garantie, suivie de l'ONCF (18%), TM2 (5%) TMPA (5%), MASEN (4%) et le CIH (2%).

## ▶ ÉMISSIONS DE L'ANNÉE 2018

Cette année a été marquée par l'émission de l'ONCF, le 14 juin 2018, d'un emprunt obligataire garanti par l'État portant sur un montant global de 2 milliards DH d'une durée de 30 ans et assorti d'un taux de 4,5%.

## ▶ SERVICE DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Le service de la dette intérieure garantie a atteint 2,2 milliards DH en 2018 contre 5,6 milliards DH en 2017 réparti comme suit :

- 901 millions DH au titre du principal, en baisse de 3,1 milliards DH par rapport à 2017 en raison principalement du rachat, en 2017, par ADM d'un montant de 3,7 milliards DH dans le cadre d'une opération d'échange ; et
- 1,3 milliard DH au titre des intérêts, en quasi-stabilité par rapport à 2017.

À noter que l'importance des échéances en intérêts par rapport au principal est due au mode de remboursement in fine de cette dette.

## ▶ INDICATEURS DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Les principaux indicateurs de la dette intérieure garantie se présentent comme suit :

- la durée de vie moyenne à fin décembre 2018 s'est établie à 11 ans et 1 mois, en stabilité par rapport à fin 2017 ;
- le coût moyen de la dette garantie à fin 2018 a atteint 4,7% en baisse de 20 pb comparativement à 2017 (4,9%).

Au total, l'encours de la dette intérieure du Trésor augmenté de la dette intérieure garantie a atteint 603,1 milliards DH à fin 2018 contre 566,5 milliards DH à fin 2017 marquant, ainsi, une hausse de près de 6,5%. L'encours de la dette intérieure garantie ne représente que 5% de l'encours global.

# GESTION ACTIVE DE LA DETTE

## ▸ DETTE INTÉRIEURE

La gestion active de la dette intérieure mise en place par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures vise essentiellement la réduction du risque de refinancement inhérent au portefeuille de la dette du Trésor à travers un lissage de l'échéancier de la dette du Trésor pour éviter la concentration des remboursements sur certains mois et années.

Cette gestion active se traduit par le recours à des opérations de rachat et/ou des opérations d'échange de titres, ayant des maturités résiduelles inférieures à 24 mois, qui correspondent à une substitution d'anciens titres par des nouveaux.

L'objectif principal recherché à travers la réalisation de ces opérations n'est pas de générer des gains financiers immédiats, mais plutôt de réduire le risque de refinancement, ce qui pourrait avoir un impact positif sur le coût de financement du Trésor.

### Bilan 2018

L'année 2018 a été marquée par le recours de la Direction du Trésor à 10 opérations d'échange de BDT pour un montant total racheté de 19,8 milliards DH.

Par année d'échéance, le montant racheté en 2018 a été réparti comme suit :

- 9,1 milliards DH au titre du rachat des tombées de 2018 ; et
- 10,7 milliards DH au titre des échéances de 2019.

Le montant global de la demande drainée au titre des lignes de remplacement émises dans le cadre des opérations d'échange a été 2,6 fois plus important que le montant racheté au titre de l'année 2018 et s'est établi à 52 milliards DH, représentant, ainsi, 13,5% du montant global offert au titre des séances d'adjudication réalisées en 2018 et 29,8% de l'offre reçue sur les maturités à 5 ans et plus.

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre de 2018, la Direction du Trésor a ciblé le rachat des échéances de 2018 avec un montant racheté de près de 5,9 milliards DH, soit une part de 58%, contre un montant racheté de 4,2 milliards DH pour les tombées de 2019 et une part de 42%.

Le 2<sup>ème</sup> semestre 2018 a connu le rachat d'une part plus importante des tombées de 2019 avoisinant 67%, soit un montant racheté de près de 6,5 milliards DH alors que le rachat des tombées de 2018 n'a porté que sur un volume de 3,2 milliards DH (33%).

**Tableau 18 : Maturités et montants émis au titre des opérations d'échange – En millions DH -**

	Montant de remplacement	Part
BDT 5 ans	13 189,1	64,9%
BDT 10 ans	5 351,6	26,3%
BDT 15 ans	1 771,6	8,7%
<b>Total (*)</b>	<b>20 312,3</b>	<b>100%</b>

\* La différence entre les montants rachetés et les montants de remplacement est due aux écarts de valorisation des titres rachetés et ceux émis.

En termes d'impact des opérations de gestion active de la dette intérieure réalisées en 2018 sur les indicateurs de coût et de risque, lesdites opérations ont engendré :

- une légère hausse des charges en intérêts de la dette intérieure payées en 2018 de près de 53,4 millions DH. Cette hausse provient de l'effet combiné de la baisse des charges en intérêts payées en 2018 de près de 59,6 millions DH, suite au rachat par

anticipation des tombées de cette même année et d'une augmentation des dites charges de près 113,0 millions DH, suite au rachat des tombées de 2019.

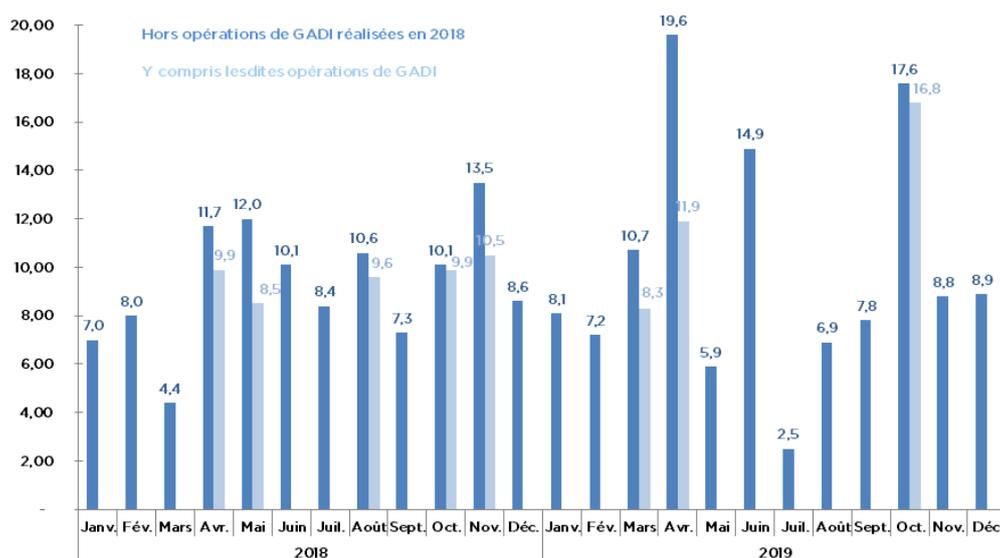
- une atténuation du risque de refinancement lié à la dette du Trésor à travers (i) la réduction des tombées des mois concernés par les opérations d'échange de BDT de près de 1,9 milliards DH en moyenne par mois en 2018 et de près de 3,6 milliards DH en moyenne par mois en 2019 et (ii) le rallongement de la DVM de la dette intérieure de près de 2 mois.

**Tableau 19 : Charges en intérêts au titre de l'année 2018 avec et sans rachat – En millions DH –**

Maturité	Sans rachat	Avec rachat	Écart
<b>Rachat des tombées de 2018</b>			
52 sem.	105,4	89,0	-16,3
2 ans	28,8	19,8	-9,0
5 ans	218,3	184,1	-34,3
<b>Rachat des tombées de 2019</b>			
2 ans	0,0	45,0	45,0
5 ans	152,2	224,8	72,6
15 ans	32,9	28,3	-4,6
<b>Économie en intérêts découlant du rachat des tombées de 2018</b>			-59,6
<b>Intérêts additionnels découlant du rachat des tombées de 2019</b>			113,0

En plus de ces résultats quantitatifs, les opérations de gestion active de la dette intérieure ont également eu un impact qualitatif sur la gestion de la dette en permettant au Trésor de lisser ses besoins de trésorerie sur toute l'année et de mieux gérer sa politique d'émission.

