

Royaume du Maroc



Projet de Loi de Finances  
pour l'année budgétaire  
2021



RAPPORT SUR LA DETTE  
PUBLIQUE



# RAPPORT SUR LA DETTE PUBLIQUE



# SOMMAIRE

---

|  |           |
|--|-----------|
| <b>LISTE DES ABRÉVIATIONS</b>  | <b>4</b>  |
| <b>CHIFFRES CLÉS</b>   | <b>7</b>  |
| <b>POLITIQUE D'ÉMISSION DES BDT</b>  | <b>10</b> |
| <b>ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL</b>   | <b>12</b> |
| <b>FINANCEMENT DU TRESOR EN 2019</b>   | <b>17</b> |
| <b>STRUCTURE DE LA DETTE DU TRESOR A FIN 2019</b>                            | <b>24</b> |
| <b>INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE</b>                                      | <b>31</b> |
| <b>DETTE EXTERIEUR PUBLIQUE</b>  | <b>35</b> |
| <b>DETTE INTERIEURE GARANTIE</b>   | <b>45</b> |
| <b>DOSSIER SPECIAL SUR LA DETTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES</b> | <b>46</b> |
| <b>GESTION ACTIVE DE LA DETTE</b>  | <b>52</b> |
| <b>MARCHE SECONDAIRE DES BDT</b>   | <b>55</b> |
| <b>GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE PUBLIQUE</b>                              | <b>60</b> |
| <b>ACTIONS ET MESURES DE REFORMES EN 2019</b>                                | <b>63</b> |
| <b>ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR A FIN JUIN 2020</b>                       | <b>64</b> |
| <b>ANNEXES STATISTIQUES</b>  | <b>70</b> |

# LISTE DES ABREVIATIONS

|              |  |
|--------------|--|
| <b>ACAPS</b> | : Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale              |
| <b>ADM</b>   | : Autoroutes du Maroc  |
| <b>AMMC</b>  | : Autorité Marocaine du Marché des Capitaux                                    |
| <b>APUs</b>  | : Administrations Publiques  |
| <b>ASFIM</b> | : Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains      |
| <b>BAD</b>   | : Banque Africaine de Développement  |
| <b>BAM</b>   | : Bank Al-Maghrib  |
| <b>BCE</b>   | : Banque Centrale Européenne   |
| <b>BDT</b>   | : Bons du Trésor   |
| <b>BEI</b>   | : Banque Européenne d'Investissement   |
| <b>BERD</b>  | : Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement                 |
| <b>BID</b>   | : Banque Islamique de Développement  |
| <b>BIRD</b>  | : Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement             |
| <b>BOJ</b>   | : Banque Centrale du Japon   |
| <b>CCT</b>   | : Compte Courant du Trésor   |
| <b>CIH</b>   | : Crédit Immobilier et Hôtelier  |
| <b>CT</b>    | : Court terme  |
| <b>CTs</b>   | : Collectivités Territoriales  |
| <b>DH</b>    | : Dirham Marocain  |
| <b>DTFE</b>  | : Direction du Trésor et des Finances Extérieures                              |
| <b>DTS</b>   | : Droits de Tirage Spéciaux  |
| <b>DVM</b>   | : Durée de vie moyenne   |
| <b>EEPs</b>  | : Établissements et Entreprises Publics  |
| <b>EMBI+</b> | : J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index                                      |
| <b>EPNM</b>  | : Établissements Publics à caractère non marchand                              |
| <b>FADES</b> | : Fonds Arabe pour le Développement Économique et Social                       |
| <b>FED</b>   | : Réserve Fédérale Américaine  |
| <b>FMA</b>   | : Fonds Monétaire Arabe  |
| <b>FMI</b>   | : Fonds Monétaire International  |
| <b>GSDSP</b> | : Guide des Statistiques de la Dette du Secteur Public du FMI (publié en 2011) |
| <b>IA</b>    | : Institutions Assimilées  |
| <b>ISIN</b>  | : International Securities Identification Numbers                              |
| <b>IUPs</b>  | : Institutions d'Utilité publique  |
| <b>IVT</b>   | : Intermédiaire en Valeurs du Trésor   |

|                |  |
|----------------|--|
| <b>LT</b>      | : Long terme   |
| <b>NSDD</b>    | Normes Spéciales de Diffusion des Données                                    |
| <b>MASEN</b>   | : Moroccan Agency For Sustainable Energy                                     |
| <b>MAVT</b>    | : Marché des Adjudications des Valeurs du Trésor                             |
| <b>MEFRA</b>   | : Ministère de l'Économie, des Finances et de la Réforme de l'Administration |
| <b>MENA</b>    | : Middle East and North Africa   |
| <b>MFI</b>     | : Marché Financier International   |
| <b>MLT</b>     | : Moyen et long termes   |
| <b>MSFP</b>    | : Manuel des Statistiques des Finances Publiques du FMI de 2014              |
| <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>ORPS</b>    | : Organismes de Retraite et de Prévoyance Sociale                            |
| <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>TAND</b>    | : Tableau d'affichage des normes spéciales de diffusion des données          |
| <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   |

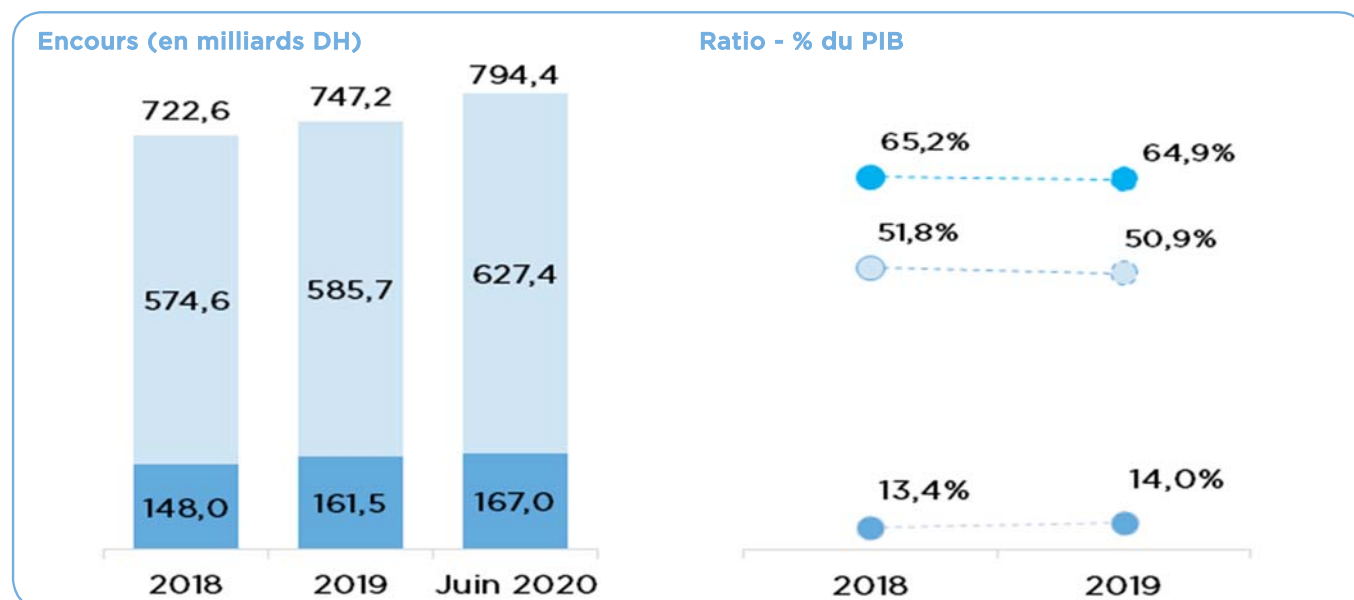
*Les objectifs fondamentaux de la stratégie de gestion de la dette marocaine consistent à assurer au Trésor un financement stable et durable lui permettant de couvrir l'ensemble de ses besoins de financement tout en réduisant, à terme, le coût d'endettement de l'État, limiter l'exposition du portefeuille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