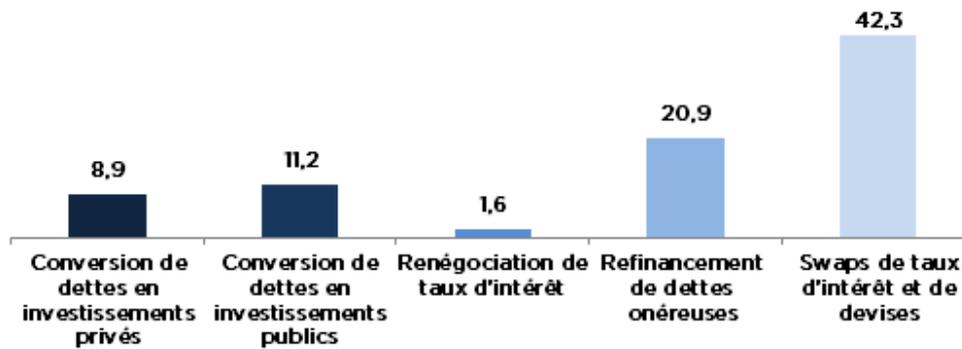
**Graphique 26 : Profil de remboursements de la dette du Trésor (Intérêts et Principal) - En milliards DH -**



## ▶ DETTE EXTÉRIEURE

Le cumul des montants traités via les opérations de gestion active initiées en 1996 avoisine les 85 milliards DH. Ces opérations visent aussi bien la réduction du coût d'endettement que l'atténuation des risques financiers liés au portefeuille de la dette extérieure du Trésor. Sur l'année 2018, un montant de l'ordre de 4,5 millions DH de dettes a été traité.

**Graphique 27 : Répartition des opérations de gestion active de la dette extérieure par mécanisme**  
- En milliards DH -



Le montant traité au cours de l'année 2018 a porté sur la conversion de dettes en investissements publics avec l'Italie et se répartit comme suit :

- 3,1 millions DH destinés aux projets relevant de l'Initiative Nationale pour le Développement Humain ; et
- 1,4 million DH alloués au projet de préservation du patrimoine archéologique national (Sites de Chellah et Volubilis).

Dans le cadre de cet accord de conversion de dettes conclu avec l'Italie, un montant de 12,4 millions DH de dettes a été annulé en 2018 au titre des opérations de conversion réalisées en 2017. Quant à l'annulation de la dette au titre du programme de conversion de dettes avec l'Espagne, elle s'effectue à la fin dudit programme, et ce, après l'achèvement de l'ensemble des projets financés dans ce cadre.

# MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

## ▶ ACTIVITÉS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

Pour la quatrième année consécutive, l'activité sur le marché secondaire des BDT a maintenu son dynamisme quoiqu'en ralentissement par rapport à l'année 2017. Ainsi, les échanges fermes ont progressé de 14% contre 27% en 2017.

Ce constat se vérifie également au niveau du marché de la pension livrée des BDT où le volume traité a marqué une progression de 15% à fin 2018 contre 45% en 2017.

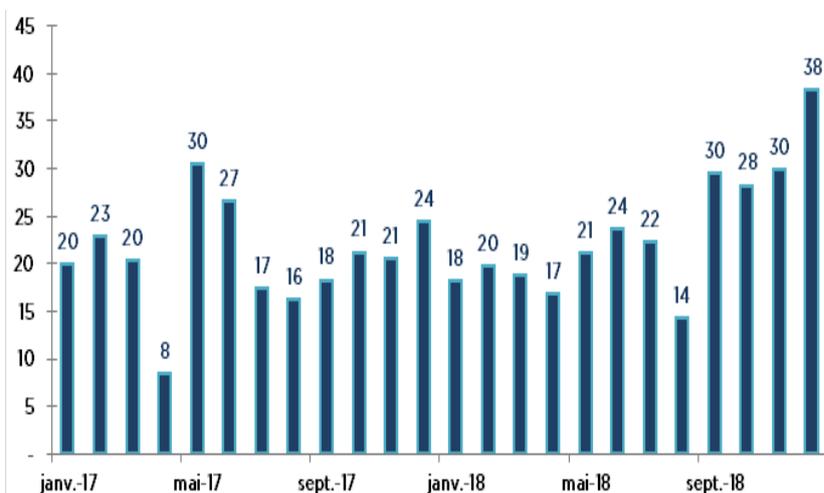
Grâce à cette amélioration de l'activité sur le marché secondaire, la liquidité de ce marché s'est inscrite dans un trend haussier comme en témoigne le taux de rotation qui s'est établi à 0,46 en 2018 contre 0,43 en 2017. De même, le volume quotidien moyen et la taille moyenne des opérations ont progressé de 14% et de 11% pour atteindre 1,2 milliards DH et 75 millions DH respectivement.

Quant aux taux d'intérêt secondaires, ils se sont caractérisés par une correction haussière qui a atteint en moyenne 6 pb par rapport à leurs niveaux à fin 2017. Cette hausse a été plus prononcée sur les segments à très court terme et long terme.

### Échanges fermes

À fin 2018, le volume\* total des échanges fermes s'est établi à 281,2 milliards DH contre 247,0 milliards DH à fin 2017.

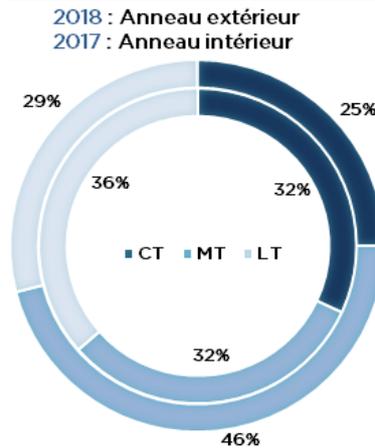
**Graphique 28 : Volume mensuel des transactions fermes - En milliards DH -**



\* Ce volume ne tient pas compte des opérations intra-dépositaires.

Si on regarde l'évolution depuis 2015, la tendance observée durant ces quatre dernières années s'est maintenue avec des échanges fermes de plus en plus concentrés sur les maturités moyennes au détriment des maturités courtes. Dans ce sillage, la structure des échanges en 2018 s'est caractérisée par une progression importante des transactions réalisées sur les titres à moyen terme dont la part est passée de 32% en 2017 à 46% en 2018, alors que les parts des transactions réalisées sur le court terme et le long terme ont enregistré une baisse passant respectivement de 32% et 36% en 2017 à 25% et 29% à fin décembre 2018.

**Graphique 29 : Répartition par terme résiduel des transactions fermes**



Le rebond du volume des échanges fermes sur le segment MT a été essentiellement le résultat de la dynamisation des émissions primaires sur ce segment et la poursuite des opérations d'échange des BDT.

### Lignes échangées

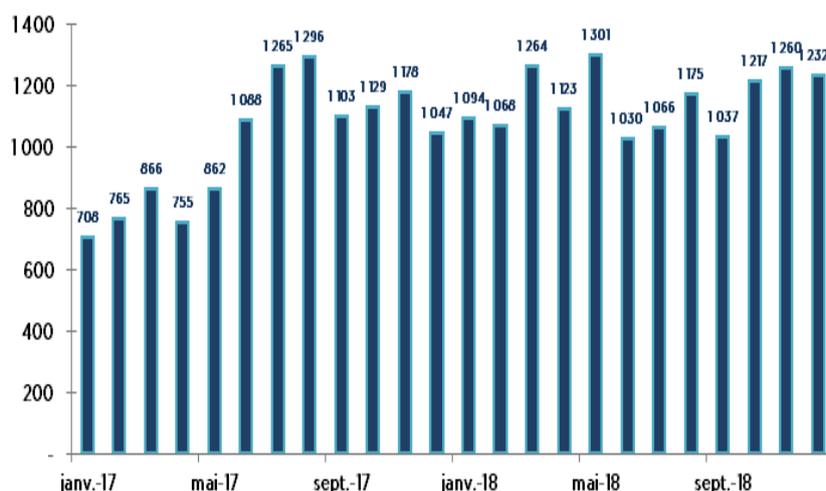
Le nombre des lignes échangées en 2018, toute maturité confondue, a baissé à 86 contre 104 en 2017 alors que le nombre de transactions sur ces lignes s'est inscrit en hausse évoluant de 3 659 transactions en 2017 à 3 763 transactions à fin décembre 2018.

Les lignes à court terme (terme résiduel) ont été les plus échangées par les opérateurs et donc les plus liquides avec des taux de rotation largement supérieurs au taux de rotation du portefeuille global de la dette.

### Marché de la pension livrée (repo)

En 2018, l'activité sur le marché de la pension livrée sur les BDT a enregistré une hausse de 15% en comparaison avec son niveau à fin 2017 marquant, ainsi, le retour à une croissance annuelle comparable à celle enregistrée avant 2017, avec un volume total réalisé de 13 868 milliards de dirhams (cessions et acquisitions).

**Graphique 30 : Volume mensuel des transactions repo - En milliards DH -**



Concernant les titres ayant servi de collatéral pour ces transactions, les BDT à moyen terme (terme résiduel) ont été les plus utilisés dans les échanges par les opérateurs. Ainsi, ces titres ont représenté près de 52% du volume global échangé tandis que les parts des BDT à court et à long termes ont atteint 19% et 29% respectivement à fin 2018.

**Graphique 31 : Répartition par terme résiduel des transactions repo**



### ▶ ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

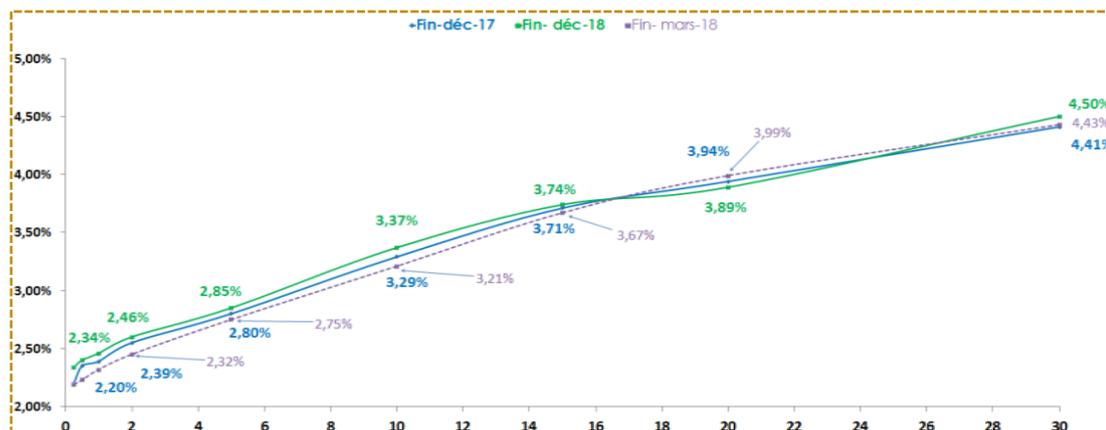
A l'exception de la maturité de 20 ans dont le taux a baissé de 5 pb, l'année 2018 a été marquée par une hausse des taux secondaires sur la quasi-totalité des segments qui a atteint en moyenne près de 6 pb. Les maturités à 13 semaines et 30 ans ont été les plus impactées et ont connu des hausses atteignant 14 pb et 9 pb respectivement.

Au cours de l'année, les taux secondaires ont évolué selon deux phases :

- une première phase, correspondant au premier trimestre, qui a été marquée par une évolution baissière des taux sur la quasi-totalité des maturités à part les maturités à 20 et 30 ans qui n'ont pas été émises par le Trésor sur le marché primaire ;
- une seconde phase, correspondant aux trois derniers trimestres de l'année 2018, débutée par une évolution mitigée des taux secondaires avant de déboucher, en fin d'année, sur une correction haussière généralisée sur l'ensemble des maturités à l'exception de la maturité à 20 ans qui a enregistré une baisse de l'ordre de 5 pb.

Au terme de l'année 2018, les taux secondaires ont enregistré une correction haussière moyenne de près de 6 pb par rapport à fin 2017 toutes maturités confondues.

**Graphique 32 : Évolution de la courbe des taux**



## ▶ LIQUIDITÉ DU MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

La liquidité du marché a connu une nette amélioration comme en témoignent l'évolution des trois principaux indicateurs à savoir : le taux de rotation, la taille moyenne des opérations et le volume moyen quotidien.

### Taux de rotation

Rappelons que ce taux est le rapport entre le volume des titres négociés sur le marché secondaire, au cours d'une période donnée, et l'encours de ces titres. Calculé sur la base des transactions fermes, ce taux s'est établi à 0,46 à fin 2018 contre 0,43 en 2017, ce qui signifie qu'une part de 46% de l'encours de la dette émise par adjudication a été échangée sur le marché secondaire.

### Taille moyenne des opérations fermes

La taille moyenne des opérations fermes est le rapport entre le volume global des transactions fermes effectuées au cours d'une période donnée et le nombre des opérations de la même période. Elle permet de mesurer la capacité des investisseurs à exécuter des transactions avec des montants élevés. En 2018, la taille moyenne des opérations fermes a atteint 75 millions DH contre 67 millions DH en 2017, soit une progression de 11%.

### Volume quotidien moyen des opérations fermes

Le volume quotidien moyen des opérations fermes est passé de 1 milliard DH en 2017 à 1,2 milliard DH en 2018, soit une hausse de 14%.

## ▶ ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ SUR LE MARCHÉ ÉLECTRONIQUE

Après plus de trois ans de l'entrée en vigueur de l'ensemble des dispositions de la convention DTFE-Banques IVT, l'activité sur la plateforme E-Bond Maroc s'est nettement améliorée en termes, à la fois, de cotations affichées, des transactions et des volumes négociés.

Ainsi et au niveau du compartiment B2B réservé aux teneurs de marché, en l'occurrence les banques IVT qui ont l'obligation de coter des prix fermes à l'achat et à la vente pour un panel de lignes présélectionnées, 93 transactions ont été réalisées pour un volume négocié de 9 138,9 millions DH (Cessions ou acquisitions), en hausse de 3% par rapport à l'année 2017.

En termes de cotations affichées sur EBond, les IVT ont réalisé une surperformance en faisant mieux que les engagements exigés en termes de temps, de spread et de la quantité affichée. Les taux de cotation affichés sont en ligne avec les taux des transactions issues de la courbe des taux de référence des BDT publiée par la Banque Centrale.

# GESTION ACTIVE DE LA TRÉSORERIE PUBLIQUE

Au cours de l'année 2018, le recours de la DTFE aux opérations de gestion active de la trésorerie s'est fait dans un contexte caractérisé par :

- le creusement du déficit de la liquidité bancaire qui est passé à -62,2 milliards DH en moyenne hebdomadaire durant l'année 2018 contre -41,5 milliards DH au cours de l'année 2017; et
- une légère baisse des disponibilités du CCT qui ont atteint 8,5 milliards DH en moyenne quotidienne contre 9,5 milliards DH en 2017 (hors opérations).

## ▶ OPÉRATIONS RÉALISÉES EN 2018

Au cours de l'année 2018, la DTFE a réalisé 321 opérations de placement des excédents du solde du CCT dont 305 opérations de prise en pension.

**Tableau 20 : Opérations de gestion de la trésorerie réalisées en 2018**

	Opérations de placement	
	En blanc	Prise en pension
Nombre d'opérations annoncées	16	305
Répartition	5%	95%

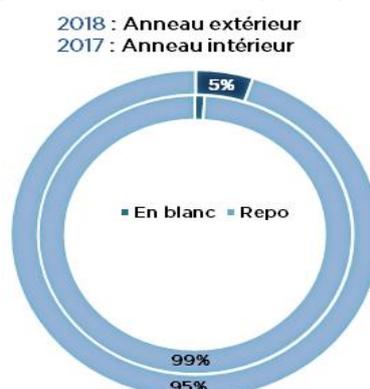
## ▶ VOLUME PLACÉ ET RÉMUNÉRATION

### Volume placé

Le volume global placé auprès des banques a atteint 811,4 milliards DH en 2018 contre 857,1 milliards DH l'an passé, soit une baisse de 5% due à la baisse des disponibilités du CCT de près de 5%. Par instrument, le volume placé au titre des opérations de prise en pension a représenté 95% du volume global placé contre 99% en 2017 alors que celui des opérations de dépôt en blanc a atteint 5% en 2018 contre 1% enregistré l'année dernière.