# CHIFFRES CLES

## ▶ ENDETTEMENT DU TRÉSOR

Dettes du Trésor / Dette intérieure / Dette extérieure



## ▶ DETTE NEGOCIABLE DU TRÉSOR

|                                       | 2018         | 2019         | S1-2020      |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Encours (en milliards DH)</b>      | <b>590,4</b> | <b>609,6</b> | <b>650,2</b> |
| Adjudication de BDT (en milliards DH) | 546,2        | 557,2        | 597,2        |
| Eurobonds (en milliards DH)           | 44,2         | 52,4         | 53,0         |

## ▶ DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

|                                    | 2018         | 2019         | S1-2020      |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Encours (en milliards DH)</b>   | <b>326,6</b> | <b>339,9</b> | <b>346,9</b> |
| Trésor                             | 148,0        | 161,5        | 167,0        |
| EEPs                               | 176,9        | 174,8        | 176,1        |
| Institutions Financières Publiques | 0,4          | 1,4          | 1,4          |
| CTs                                | 1,1          | 1,9          | 1,9          |
| IUP                                | 0,2          | 0,3          | 0,5          |
| <b>%PIB</b>                        | <b>29,5%</b> | <b>29,5%</b> |              |

## ► CHARGES EN INTÉRÊTS

|   | 2018         | 2019         | S1-2020     |
|---|--------------|--------------|-------------|
| <b>Dettes du Trésor (en milliards DH)</b>           | <b>28</b>    | <b>30,5</b>  | <b>17,4</b> |
| <b>% RO</b>   | <b>12,0%</b> | <b>12,2%</b> |             |
| Dettes intérieure (en milliards DH)                 | 24,3         | 26,6         | 15,6        |
| % RO  | 10,4%        | 10,7%        |             |
| Dettes extérieure (en milliards DH)                 | 3,7          | 3,8          | 1,8         |
| % RO  | 1,6%         | 1,5%         |             |
| <b>Dettes extérieure publique (en milliards DH)</b> | <b>8,6</b>   | <b>8,5</b>   | <b>4,1</b>  |
| <b>% RCBP</b>                                       | <b>1,7%</b>  | <b>1,6%</b>  |             |

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

|                      | 2018            | 2019             | S1-2020 |
|----------------------|-----------------|------------------|---------|
| Coût moyen apparent  | 3,9%            | 3,9%             | -       |
| Durée de vie moyenne | 6 ans et 5 mois | 6 ans et 11 mois | 7 ans   |
| Part du court terme  | 11,4%           | 13,2%            | 13,0%   |

## ► ADJUDICATION DES BONS DU TRÉSOR\*

|  | 2018  | 2019  | S1-2020 |
|--|-------|-------|---------|
| Émissions (en milliards DH)            | 115,1 | 104,4 | 85,8    |
| Soumissions (en milliards DH)          | 386,8 | 407,0 | 228     |
| Taux de couverture**                   | 3,5   | 5,0   | 2,8     |
| Souscriptions nettes (en milliards DH) | 29,5  | 11    | 40      |

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

\*\* Sans tenir compte des opérations de gestion active de la dette intérieure

## ► GESTION ACTIVE DE LA DETTE INTÉRIEURE

| En milliards DH | 2018              |              | 2019              |              | S1-2020           |              |
|-----------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|
|                 | Nbr. d'opérations | Mt. Racheté* | Nbr. d'opérations | Mt. Racheté* | Nbr. d'opérations | Mt. Racheté* |
| Rachat de BDT   | -                 | -            | 1                 | 6,3          | 1                 | 1            |
| Échange de BDT  | 10                | 19,8         | 10                | 37,7         | 6                 | 15,6         |
| <b>Total</b>    | <b>10</b>         | <b>19,8</b>  | <b>11</b>         | <b>44</b>    | <b>7</b>          | <b>16,6</b>  |

\*Montant nominal

## ▶ MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

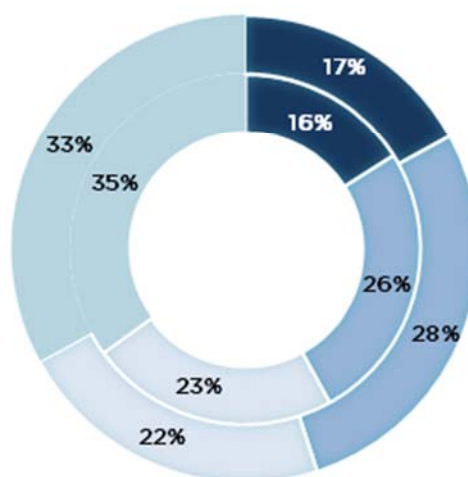
|  | 2018  | 2019  | S1- 2020 |
|--|-------|-------|----------|
| Volume des opérations fermes (en milliards DH) | 281,2 | 421,2 | 203,9    |
| Taux de rotation*                              | 46%   | 70%   | 34%      |
| Taille moyenne des opérations (en millions DH) | 75    | 78    | 82       |