L'encours moyen quotidien de ces opérations a atteint 6,2 milliards DH en 2018 contre 7,0 milliards DH un an auparavant. Par type d'opération, l'encours quotidien moyen des prises en pension s'est établi à 6,1 milliards DH en 2018 contre 6,9 milliards DH en 2017. Pour ce qui est des dépôts en blanc, leur encours quotidien moyen\* a atteint près de 1,3 milliards DH en 2018 contre 0,8 milliards DH en 2017.

**Graphique 33 : Répartition du volume placé par nature d'opération**



\* Calculé uniquement pour les jours ayant connu des opérations de placement en blanc.

### Taux des placements du Trésor

Le TMP des opérations de placement s'est établi à 2,33% en 2018 contre 2,37% en 2017, soit une baisse de près de 4,1 pb.

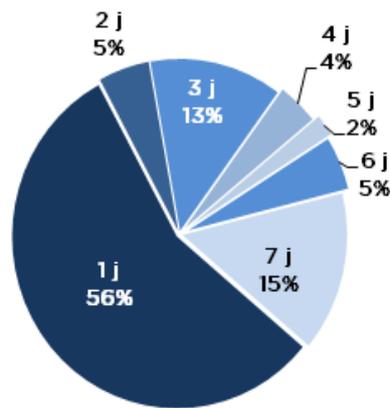
Par type d'instrument, le TMP des opérations de prise en pension a baissé de près de 4,1 pb s'établissant à 2,33%. Pour ce qui est des opérations de dépôts en blanc, leur TMP a enregistré une légère hausse par rapport à l'année dernière atteignant 1,6 pb.

### Durées des opérations de placement

Conformément aux règles de gestion des risques liés aux opérations de placement des excédents de trésorerie, les dépôts en blanc sont réalisés sur une durée d'une journée alors que les opérations de prise en pension ont une durée allant de 1 à 7 jours ouvrables.

Ainsi, pour les opérations repos, le nombre d'opérations réalisées sur une durée de 1 jour reste prépondérant avec une part de 56% en 2018 contre 58% en 2017. Quant au nombre d'opérations réalisées sur une durée supérieure à 3 jours, il s'est établi à 44% en 2018, dont 15% sur une durée de 7 jours.

**Graphique 34 : Nombre d'opérations de prise en pension en fonction de la durée**

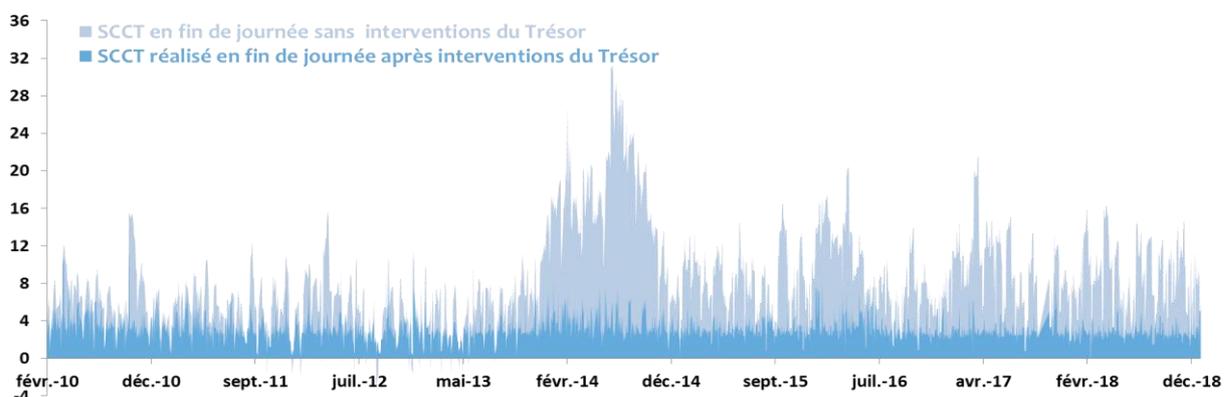


### Réalisations en 2018

#### Optimisation du solde du CCT

Grâce au recours quotidien aux opérations de placement sur le marché monétaire, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a pu réduire le niveau du solde du CCT de près de 5,8 milliards DH en moyenne par jour en 2018 s'établissant à 2,8 milliards DH en moyenne quotidienne contre 8,5 milliards DH hors opérations de trésorerie.

**Graphique 35 : Évolution du solde du compte courant du Trésor - En milliards DH -**



### *Intérêts perçus par le Trésor*

Au titre de l'année 2018, les recettes issues des opérations de gestion active de la trésorerie ont atteint 145,4 millions DH (nets d'impôts) réparties comme suit :

- 111,3 millions DH (77% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 34,1 millions DH au titre de la rémunération du solde du CCT.

Depuis le début des opérations en février 2010, le montant total des recettes de la gestion active de la trésorerie s'est établi à 1,4 milliard DH réparti comme suit :

- 979,4 millions DH (ou 69% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 430,5 millions DH issus de la rémunération du solde du CCT.

# ACTIONS ET MESURES DE RÉFORMES EN 2018

Dans le cadre du processus continu d'amélioration de l'efficacité de la gestion de la dette et de diversification des sources de financement de l'État, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a poursuivi, en 2018, la mise en place des mesures visant à renforcer la transparence de la gestion de la dette publique et l'efficacité du marché des valeurs du Trésor et à réduire à terme le coût de financement de l'État.

Les actions entreprises en 2018 s'articulent autour des axes suivants :

**1. Poursuite des projets entamés dans le cadre de l'assistance technique avec la BERD qui visent le développement du marché local des capitaux et qui portent notamment sur :**

- la révision du cadre réglementaire des transactions sur les bons du Trésor afin d'établir un cadre qui permettra d'assurer une supervision adéquate de l'activité du marché et favorisera la transparence et l'efficacité du marché. À cet effet, Le cabinet d'avocat international Kramer Levin, recruté par la BERD dans le cadre de ce projet, a procédé au diagnostic du marché actuel de la dette souveraine (primaire et secondaire).

La 2<sup>ème</sup> phase du projet, qui sera entamée en 2019, consistera en la proposition, par ledit cabinet, (i) de mesures de réforme pour renforcer le cadre légal et réglementaire actuel du marché des BDT en s'appuyant sur les meilleures pratiques internationales en la matière et (ii) d'une feuille de route pour la mise en place des mesures de réforme proposées.

- le développement d'une courbe des taux de référence pour les bons du Trésor en substitution à la courbe actuelle, qui sera conforme aux standards internationaux et sera utilisée, comme référence, pour la valorisation des actifs financiers des investisseurs institutionnels et comme outil réglementaire de valorisation des portefeuilles des OPCVM. À cet effet, la première phase de ce projet dédiée à la préparation et à la collecte des données nécessaires pour la construction de cette nouvelle courbe ainsi qu'au choix du modèle mathématique qui servira de base pour son estimation a été finalisée. Les prochaines phases seront destinées au développement d'une application informatique qui prendra en charge le modèle choisi et à la réalisation des tests nécessaires.

**2. Démarrage de la dernière phase du projet d'appui à la modernisation du cadre organisationnel de gestion de la dette entrepris dans le cadre de l'assistance technique financée par un don de la Banque Africaine de Développement.**

L'année 2018 a connu le démarrage de la dernière phase de ce projet dont la réalisation a été attribuée au cabinet international Cognizant. Ce dernier se chargera de l'élaboration des principaux outils de travail nécessaires pour une meilleure efficacité et efficacité en matière de gestion de la dette et de la trésorerie publique à savoir :

- un manuel des procédures, conforme aux standards internationaux, relatif aux activités du pôle dette ;
- un cadre de référence du contrôle interne ;
- un cadre de référence de gestion des risques liés à la gestion de la dette et de la trésorerie publiques ; et
- un cadre de référence d'audit interne.

# EVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR À FIN JUIN 2019

## ► FINANCEMENT DU TRÉSOR AU COURS DU 1<sup>ER</sup> SEMESTRE 2019

### Financement intérieur :

Les conditions de financement du Trésor, à fin juin 2019, se sont caractérisées par :

- une hausse du volume global des soumissions s'établissant à 257,7 milliards DH contre 212,4 milliards DH à fin juin 2018, soit une hausse de 21% ;
- une hausse de près de 20% du volume global des émissions du Trésor qui a atteint 63,6 milliards DH (dont 26,6 milliards DH au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure) contre 53,0 milliards DH (dont 10,3 milliards DH au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure) à fin juin 2018. Ces levées ont été distribuées à hauteur de 84% sur les maturités à 5 ans et plus contre 44% à fin juin 2018 ;
- une baisse des taux retenus par le Trésor comparé à ceux enregistrés à fin décembre 2018 de près de 24,8 pb en moyenne ; et
- une baisse de 4,4 milliards DH au titre des flux nets des adjudications du Trésor qui ont atteint 12 milliards DH à fin juin 2019 contre 16,4 milliards DH à fin juin 2018.

### Financement extérieur :

À fin juin 2019, les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor se sont élevés à 9,8 milliards DH contre 379 millions DH durant la même période de l'année 2017.

Les appuis aux réformes ont bénéficié d'un montant de 9,4 milliards DH destinés, principalement, aux appuis à l'économie numérique, à l'industrialisation et au développement des filières agricoles.

Les projets du Budget ont bénéficié d'un montant global de 379 millions DH dont 243 millions ont été destinés au secteur de l'Eau/barrages et 87 millions DH aux petites et moyennes entreprises.

Les flux nets sur emprunts extérieurs du Trésor se sont établis à fin juin 2019 à 5,8 milliards DH contre -3,6 milliards DH comparativement à la fin de la même période de l'année 2018. Cette évolution s'explique par le niveau important des tirages réalisés auprès des créanciers multilatéraux, notamment ceux au titre des appuis aux réformes, qui ont atteint un volume de 9,4 milliards DH contre 0,4 milliard DH en juin 2018.

## ► ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN JUIN 2019

À fin juin 2019, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 739,9 milliards DH contre 722,6 milliards DH à fin de décembre 2018, soit une progression de 17,3 milliards DH ou 2,4%. Cette évolution s'explique par l'augmentation de l'encours de la dette intérieure de près de 1,8% et 4,5% pour la dette extérieure.

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à près de 18 milliards DH à fin juin 2019 contre 16,6 milliards DH à fin juin 2018. Les charges dues au titre de la dette intérieure se sont établies à près 16,2 milliards DH contre 14,8 milliards DH à fin juin 2018, tandis que celles dues au titre de la dette extérieure se sont établies à 1,8 milliard DH en quasi-stabilité par rapport à la fin de la même période de l'année 2018.

Quant aux charges en principal, elles se sont établies à 58,4 milliards DH à fin juin 2019, en hausse de 15,5 milliards par rapport à fin juin 2018. Les charges en principal de la dette intérieure ont atteint 54,4 milliards DH contre 38,9 milliards à fin juin 2018 et les remboursements sur emprunts extérieurs du Trésor se sont élevés à 4 milliards DH en quasi-stabilité par rapport à la fin de la même période de l'année 2018.

Concernant les flux nets de la dette du Trésor, ils se sont stabilisés par rapport à fin juin 2018 à près de 16,2 milliards DH dont 10,4 milliards DH au titre des flux nets de la dette intérieure et 5,8 milliards DH au titre de la dette extérieure.

## ▶ EVOLUTION DES INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUE

### TMP à l'émission

À fin juin 2019, le TMP à l'émission des BDT s'est établi à 3,08% en hausse de près de 30,9 pb par rapport à fin 2018 où il a atteint 2,77%. Cette hausse est imputable principalement à la structure des mobilisations durant le 1er semestre 2019 caractérisée par une concentration des levées sur les maturités à 5 ans et plus (84% des levées globales).

### Durée de vie moyenne

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor s'est établie à 6 ans et 9 mois à fin juin 2019, en hausse de 4 mois et demi par rapport à fin 2018. Cette évolution est imputable à la hausse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure de 5 mois et celle de la dette extérieure de 3 mois.

À fin juin 2019, la durée de vie moyenne s'établie à 6 ans et 5 mois pour la dette intérieure du Trésor et 8 ans et un mois pour la dette extérieure.

## ▶ GESTION ACTIVE DE LA DETTE

### Dettes intérieure

Au cours du premier semestre de 2019, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a réalisé 5 opérations d'échange de BDT avec un montant global racheté de près de 26,8 milliards DH.

Ces opérations visent à atténuer le risque de refinancement à travers le lissage des tombées de la dette pour les mois qui connaissent des pics de remboursement importants en 2019 et 2020, ce qui permet de réduire d'autant le besoin de financement des mois en question.

Ainsi, durant ce premier semestre, la Direction du Trésor a pu racheter des tombées des mois de mars, avril, juin, septembre et octobre 2019 et les mois de mars, avril et juillet 2020, contre l'émission de BDT à 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans et 30 ans.

Tableau 21 : Opérations réalisées à fin juin 2019

- En millions DH -

Mois de rachat	Volume racheté
Février	7 472,2
Mars	1 851,8
Avril	14 837,2
Juin	2 676,9
<b>Total</b>	<b>26 838,1</b>

En terme d'impact des opérations d'échange sur les charges en intérêts de la dette intérieure payés au titre du premier semestre 2019, il est à signaler qu'elles se sont traduites par une diminution nette desdites charges de près de 170,8 millions DH due au rachat des tombées de 2019 et de 2020 avant la date d'échéance du coupon des lignes rachetées.

### ► MARCHE SECONDAIRE DES BDT

Durant le premier semestre de 2019, l'activité sur le marché secondaire des BDT a été marquée par une hausse des échanges de près de 56% en comparaison avec la même période de 2018. Le volume des transactions fermes est, ainsi, passé à 185,1 milliards DH contre 118,6 milliards DH à fin juin 2018. Cette évolution s'est opérée malgré la baisse de l'offre en papier neuf sur le marché primaire qui a atteint 12,0 milliards DH à fin juin 2019 contre 16,4 milliards DH à fin juin 2018.

Comme conséquence de cette évolution, la liquidité du marché secondaire s'est nettement améliorée en témoigne le taux de rotation qui s'est établi à 32% à fin juin 2019 contre 23% à fin juin 2018. De même, le volume moyen quotidien des opérations s'est établi à 1,5 milliard DH à fin juin 2019 contre un milliard DH à fin juin 2018 et la taille moyenne des opérations est passée de 69,0 millions DH à fin juin 2018 à 76,4 millions DH à fin juin 2019.

En termes de taux sur le marché secondaire, ces derniers ont enregistré un mouvement baissier qui a concerné tous les segments de la courbe et a atteint en moyenne 21 pb par rapport aux niveaux enregistrés à fin décembre 2018.

Concernant l'évolution de l'activité sur le marché de la pension livrée sur les BDT, le volume traité a atteint 6 646,2 milliards DH à fin juin 2019 contre 6 879,7 milliards DH à fin juin 2018, en légère baisse de 3%.

### ► GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE PUBLIQUE

Les principaux faits marquants des interventions de la Direction du Trésor sur le marché monétaire se présentent comme suit :

- le nombre d'opérations réalisées au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 s'est établi à 173 contre 159 opérations réalisées au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2018 ;
- le volume globale placé a atteint 468,1 milliards DH au titre des six premiers mois de 2019 contre 405,9 milliards DH durant le 1<sup>er</sup> semestre 2018, soit une hausse de près de 15% ;
- le solde quotidien moyen du CCT réalisé en fin de journée, tenant compte des opérations de placement, s'est établi à 3,1 milliards DH contre 8,8 milliards DH hors opérations, soit une réduction de près de 5,7 milliards DH en moyenne par jour ; et
- le taux quotidien moyen des placements de la Direction du Trésor (tous types de placements confondus) s'est établi à 2,23% au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2019, soit le même taux enregistré à fin juin 2018.