\*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

2019 : Anneau extérieur  
2018 : Anneau intérieur



## ▶ TRÉSORERIE

|  | 2018            |       | 2019            |       | S1- 2020        |       |
|--|-----------------|-------|-----------------|-------|-----------------|-------|
|  | Dépôts en blanc | Repo  | Dépôts en blanc | Repo  | Dépôts en blanc | Repo  |
| Nombre d'opérations                                      | 16              | 305   | 34              | 316   | 33              | 152   |
| Encours quotidien moyen des placements (en milliards DH) | 1,3             | 6,5   | 0,8             | 6,1   | 0,95            | 8,0   |
| TMP des placements                                       | 2,32%           | 2,33% | 2,28%           | 2,21% | 1,98%           | 2,08% |

# POLITIQUE D'ÉMISSION DES BDT

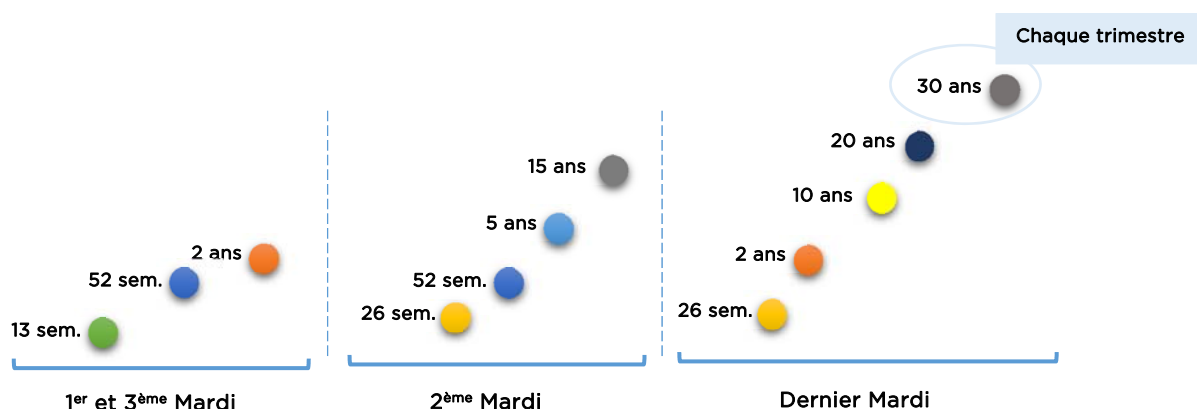
LA POLITIQUE D'ÉMISSION DU TRÉSOR SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE REPOSE SUR LES PRINCIPES DE RÉGULARITÉ ET DE TRANSPARENCE POUR ACCROITRE LA LIQUIDITÉ ET LA PROFONDEUR DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÉSOR ET PERMETTRE AINSI DE RÉDUIRE LE COÛT D'ENDETTEMENT DE L'ÉTAT.

## ▶ 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 : réunions, bulletins et rapports, site internet, Bloomberg, conférences.
- Réunions régulières avec les banques IVT et l'ASFIM.

## ▶ RÉGULARITÉ

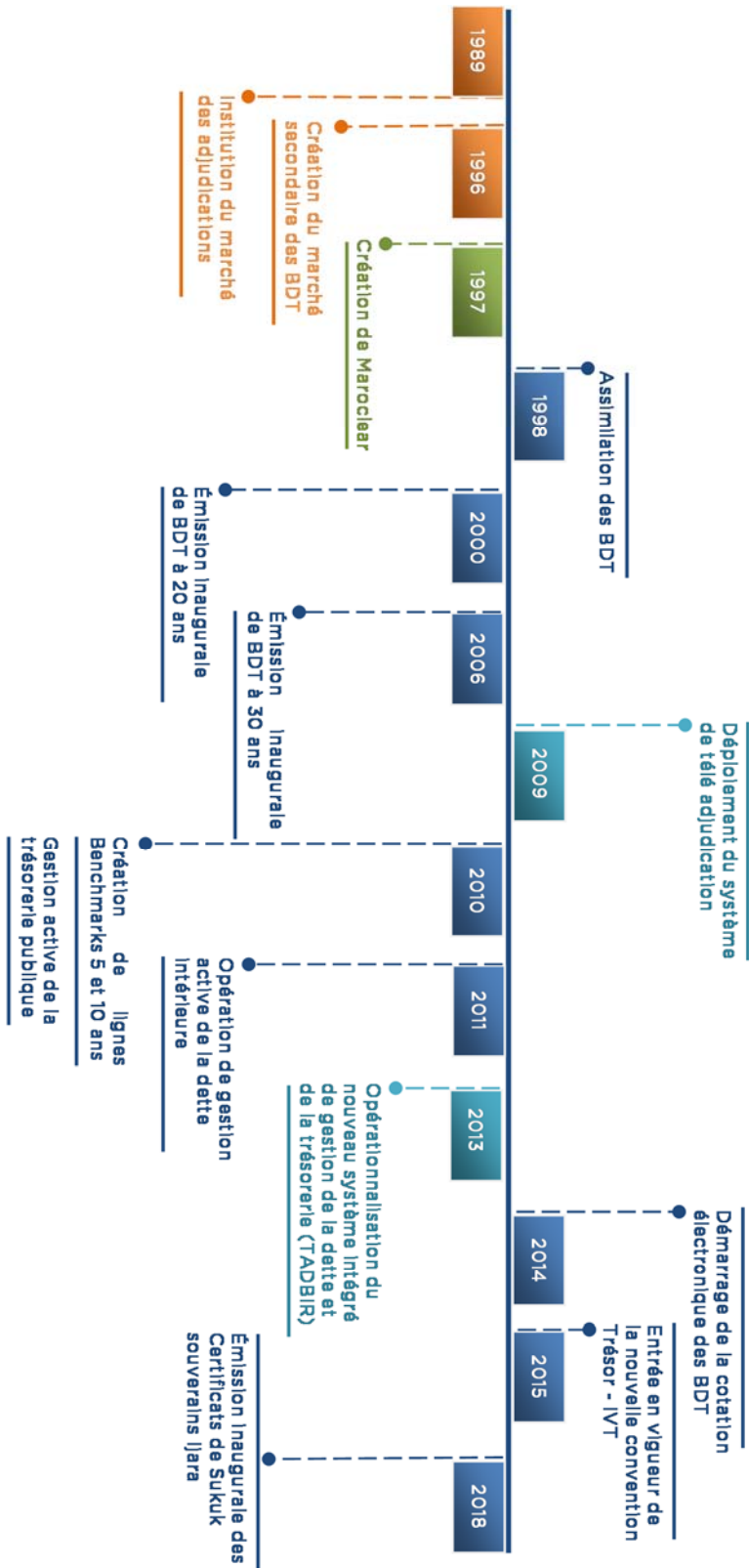
Calendrier d'émission préétabli :



## ▶ COORDINATION AVEC BANK AL-MAGHRIB

- Réunions mensuelles de coordination de haut niveau DTFE-BAM pour discuter de l'ensemble des sujets d'intérêt commun.
- Communication à BAM, sur une base hebdomadaire, des prévisions de trésorerie de l'État.
- Communication par BAM du solde provisoire du CCT plusieurs fois par jour et du solde de fin de journée.
- Échanges quotidiens entre les front-Offices et les back-offices des deux institutions.