# ANNEXES STATISTIQUES

## ▸ DETTE DU TRÉSOR

(En millions de dirhams sauf indiqué)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019 (P)
<b>ENCOURS</b>										
Dettes du Trésor	384 605	430 924	493 677	554 261	586 565	629 204	657 472	692 332	722 621	739 926
Variation en %	11,4%	12,0%	14,6%	12,3%	5,8%	7,3%	4,5%	5,3%	4,4%	2,4%
En % du PIB	49,0%	52,5%	58,2%	61,8%	63,3%	63,7%	64,9%	65,1%	65,3%	
Dettes intérieure	292 252	331 343	376 805	424 457	445 479	488 396	514 679	539 135	574 637	585 215
Variation en %	9,7%	13,4%	13,7%	12,6%	5,0%	9,6%	5,4%	4,8%	6,6%	1,8%
En % du PIB	37,2%	40,4%	44,4%	47,3%	48,1%	49,4%	50,8%	50,7%	51,9%	
Dettes extérieure	92 353	99 581	116 872	129 804	141 086	140 808	142 793	153 197	147 983	154 711
Variation en %	17,3%	7,8%	17,4%	11,1%	8,7%	-0,2%	1,4%	7,3%	-3,4%	4,5%
En % du PIB	11,8%	12,1%	13,8%	14,5%	15,2%	14,3%	14,1%	14,4%	13,4%	
<b>CHARGES EN INTERETS</b>										
Dettes du Trésor	17 738	18 572	20 731	23 300	25 747	28 033	27 753	27 894	28 016	18 000
Variation en %	1,6%	4,7%	11,6%	12,4%	10,5%	8,9%	-1,0%	0,5%	0,4%	
en % du PIB	2,3%	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,5%	
En % des ROs	10,2%	9,7%	10,3%	11,3%	12,0%	13,3%	12,7%	12,1%	12,0%	
Dettes intérieure	15 409	15 535	17 336	19 418	22 011	24 047	23 971	24 121	24 283	16 216
Variation en %	5,6%	0,8%	11,6%	12,0%	13,4%	9,2%	-0,3%	0,6%	0,7%	
En % du PIB	2,0%	1,9%	2,0%	2,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	
En % des ROs	8,8%	8,1%	8,6%	9,4%	10,2%	11,4%	11,0%	10,5%	10,4%	
Dettes extérieure	2 329	3 037	3 395	3 882	3 736	3 986	3 782	3 773	3 733	1 784
Variation en %	-18,7%	30,4%	11,8%	14,3%	-3,8%	6,7%	-5,1%	-0,2%	-1,0%	
En % du PIB	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	
En % des ROs	1,4%	1,6%	1,7%	1,9%	1,8%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	
<b>INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUE</b>										
<b>Coût apparent (En %)</b>										
Dettes du Trésor	4,70%	4,50%	4,50%	4,40%	4,30%	4,30%	4,10%	4,10%	3,90%	
Intérieure	5,2%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,8%	4,5%	4,5%	4,3%	
Extérieure	3,0%	3,3%	3,4%	3,3%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%	
<b>Durée de vie moyenne (En années)</b>										
Dettes du Trésor	5 A 7 M	5 A 6 M	5 A 7 M	5 A 6 M	6 A 6 M	6 A 10 M	7 A 0 M	6 A 10 M	6 A 5 M	6 A 9 M
Intérieure	5 A 1 M	4 A 11 M	4 A 8 M	4 A 5 M	5 A 9 M	6 A 3 M	6 A 7 M	6 A 5 M	6 A 0 M	6 A 5 M
Extérieure	7 A 3 M	7 A 6 M	8 A 5 M	9 A 0 M	8 A 11 M	8 A 8 M	8 A 8 M	8 A 5 M	7 A 10 M	8 A 1 M
<b>STRUCTURE DE LA DETTE DU TRESOR</b>										
<b>Structure par source de financement (en %)</b>										
Dettes Intérieure	76,0%	76,9%	76,3%	76,6%	75,9%	77,6%	78,3%	77,9%	79,5%	79,1%
Dettes Extérieure	24,0%	23,1%	23,7%	23,4%	24,1%	22,4%	21,7%	22,1%	20,5%	20,9%
<b>Structure par maturité résiduelle (en %)</b>										
Court terme	17,5%	13,9%	15,5%	16,8%	15,8%	13,9%	13,4%	12,4%	11,4%	10,4%
Moyen terme	38,1%	43,4%	41,3%	39,9%	33,6%	37,9%	37,6%	40,0%	44,4%	44,6%
long terme	44,4%	42,7%	43,2%	43,3%	50,6%	48,2%	49,0%	47,6%	44,2%	45,0%
<b>Structure par devises</b>										
Dirham marocain	75,2%	76,3%	75,9%	76,2%	75,6%	77,2%	77,7%	77,8%	79,3%	78,8%
Euro	18,8%	18,1%	18,5%	18,5%	19,3%	17,3%	16,0%	14,6%	13,1%	13,6%
Dollar US et devises liées	3,2%	2,9%	3,1%	3,3%	3,5%	4,0%	5,0%	6,3%	6,0%	6,0%
Dinar Koweïtien	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Yen Japonais	0,9%	0,8%	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Autres	1,0%	1,1%	0,9%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,7%	0,7%
<b>Structure par types de taux d'intérêt (en %)</b>										
Taux fixe	92,1%	92,2%	92,5%	91,4%	91,6%	91,4%	90,9%	91,0%	92,4%	92,4%
Taux variable	7,9%	7,8%	7,5%	8,6%	8,4%	8,6%	9,1%	9,0%	7,6%	7,6%

## ▶ DETTE INTÉRIEURE DU TRÉSOR

(En millions de dirhams sauf indiqué)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019
<b>ENCOURS</b>										
Dettes intérieure	292 252	331 343	376 805	424 457	445 479	488 395	514 679	539 135	574 637	585 215
% PIB	37,2%	40,4%	44,4%	47,3%	48,1%	49,4%	50,8%	50,7%	51,9%	
<b>REPARTITION PAR PRODUIT</b>										
Adjudications	277 815	314 211	356 721	412 971	426 057	470 104	490 028	516 706	546 205	558 235
Bons à 6 mois	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Autres	14 387	17 082	20 034	11 436	19 372	18 241	24 601	22 378	28 382	26 930
<b>REPARTITION PAR TERME RESIDUEL</b>										
<b>Dettes du Trésor</b>										
Court terme	61 171	52 539	68 958	84 983	84 717	80 107	75 284	77 450	74 003	68 985
Moyen terme	121 307	159 962	170 853	186 974	163 081	193 765	208 609	219 797	264 456	260 571
Long terme	109 774	118 842	136 994	152 500	197 681	214 523	230 785	241 888	236 178	255 659
<b>CHARGES DE LA DETTE INTERIEURE</b>										
<b>Charges en principal</b>										
Adjudications	81 236	67 147	77 768	118 937	97 083	104 474	91 440	84 002	85 554	51 578
Autres	3 698	4 280	836	1 396	1 813	2 100	2 205	2 732	3 070	2 838
<b>Charges en intérêts</b>										
Adjudications	13 592	13 656	15 067	16 864	19 149	21 491	21 585	21 602	21 722	14 732
Autres	1 817	1 879	2 269	2 554	2 861	2 556	2 385	2 519	2 561	1 484
<b>INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUES</b>										
Durée de vie moyenne	5 A 2 M	4 A 11 M	4 A 8 M	4 A 5 M	5 A 9 M	6 A 3 M	6 A 7 M	6 A 5 M	6 A	6 A 5 M
Coût moyen apparent	5,2%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	-
TMP à l'émission	3,7%	3,8%	4,1%	4,5%	4,3%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	3,1%
Part du court terme	21,0%	16,0%	18,0%	20,0%	19,0%	16,5%	14,6%	14,4%	12,9%	11,8%
<b>INDICATEURS DU MARCHE SECONDAIRE</b>										
Opérations fermes	173	188	142	159	150	171	193,8	247	281,2	185
Opérations repos	4 995	4 058	7 084	8 077	9 348	7 445	8 321	12 062	13 868	6 646
Taux de rotation BDT (%)	55	53	35	35	35	34	35	43	46	32
Taille moyenne des opérations	115	106	99	82	82	78	70	67	75	76
<b>DETTE INTERIEURE GRANTIE</b>										
Encours	13 691	15 475	18 051	19 611	20 447	21 695	23 928	27 397	28 496	32 593
% PIB	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,4%	2,6%	2,6%	
<b>ENCOURS DES LIGNES ÉMISES PAR ADJUDICATION</b>										
Encours	277 815	314 212	356 722	412 972	426 057	470 105	490 028	516 706	546 205	558 235
TCT			6 022							
13 semaines	1950	4 540	2 670	60	450	1050	408	418		
26 semaines	3 300	1 200	700	8903	1 700	984	6661,6	1 165		
52 semaines	28 962	10 620	6 279	24 891	12 721	25 449	11 982	24 693	20 097	13 501
2 ans	33 673	62 581	73 896	83 222	69 791	59 040	57 284	51 012	62 391	53 154
5 ans	48 286	59 783	82 880	94 328	95 222	123 679	130 581	140 581	145 466	146 984
10 ans	70 050	78 610	83 574	90 692	96 422	87 533	90 549	98 240	116 125	125 113
15 ans	69 658	73 042	76 465	86 640	101 931	110 092	117 381	123 665	125 087	137 361
20 ans	19 361	21 261	21 461	21 461	44 545	48 966	56 238	56 977	57 082	61 643
30 ans	2 575	2 575	2 775	2 775	3 275	13 312	18 945	19 958	19 958	20 477