► PROCESSUS CONTINU DE RÉFORMES POUR LE DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÉSOR



# ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

## ► CONTEXTE INTERNATIONAL

L'environnement économique international s'est caractérisé en 2019 par la persistance des incertitudes liées d'une part à l'accentuation des tensions commerciales notamment entre les États-Unis et la Chine et d'autre part, aux négociations sur le Brexit qui comportait le risque d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord. L'année 2019 a été également marquée par la persistance des conflits géopolitiques et par la contraction de l'industrie automobile en raison notamment des nouvelles normes d'émission appliquées dans la zone euro et en Chine.

Dans ce contexte, la croissance de l'économie mondiale a ralenti pour revenir à 2,9% en 2019 après 3,6% un an auparavant, soit son niveau le plus bas depuis la crise financière. Ce ralentissement a concerné les exportations, le secteur manufacturier et dans une moindre mesure, celui des services. Pour y faire face, les grandes banques centrales aussi bien des pays avancés que des pays émergents ont adopté des politiques monétaires plus accommodantes qui ont contribué à assurer des conditions financières favorables.

Aux États-Unis, la croissance économique a connu un ralentissement pour atteindre 2,3% en 2019 contre 2,9% en 2018, sous l'effet notamment des incertitudes liées aux tensions commerciales avec la Chine qui se sont traduites par des augmentations réciproques des droits de douane. L'activité dans le secteur manufacturier s'est dégradée alors que la consommation des ménages, malgré son ralentissement, reste l'un des principaux contributeurs à la croissance du PIB américain.

Sur le marché de l'emploi, la situation est restée favorable avec un taux de chômage proche de son niveau le plus bas depuis 50 ans à 3,5% en 2019 et ce, en dépit d'un ralentissement des créations nettes d'emploi. Quant au taux d'inflation, ce dernier a diminué pour atteindre 1,8% en 2019.

Dans ce contexte, la Banque centrale américaine (Fed) a maintenu inchangés ses taux directeurs dans une fourchette comprise entre 2,25 % à 2,50 % lors de ses réunions tenues au cours du 1<sup>er</sup> semestre tout en laissant entendre qu'elle pourrait abaisser ses taux dans le courant de l'année. En effet, la Fed a procédé à trois baisses consécutives de 25 pb de ses taux directeurs entre juillet et octobre 2019 pour les ramener dans la fourchette 1,5% à 1,75% et ce, afin de prévenir un ralentissement trop prononcé de l'activité économique.

Dans la zone euro, la croissance économique a également enregistré un recul à 1,2% en 2019 contre 1,9% en 2018. En Allemagne, l'activité économique n'a progressé que de 0,6% en 2019 contre 1,5% en 2018, pénalisée par la baisse de la production manufacturière suite à la crise du secteur de l'automobile. En France, l'économie a également connu un ralentissement pour s'établir à 1,3% en 2019 contre 1,7% en 2018 en lien notamment avec le mouvement de grève des « Gilets jaunes ».

Avec un taux de chômage à 7,4%, atteignant son niveau d'avant la crise de 2008 et une inflation à 1,2%, affichant un niveau très loin de l'objectif de 2% de la BCE, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu inchangés ses taux directeurs de refinancement à 0% et de la facilité de prêt marginal à 0,25%. Parallèlement, elle a abaissé en septembre le taux de la facilité de dépôt de 10 pb à -0,50% et a également annoncé un nouveau programme d'achats

d'obligations<sup>1</sup> au rythme mensuel de 20 milliards d'euro à partir du 1<sup>er</sup> novembre afin de soutenir la croissance et de contenir la baisse des anticipations d'inflation. La banque a aussi introduit un système de modulation de son taux de dépôt pour réduire le coût de celui-ci pour les établissements bancaires. La politique monétaire de la BCE est restée inchangée. En effet, Christine Lagarde avait annoncé dès les premiers jours de son mandat qu'elle comptait poursuivre la politique de taux bas menée par son prédécesseur Mario Draghi.

Au Japon, la croissance économique a enregistré une reprise pour atteindre 0,7 % en 2019 contre 0,3% en 2018, soutenue par la vigueur de la consommation privée et des dépenses publiques, lesquelles ont plus que compensé la faiblesse du secteur extérieur en lien avec le ralentissement de l'économie mondiale, particulièrement en Chine. Le plan de relance (120 milliards US\$) annoncé par le gouvernement début décembre a compensé en partie l'effet net négatif du relèvement de la taxe sur l'activité intervenu en octobre. Dans ce cadre, la Banque du Japon (BoJ) a reconduit sa politique monétaire ultra-accommodante malgré la faiblesse de l'inflation.

S'agissant des pays émergents, l'activité économique a enregistré un ralentissement notamment en Chine, en Inde, au Mexique et au Brésil sous l'impact de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine sur le commerce international. Malgré les annonces de poursuite et de relance de ces négociations, la faiblesse de la demande extérieure a constitué un frein puissant à la croissance des pays émergents non seulement en Asie mais aussi en Amérique latine, en Afrique et au Moyen-Orient.

En Amérique latine, la croissance a atteint 0,1 % cette année après seulement 1,1 % en 2018. En effet, la croissance du Brésil a enregistré une légère contraction à 1,1% cette année contre 1,3% en 2018, due en partie à la baisse de l'activité industrielle qui a été entravée par la chute de l'industrie extractive dans le sillage de la catastrophe minière<sup>2</sup>. Au Mexique, la croissance a quasiment stagné en 2019 atteignant -0,1%, en raison d'une baisse de l'investissement liée à la méfiance des investisseurs vis-à-vis de l'administration d'Andres Manuel Lopes Obrador depuis son élection en juillet 2018, et leur attentisme quant à la politique menée au cours de son mandat.

La croissance en Chine a ralenti pour s'établir à 6,1% en 2019 contre 6,6% en 2018, soit son niveau le plus bas depuis 29 ans. Ce ralentissement s'explique à la fois par le recul des exportations et l'affaiblissement de la demande intérieure, en lien notamment avec les retombées des tensions commerciales avec les États-Unis entraînant des augmentations considérables des droits de douane des États-Unis à l'encontre de la Chine.

En réponse à la dégradation des perspectives de croissance et aux difficultés grandissantes pour mener une politique de relance par le crédit, les autorités chinoises ont mis en œuvre des mesures de relance budgétaire et monétaire importantes à travers des allègements fiscaux, une augmentation des dépenses en infrastructure ainsi que les mesures destinées à soutenir le crédit<sup>3</sup>.

En Inde, la croissance a fortement décéléré pour n'atteindre que 4,2% en 2019 contre 6,8% en 2018, pénalisée notamment par le ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier et la forte décélération de la consommation des ménages (premier moteur de la croissance). C'est dans ce contexte que le gouvernement a adopté certaines mesures pour relancer

<sup>1</sup> Ce nouveau programme autorise en particulier le rachat d'obligations du secteur privé à un rendement inférieur au taux de dépôt alors que seules les obligations du secteur public pouvaient être rachetées en deçà du taux de dépôt.

<sup>2</sup> Effondrement d'un barrage dans une mine de fer faisant 237 morts en janvier 2019 entraînant l'arrêt de production sur d'autres sites miniers.

<sup>3</sup> Il s'agit de l'injection de liquidités dans le système bancaire, baisses des taux de facilité de prêt et de refinancement et baisses du coefficient de réserves obligatoires des banques commerciales.

l'économie notamment une baisse significative du taux d'imposition sur les sociétés, la privatisation de quatre importantes entreprises publiques et la réforme du marché du travail.

Pour soutenir l'activité économique, la Banque centrale de l'Inde a abaissé son taux directeur de 135 pb au cours de l'année 2019 pour le ramener à 5,15%, son plus bas niveau depuis neuf ans.

En dépit de ce contexte économique difficile, l'année 2019 a été considérée comme étant une année exceptionnelle pour les marchés financiers principalement les marchés boursiers qui ont connu leur meilleure performance depuis 20 ans, soutenue notamment par les politiques de soutien monétaire menées par les différentes banques centrales.

## ► ÉVOLUTION DES PRIMES DE RISQUE

L'indice EMBI+, qui reflète la tendance globale du risque lié aux titres des pays émergents, a amorcé l'année 2019 avec une baisse de 67 pb passant de 444 pb à 377 pb entre le 2 janvier et le 4 février 2019. Cette baisse s'explique notamment par un regain d'appétit pour le risque des investisseurs depuis l'annonce d'une conduite prudente et flexible du durcissement monétaire aux États-Unis. Ce trend a été, toutefois, inversé à partir du mois de février et ce, sous l'effet de la publication de statistiques décevantes dans certains pays émergents notamment une contraction de leurs PIB au 1<sup>er</sup> trimestre. L'accentuation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et la révision à la baisse des prévisions du FMI concernant la croissance économique des pays émergents pour l'année 2019 ont également contribué à l'élargissement de l'indice, lequel s'est élargi de 69 pb pour atteindre 442 pb le 31 mai 2019.

Durant la période juin-juillet, l'EMBI+ a observé un rétrécissement qui s'explique par (i) une reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine après le G20 d'Osaka qui a débouché sur une trêve des sanctions et (ii) les politiques d'assouplissement monétaire adoptées par les banques centrales de la Russie et de l'Inde notamment des abaissements de leurs taux directeurs. Cependant, cette tendance a été inversée au cours du mois d'août avec des pics atteignant 454 pb le 14 août et 457 pb le 27 août, sous l'effet de la publication de mauvais indicateurs économiques. Il s'agit notamment du ralentissement de la croissance économique en Chine au 2<sup>ème</sup> trimestre 2019 pour s'établir à 6,2 % après 6,4 % au 1<sup>er</sup> trimestre ainsi que de l'aggravation des tensions entre la Chine et les États-Unis après l'annonce par l'administration américaine de la mise en place de nouvelles surtaxes pour un montant total de 550 Md\$. En réponse, la Chine a riposté par une augmentation des droits de douanes de 5 à 10 % sur un volume de 75 Md\$ d'importations américaines en septembre et décembre 2019.

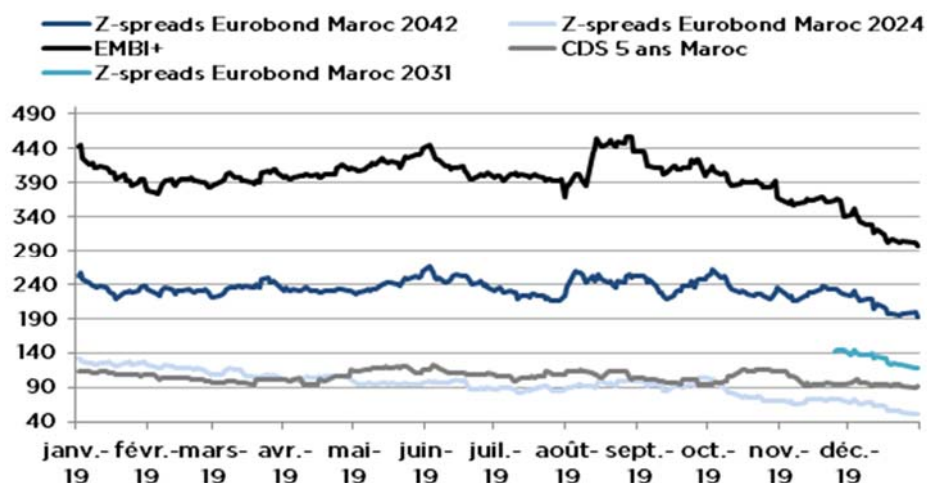
Enfin, l'indice EMBI+ a terminé l'année par une tendance baissière pour atteindre 298 pb le 31 décembre 2019 et ce, sous l'effet de la conjonction de plusieurs facteurs, notamment :

- (i) la poursuite des mesures d'assouplissement monétaire menées par les banques centrales de plusieurs pays émergents notamment celles de la Russie, de l'Inde, de la Turquie et du Brésil ;
- (ii) la mise en place par les autorités chinoises des mesures de soutien monétaire et budgétaire afin de relancer l'activité économique ; et
- (iii) l'annonce d'un accord commercial de phase 1 entre la Chine et les États-Unis à la mi-décembre marquant une trêve dans la guerre commerciale entre les deux pays.



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 2019, les spreads des Eurobonds 2024 et 2042 se sont rétrécis, atteignant des baisses respectives de 82 pb et 60 pb pour terminer l'année à 50 pb et 192 pb respectivement.

**Graphique 1 : Évolution des primes de risque en 2019**



## ► ACTION DES AGENCES DE NOTATION AU COURS DE L'ANNÉE 2019

L'année 2019 a été marquée par des actions plutôt haussières des agences de notation notamment sur les notations souveraines des pays de l'Europe. En effet, plusieurs pays ont connu une amélioration de leurs notes et ce, en dépit du ralentissement économique de la zone euro.