(En millions de dirhams sauf indiqué)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019
<b>SOUSCRIPTIONS SUR LE MARCHÉ DES ADJUDICATIONS*</b>										
<b>Total des levées</b>	<b>101 114</b>	<b>103 543</b>	<b>120 279</b>	<b>175 187</b>	<b>110 169</b>	<b>148 521</b>	<b>111 364</b>	<b>110 680</b>	<b>115 053</b>	<b>63 607</b>
TCT	3 000	4 100	25 042	4 958						
13 semaines	4 187	8 490	8 130	18 494	1 800	9 907	5 658	3 535	811	
26 semaines	7 132	1 200	2 600	35 529	2 950	4 514	7 859	2 081	100	
52 semaines	27 962	11 650	6 279	24 891	9 250	22 149	13 850	19 734	17 316	4 095
2 ans	21 680	40 401	31 496	50 404	15 010	31 902	24 614	26 402	42 923	6 225
5 ans	25 483	19 857	25 502	16 249	21 044	43 184	27 757	35 346	31 060	17 425
10 ans	9 925	9 730	14 360	14 137	16 911	12 871	11 433	8 872	17 885	11 211
15 ans	1 175	6 215	6 470	10 525	19 619	9 536	7 289	12 959	4 853	19 570
20 ans	570	1 900	200		23 085	4 421	7 272	739	105	4 562
30 ans			200		500	10 037	5 633	1 013	0	520

\* Y compris les émissions de BDT au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure

<b>TAUX MOYENS PONDÉRÉS DES BONS ÉMIS PAR ADJUDICATION</b>										
<b>TMP annuel</b>	<b>3,73%</b>	<b>3,75%</b>	<b>4,07%</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,27%</b>	<b>3,08%</b>	<b>2,82%</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,77%</b>	<b>3,08%</b>
13 semaines	3,36%	3,32%	3,37%	3,88%	2,98%	2,52%	2,09%	2,15%	2,17%	
26 semaines	3,44%	3,33%	3,45%	4,03%	2,97%	2,53%	2,21%	2,22%	2,19%	
52 semaines	3,56%	3,46%	3,72%	4,16%	3,10%	2,62%	2,26%	2,36%	2,41%	2,34%
2 ans	3,67%	3,65%	3,98%	4,63%	3,37%	2,77%	2,45%	2,48%	2,56%	2,50%
5 ans	3,93%	3,88%	4,20%	5,02%	4,22%	3,14%	2,68%	2,83%	2,81%	2,69%
10 ans	4,17%	4,16%	4,51%	5,52%	4,73%	3,54%	3,22%	3,27%	3,32%	3,12%
15 ans	4,34%	4,36%	4,64%	5,77%	5,51%	4,00%	3,64%	3,80%	3,70%	3,55%
20 ans	4,45%	4,41%	4,97%		5,57%	4,34%	4,05%	4,02%	3,98%	3,79%
30 ans			5,01%		5,69%	4,99%	4,61%	4,43%		4,41%

## ▶ DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

(En millions de dirhams sauf indiqué)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019 (P)
<b>ENCOURS</b>										
En Dirham	92 353	99 581	116 872	129 804	141 086	140 808	142 793	153 197	147 983	154 711
En Euros	8 268	8 966	10 484	11 558	12 862	13 062	13 414	13 694	13 511	14 199
En Dollar US	11 051	11 610	13 858	15 926	15 603	14 215	14 144	16 421	15 471	16 163
En % du PIB	11,80%	12,10%	13,80%	14,50%	15,20%	14,30%	14,10%	14,40%	13,40%	
<b>STRUCTURE DE LA DETTE</b>										
<b>Structure par maturité originale et créanciers</b>										
<b>Moyen et long terme</b>	<b>100,0%</b>									
Créanciers bilatéraux	35,6%	33,6%	28,5%	23,7%	20,1%	18,6%	16,9%	17,4%	16,1%	14,4%
Pays de l'UE	22,9%	21,5%	18,8%	16,1%	13,3%	11,9%	10,4%	9,0%	8,0%	7,0%
Pays arabes	2,4%	2,2%	1,9%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	4,0%	4,1%	3,8%
Autres pays	10,3%	9,9%	7,8%	6,1%	5,3%	5,3%	5,2%	4,4%	4,0%	3,6%
Créanciers multilatéraux	49,5%	52,9%	47,5%	50,6%	46,5%	48,6%	51,2%	52,9%	55,2%	57,5%
MFI	14,9%	13,5%	24,0%	25,7%	33,4%	32,8%	31,9%	29,7%	28,7%	28,1%
<b>Court terme</b>	<b>0,0%</b>									
<b>Structure par devises</b>										
Euro	75,0%	75,8%	76,6%	77,2%	78,8%	75,9%	71,0%	65,6%	63,2%	64,1%
Dollar US et devises liées	13,2%	12,4%	13,3%	14,2%	14,5%	17,7%	22,8%	28,4%	29,0%	28,7%
Dinar Koweïtien	3,8%	3,6%	3,1%	2,6%	2,4%	2,3%	2,0%	1,6%	1,4%	1,3%
Yen Japonais	3,6%	3,7%	3,2%	2,6%	2,3%	2,3%	2,8%	2,8%	2,9%	2,7%
Autres	4,4%	4,5%	3,8%	3,4%	2,0%	1,8%	1,4%	1,6%	3,5%	3,2%
<b>Structure par types de taux d'intérêt</b>										
Taux Fixe	67,3%	66,5%	68,2%	63,4%	64,9%	61,7%	58,0%	59,4%	63,0%	63,8%
Taux variable	32,7%	33,5%	31,8%	36,6%	35,1%	38,3%	42,0%	40,6%	37,0%	36,2%
<b>SERVICE DE LA DETTE</b>										
<b>Charges totales</b>	<b>8 025</b>	<b>9 712</b>	<b>11 292</b>	<b>11 888</b>	<b>12 128</b>	<b>12 353</b>	<b>11 361</b>	<b>17 016</b>	<b>11 818</b>	<b>5 730</b>
<b>En % des RCBP</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>5,1%</b>	
<b>Contre-valeur en millions \$US</b>	<b>950</b>	<b>1 198</b>	<b>1 305</b>	<b>1 409</b>	<b>1 438</b>	<b>1 261</b>	<b>1 155</b>	<b>1 743</b>	<b>1 256</b>	<b>597</b>
<b>Charges en principal</b>	<b>5 696</b>	<b>6 675</b>	<b>7 897</b>	<b>8 006</b>	<b>8 392</b>	<b>8 368</b>	<b>7 579</b>	<b>13 243</b>	<b>8 085</b>	<b>3 946</b>
Créanciers bilatéraux	2 571	2 362	3 258	3 361	3 376	3 313	3 369	3 387	3 350	1541
Pays de l'UE	1 774	1 561	1 867	2 153	2 249	2 097	2 110	2 113	2 145	985
Pays arabes	238	247	281	252	244	235	248	262	247	117
Autres pays	559	554	1 110	956	883	981	1 011	1 012	958	439
Créanciers multilatéraux	3 125	4 313	4 639	4 645	5 016	5 055	4 210	4 399	4 735	2 405
MFI	0	0	0	0	0	0	0	5 457	0	0
<b>Charges en intérêts</b>	<b>2 329</b>	<b>3 037</b>	<b>3 395</b>	<b>3 882</b>	<b>3 736</b>	<b>3 985</b>	<b>3 782</b>	<b>3 773</b>	<b>3 733</b>	<b>1 784</b>
Créanciers bilatéraux	930	1 053	1 114	954	864	772	671	561	601	249
Pays de l'UE	638	661	699	603	555	469	402	339	288	117
Pays arabes	74	67	78	66	63	67	57	52	185	84
Autres pays	218	325	337	285	246	236	212	170	128	48
Créanciers multilatéraux	1 086	1 172	1 466	1 280	1 218	1 120	1 018	1 121	1 344	698
MFI	313	812	815	1 648	1 654	2 093	2 093	2 091	1 788	837
<b>TIRAGES DE LA DETTE</b>										
<b>Total des tirages</b>	<b>21 532</b>	<b>13 954</b>	<b>23 147</b>	<b>23 016</b>	<b>17 684</b>	<b>8 687</b>	<b>10 388</b>	<b>16 799</b>	<b>6 248</b>	<b>9 777</b>
Créanciers bilatéraux	5 940	2 514	3 258	1 591	868	394	1 244	5 757	396	30
Pays de l'UE	1 999	1 943	2 157	863	621	322	463	351	348	11
Pays arabes	65	188	237	32	187	24	0	4 695	0	19
Autres pays	3 876	383	864	696	60	48	781	711	48	0
Créanciers multilatéraux	4 406	11 440	7 050	15 003	5 649	8 293	9 144	11 042	5 852	9 747
MFI	11 186	0	12 839	6 422	11 167	0	0	0	0	0