Ainsi, S&P Global Ratings et Fitch Ratings ont relevé, d'un cran, les notes de la Croatie à « BBB- », de la Hongrie à « BBB », de la Serbie à « BB+ » et de la Géorgie à « BB ». L'Arménie a vu également sa note rehaussée de 1 cran par Moody's (Ba3) et par Fitch (BB-). S&P a pour sa part relevé, d'un cran, les notes de la Bulgarie et du Portugal à « BBB », de l'Irlande à « AA- » et de l'Espagne à « A ». La note de Malte a été aussi rehaussée par Moody's à « A2 ».

Pour ce qui est des pays émergents, l'année 2019 a enregistré des actions de notations aussi bien haussières que baissières. Ainsi, Moody's et Fitch ont relevé de 1 cran les notes de la Russie respectivement à « Baa3 » et à « BBB ». Le Panama a également vu ses notes rehaussées, de 1 cran, par Moody's (Baa1) et S&P (BBB+). Toutefois, les notes de la Turquie ont été abaissées, de 1 cran, par Moody's (B1) et Fitch (BB-). Le Venezuela a également vu sa note retirée par Fitch Ratings en raison des sanctions imposées par les États-Unis.

Dans la région MENA et en Afrique, plusieurs actions ont touché les notations de certains pays comme le Mozambique où les trois agences ont relevé la note souveraine à « Caa2 » par Moody's, « CCC+ » par S&P et « CCC » par Fitch. La note de l'Égypte a été également relevée à « B2 » par Moody's et à « B+ » par Fitch. De même, le Rwanda et la République du Congo ont vu leurs notes revues à la hausse de 1 cran respectivement par S&P (B+) et Fitch (CCC). Cependant, les notes de la Namibie ont été rétrogradées de 1 cran par Moody's « Ba2 » et Fitch « BB ». Les notes de l'Arabie Saoudite et de la République Démocrate du Congo ont également été rétrogradées par Fitch (A) et Moody's (Caa1). C'est le cas aussi de la note du Liban qui a été rétrogradée de « CCC » à « CC » par Fitch.

Pour ce qui est du Maroc, des réunions ont été tenues en mars 2019 avec les représentants des agences de notation S&P Global Ratings et Fitch Ratings dans le cadre de la première revue semi-annuelle 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 perspective stable pour Fitch et perspective négative pour S&P.

Pour la 2<sup>ème</sup> revue semi-annuelle, S&P a rehaussé en octobre 2019 la perspective de la note « BBB- » du Maroc de « négative » à « stable ». En décembre 2019, 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.

### ► ÉMISSION RÉUSSIE SUR LE COMPARTIMENT DE L'EURO

Le Maroc a émis le 21 novembre 2019, un emprunt obligataire sur le marché financier international (MFI) pour un montant de 1 milliard d'euros, assorti d'une maturité de 12 ans et d'un coupon de 1,5% (avec un spread de 139,7 pb par rapport au taux swap).

Cette émission qui a marqué le retour du Maroc sur le marché financier international après une absence de 5 ans a connu un succès remarquable auprès des investisseurs internationaux et a bénéficié du carnet d'ordre le plus important par sa taille pour une transaction en euro du Maroc (le livre d'ordre a atteint plus de 5,3 milliards d'euros au cours de la journée avec plus de 285 investisseurs impliqués). Le taux de 1,5% constitue le niveau le plus bas jamais obtenu par le Maroc sur le marché financier international.

Ce niveau de taux de 1,5% a été obtenu grâce d'une part (i) aux conditions de financement favorables prévalant sur le MFI et d'autre part (ii) à l'amélioration de la perception des investisseurs quant à la qualité du crédit Maroc soutenue par la stabilité politique et par des fondamentaux économiques solides comme en témoigne la notation du Maroc maintenue au niveau « Investment grade » depuis plus d'une décennie.

Cette opération a connu une large diversification en termes de profil d'investisseurs. Les gestionnaires de fonds et compagnies d'assurances arrivent en tête avec 88% du volume total de l'émission suivis des banques (9%) et d'autres investisseurs (3%).

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| Notation          | S&P / Fitch : BBB-        |
| Montant           | 1 Milliard €              |
| Coupon            | 1,5%                      |
| Taux de rendement | 1,6%                      |
| Maturité          | 12 ans (27 novembre 2031) |
| Date d'émission   | 21 novembre 2019          |
| Date de règlement | 27 novembre 2019          |
| Spread / Mid swap | 139,7 pb                  |

# FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2019

## ► FINANCEMENT INTERIEUR

### Conditions du marché monétaire en 2019

Au cours de l'année 2019, le besoin de liquidité du système bancaire s'est accentué pour la troisième année consécutive, pour atteindre 76,6 milliards DH en moyenne hebdomadaire contre 62,4 milliards DH un an auparavant, soit une hausse de près de 14,3 milliards DH. À noter, par ailleurs, que ce besoin de liquidité a atteint un record historique de 95,5 milliards DH au terme des huit premiers mois de 2019.

**Graphique 2 : Évolution de la liquidité du système bancaire entre 2017 et 2019 - en milliards DH -**



Source : BAM

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a augmenté le volume moyen de ses interventions sur le marché monétaire qui s'est établi à 77,6 milliards DH à fin décembre 2019 contre 62,8 milliards DH à fin 2018. Aussi et afin d'atténuer le déficit de liquidité des banques, BAM a également revu à la baisse, lors de son conseil tenu le 24 septembre 2019, le taux de la réserve obligatoire qui a été ramené à 2% contre 4% libérant, ainsi, une liquidité permanente d'un montant de près de 11 milliards DH.

Pour sa part, le Trésor, par le biais des opérations de placements des excédents du compte courant réalisées en 2019, a injecté un montant de près de 6 milliards DH en moyenne quotidienne contribuant ainsi à neutraliser l'effet de sorties des liquidités des circuits bancaires (IS, règlement des adjudications, ...).

Concernant le comportement des taux monétaires en 2019, le taux de référence JJ sur le marché interbancaire et le taux de référence à 1 jour sur le marché de la pension livrée ont tous les deux enregistré une stabilité par rapport à fin 2018, avec des taux moyens de 2,28% et de 2,25% respectivement.

### Conditions de financement sur le marché primaire en 2019

Le financement du Trésor sur le marché des adjudications s'est effectué dans un contexte marqué par :

1. la quasi-stabilité du besoin de financement de l'État avec un déficit budgétaire qui s'est établi à 3,6% à fin 2019 contre 3,8% un an auparavant couplé à un flux net positif au titre des emprunts extérieurs qui s'est établi à 17 milliards DH à fin décembre 2019 contre -1,8 milliard DH à fin 2018 ; et
2. le creusement du déficit de liquidité des banques se situant à 76,6 milliards DH en moyenne hebdomadaire à fin 2019 contre 62,4 milliards DH à fin 2018 contrebalancé par un volume des injections par BAM de même niveau pour maintenir l'évolution du taux interbancaire à des niveaux proches de son taux directeur.

Dans ce contexte, la demande des investisseurs pour les titres de l'État s'est globalement caractérisée par une légère hausse conjuguée à une baisse des taux offerts.

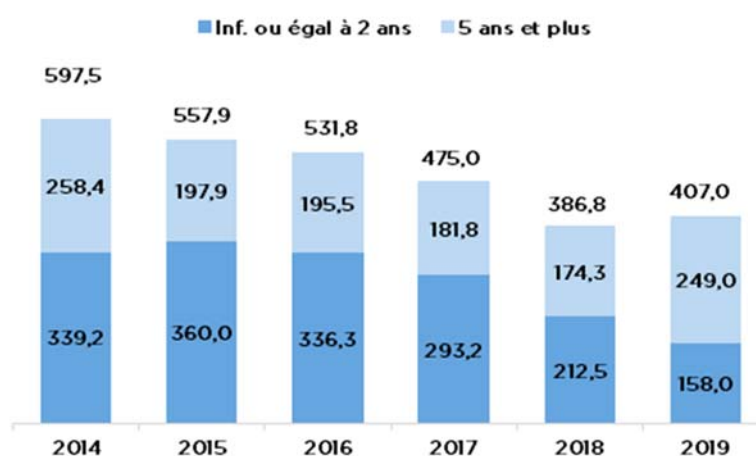
### Demande des investisseurs

La demande globale des investisseurs pour les titres souverains a affiché une hausse de 5,2% par rapport à celle enregistrée l'année précédente avec une concentration sur les maturités supérieures ou égales à 5 ans...

La demande globale des investisseurs pour les BDT a atteint un volume de 407 milliards DH en 2019 contre 386,8 milliards DH en 2018. Cette hausse, qui s'inscrit dans un contexte de creusement du besoin de liquidité des banques, s'explique par trois principaux facteurs à savoir :

- 1- l'absence d'opportunité d'investissement pour les opérateurs du marché, notamment en action et immobilier qui restent très peu liquides ;
- 2- les anticipations, dès le début de l'année du recours du Trésor au marché financier international, qui ont poussé les investisseurs à se ruer vers le marché domestique pour implémenter rapidement leurs stratégies d'investissement. En effet, le premier semestre de 2019 a été caractérisé par la forte demande des investisseurs pour les BDT avec un volume de 257,7 milliards DH, soit presque le double du volume demandé au terme du second semestre (149,3 milliards DH) ;
- 3- l'augmentation du volume des opérations de gestion active de la dette intérieure passant de près de 20 milliards DH en 2018 à 44 milliards DH en 2019.

**Graphique 3 : Évolution de la demande des investisseurs entre 2014 et 2019 - en milliards DH**

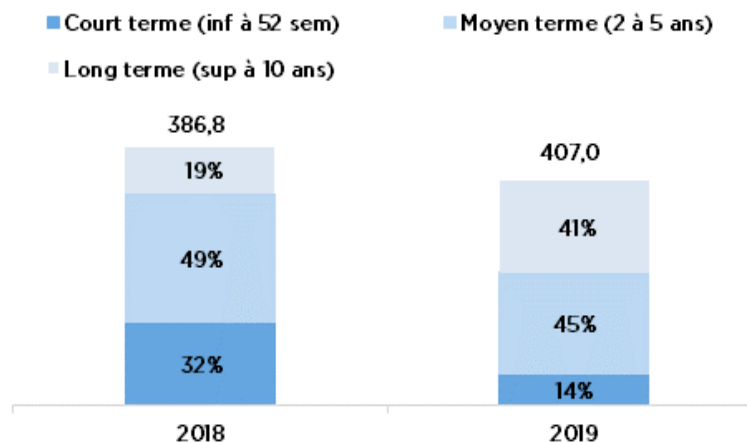


L'année 2019 a connu un repositionnement de la demande des investisseurs sur les segments moyens et longs termes de la courbe des taux. Ainsi, la demande s'est concentrée sur les maturités à 5 ans et plus avec un quasi-doublement du volume soumissionné atteignant 248,9 milliards DH en 2019 contre 174,3 milliards DH un an auparavant et représentant une part de 61% de la demande globale contre 45% en 2018. Les maturités inférieures ou égales à 2 ans ont drainé, quant à elles, un volume de 158 milliards DH en 2019 contre 212,5 milliards DH en 2018, soit une part de 39% contre 55% en 2018.

Ce renversement de tendance reflète, d'une part, la confiance des investisseurs quant à la stratégie de gestion de la dette menée par le Trésor et, d'autre part, la recherche de rendements plus intéressants, particulièrement par les OPCVM, dans un contexte de baisse généralisée des taux.

L'analyse de la demande par maturité fait ressortir une forte demande pour les BDT à 2 ans et à 5 ans qui concentrent 45% des soumissions globales, suivis des bons à 10 ans (18%), à 15 ans (16%), à 52 semaines (11%), à 20 ans (4%), à 30 ans (3%), à 13 semaines (2%) et à 26 semaines (1%).

**Graphique 4 : Évolution de la demande des investisseurs par segment de maturité en 2018 et 2019**



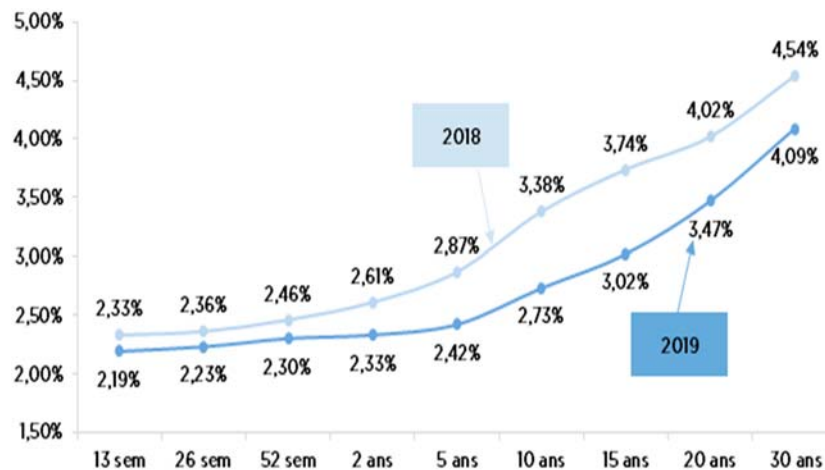
... tandis que les taux demandés ont enregistré une baisse moyenne de 39,5 pb