## ▸ DETTE EXTÉRIÈRE PUBLIQUE

(En millions de dirhams sauf indiqué)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019 (P)
<b>ENCOURS</b>										
En Dirham marocain	173 805	189 108	212 713	234 746	278 071	300 985	312 468	332 558	326 615	337 840
En Euros	15 559	17 028	19 082	20 903	25 349	27 921	29 354	29 727	29 821	31 007
En Dollar US	20 798	22 048	25 222	28 801	30 752	30 385	30 950	35 646	34 145	35 295
En % du PIB	22,2%	23,1%	25,1%	26,1%	30,0%	30,5%	30,8%	31,3%	29,5%	
<b>STRUCTURE DE LA DETTE</b>										
<b>Structure par maturité originale et créanciers</b>										
<b>Moyen et long terme</b>	<b>100,0%</b>									
Créanciers bilatéraux	39,6%	38,7%	35,2%	32,8%	29,5%	28,4%	28,9%	29,4%	28,4%	26,6%
Pays de l'UE	25,1%	24,4%	23,4%	23,4%	21,1%	19,9%	19,8%	19,8%	18,7%	17,5%
Pays arabes	3,8%	3,9%	3,2%	2,7%	2,5%	2,7%	2,8%	3,9%	4,0%	3,7%
Autres pays	10,7%	10,4%	8,6%	6,7%	5,9%	5,8%	6,3%	5,7%	5,7%	5,4%
Créanciers multilatéraux	49,4%	51,7%	49,2%	51,0%	45,4%	45,2%	45,9%	47,3%	48,8%	49,6%
MFI et Banques commerciales	11,0%	9,6%	15,6%	16,2%	25,1%	26,4%	25,2%	23,3%	22,8%	23,7%
<b>Court terme</b>	<b>0,0%</b>									
<b>Structure par emprunteurs</b>										
Dettes du Trésor	53,1%	52,7%	54,9%	55,3%	50,7%	46,8%	45,7%	46,1%	45,3%	45,8%
Dettes du reste du secteur public	46,9%	47,3%	45,1%	44,7%	49,3%	53,2%	54,3%	53,9%	54,7%	54,2%
EEP	45,8%	46,5%	44,5%	44,2%	48,9%	52,9%	54,0%	53,5%	54,2%	53,5%
Secteur bancaire	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%
CT	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%
IUP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Structure par devises</b>										
Euro	70,8%	71,3%	72,7%	73,8%	68,8%	63,1%	61,4%	61,1%	59,6%	60,2%
Dollar US et devises liées	10,4%	9,7%	11,1%	12,5%	18,9%	24,8%	28,0%	29,1%	29,6%	29,5%
Dinar Koweïtien	8,5%	8,8%	8,0%	7,1%	6,3%	6,3%	5,0%	4,5%	4,7%	4,5%
Yen Japonais	7,0%	7,0%	5,6%	4,2%	3,5%	3,6%	3,8%	3,6%	3,8%	3,6%
Autres	3,3%	3,2%	2,6%	2,4%	2,5%	2,2%	1,8%	1,7%	2,3%	2,2%
<b>Structure par types de taux d'intérêt</b>										
Taux Fixe	78,0%	77,5%	77,1%	74,2%	76,0%	76,3%	74,3%	74,1%	75,3%	75,5%
Taux variable	22,0%	22,5%	22,9%	25,8%	24,0%	23,7%	25,7%	25,9%	24,7%	24,5%
<b>SERVICE DE LA DETTE</b>										
<b>Charges totales</b>	<b>15 372</b>	<b>17 533</b>	<b>19 958</b>	<b>21 847</b>	<b>22 584</b>	<b>24 694</b>	<b>29 078</b>	<b>32 059</b>	<b>28 586</b>	<b>14 011</b>
<i>En % des RCBP</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,6%</i>	
<i>Contre-valeur en millions \$US</i>	<i>1 819</i>	<i>2 163</i>	<i>2 307</i>	<i>2 590</i>	<i>2 678</i>	<i>2 521</i>	<i>2 957</i>	<i>3 284</i>	<i>3 038</i>	<i>1 458</i>
<b>Charges en principal</b>	<b>10 545</b>	<b>11 866</b>	<b>13 721</b>	<b>14 958</b>	<b>15 161</b>	<b>15 975</b>	<b>20 296</b>	<b>23 389</b>	<b>19 979</b>	<b>9 901</b>
Créanciers bilatéraux	4 477	4 382	5 488	5 693	6 006	6 450	7 754	8 293	9 550	4 731
Pays de l'UE	3 135	2 947	3 374	3 759	4 155	4 363	5 467	5 820	7 108	3 487
Pays arabes	547	566	623	674	664	708	749	758	722	407
Autres pays	795	869	1 491	1 260	1 187	1 379	1 538	1 715	1 720	837
Créanciers multilatéraux	5 217	6 652	7 408	7 912	8 430	8 688	11 743	8 744	9 673	4 784
MFI et Banques commerciales	851	832	825	1 353	725	837	799	6 352	756	386
<b>Charges en intérêts</b>	<b>4 827</b>	<b>5 667</b>	<b>6 237</b>	<b>6 889</b>	<b>7 423</b>	<b>8 719</b>	<b>8 782</b>	<b>8 670</b>	<b>8 607</b>	<b>4 110</b>
Créanciers bilatéraux	1 781	1 961	2 102	1 983	2 000	2 118	2 106	2 042	2 119	946
Pays de l'UE	1 186	1 224	1 316	1 313	1 374	1 452	1 433	1 387	1 366	588
Pays arabes	219	235	250	221	219	247	250	263	398	195
Autres pays	376	502	536	449	407	419	423	392	355	163
Créanciers multilatéraux	2 505	2 686	3 117	3 068	3 149	3 042	2 908	2 934	3 134	1 530
MFI et Banques commerciales	541	1 020	1 018	1 838	2 274	3 559	3 768	3 694	3 354	1 634
<b>TIRAGES DE LA DETTE</b>										
<b>Total des tirages</b>	<b>31 751</b>	<b>25 533</b>	<b>37 495</b>	<b>41 194</b>	<b>52 705</b>	<b>37 496</b>	<b>31 894</b>	<b>35 668</b>	<b>19 281</b>	<b>18 788</b>
Créanciers bilatéraux	9 793	7 096	9 030	10 371	10 944	8 671	12 457	14 771	4 834	1 933
Pays de l'UE	4 499	5 543	7 015	8 528	9 094	6 044	7 900	7 312	3 607	1 770
Pays arabes	566	786	306	425	654	1 339	1 244	5 743	467	31
Autres pays	4 728	767	1 709	1 418	1 196	1 288	3 313	1 716	760	132
Créanciers multilatéraux	10 086	18 160	14 513	23 605	14 430	17 723	19 281	20 897	12 834	12 847
MFI et Banques commerciales	11 872	277	13 952	7 218	27 331	11 102	156	0	1 613	4 008