En 2019, les taux demandés par les investisseurs se sont inscrits dans une tendance baissière par rapport à l'an passé et se sont caractérisés par une évolution en deux phases :

- la première phase correspond au premier semestre au cours duquel les taux demandés ont connu des corrections baissières importantes atteignant 32,6 pb en moyenne, traduisant l'engouement des banques sur le marché des adjudications face à des besoins maîtrisés du Trésor. Les taux ont reculé d'une manière plus accentuée sur les moyen et long termes avec une baisse moyenne de près de 29 pb. Par maturité, le 10 ans a connu la plus forte correction baissière avec 40,3 pb, suivi du 15 ans (-34,9 pb), du 5 ans (-29,6 pb) et du 20 ans (-29,5 pb).
- au cours du deuxième semestre, les taux demandés ont enregistré une baisse plus modérée atteignant 18 pb en moyenne. Ce ralentissement s'explique principalement par la baisse de la demande et des levées du Trésor suite à la sortie sur le marché financier international.

Ainsi, au terme de l'année 2019, les taux demandés ont enregistré une baisse moyenne de 39,5 pb par rapport à leur niveau de fin 2018, contre une hausse de 6,5 pb entre 2018 et 2017 et une quasi-stabilité entre 2017 et 2016 (-0,8 pb).

Graphique 5 : Évolution annuelle des derniers TMP offerts entre 2018 et 2019



### Politique de financement intérieur adoptée par le Trésor

Dans un contexte marqué par le maintien du creusement de la liquidité bancaire et la hausse de la demande des investisseurs sur le marché des adjudications conjugués à des besoins de financement maîtrisés, le Trésor a mené, au cours de l'année 2019, une politique de financement flexible qui visait à :

- **assurer une présence régulière sur l'ensemble des maturités** tout en répondant au mieux aux évolutions de la demande du marché ;
- **veiller à ce que les indicateurs de risque de la dette intérieure restent, dans la mesure du possible, proches des niveaux retenus et validés au niveau du plan de financement annuel ;**
- **recourir de manière régulière aux opérations d'échange et de rachat de BDT** pour atténuer le risque de refinancement à travers le lissage des tombées mensuelles de la dette du Trésor de 2019 et 2020 qui connaissent des pics de remboursement importants ;
- **réaliser de manière quotidienne des opérations de placement des excédents du CCT** afin d'optimiser les disponibilités du solde du compte courant et en même temps permettre au Trésor de respecter sa stratégie d'émission.

### Émissions du Trésor en 2019

#### Baisse des levées du Trésor...

Le volume global des émissions du Trésor sur le marché des adjudications s'est établi à 104,4 milliards DH contre 115,1 milliards DH un an auparavant, en baisse de 9,3% ou 10,7 milliards DH par rapport à 2018. Ce volume est réparti à hauteur de 67,3 milliards DH ou 64,4% des levées au titre des adjudications contre 94,7 milliards DH ou 82,3% en 2018 et 37,1 milliards DH (35,6%) au titre des émissions dans le cadre des opérations d'échange de BDT (contre 20,3 milliards DH ou 17,7% en 2018).

En termes de structure des levées et suite au repositionnement de la demande du marché sur les maturités MLT, le Trésor a accompagné ce mouvement en ajustant à la hausse ses levées sur les maturités à 5 ans et plus qui ont représenté 76% du volume global levé, soit un niveau supérieur à celui enregistré en 2018 (47%).

Les maturités qui ont été les plus souscrites sont les BDT à 15 ans avec une part de 25,6%, suivies des BDT à 5 ans (23,4%), des BDT à 10 ans (16,0%), des BDT à 2 ans (14,7%), des BDT à 20 ans (8,8%), des BDT à 52 semaines (8,0%), des BDT à 30 ans (2,5%), des BDT à 13 semaines (0,9%) et des BDT à 26 semaines (0,1%).

**Tableau 1 : Répartition trimestrielle des souscriptions par maturité - en millions DH -**

|              | T1-2019       | T2-2019       | T3-2019       | T4-2019       | Total          | Part %        |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 13 sem.      | 0             | 0             | 300           | 650           | 950            | 0,9%          |
| 26 sem.      | 0             | 0             | 132           | 0             | 132            | 0,1%          |
| 52 sem.      | 1 997         | 2 099         | 2 525         | 1 725         | 8 345          | 8,0%          |
| 2 ans        | 3 913         | 2 312         | 4 052         | 5 041         | 15 317         | 14,7%         |
| 5 ans        | 7 913         | 9 512         | 5 267         | 1 788         | 24 479         | 23,4%         |
| 10 ans       | 5 691         | 5 520         | 1 657         | 3 838         | 16 707         | 16,0%         |
| 15 ans       | 9 521         | 10 049        | 2 788         | 4 345         | 26 703         | 25,6%         |
| 20 ans       | 1 918         | 2 644         | 684           | 3 895         | 9 141          | 8,8%          |
| 30 ans       | 0             | 520           | 1 125         | 975           | 2 620          | 2,5%          |
| <b>Total</b> | <b>30 952</b> | <b>32 656</b> | <b>18 529</b> | <b>22 257</b> | <b>104 393</b> | <b>100,0%</b> |

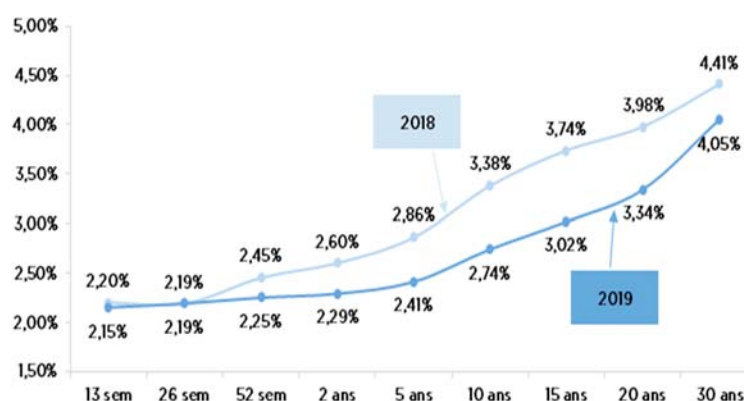
... conjuguée à une baisse des taux de rendement adjugés

À l'image des taux demandés par les investisseurs, les taux retenus par le Trésor se sont inscrits dans une tendance baissière au cours de l'année 2019, avec une baisse mensuelle moyenne de 27,7 pb toutes maturités confondues.

Au terme de l'année 2019, les derniers taux retenus ont enregistré une baisse moyenne de 37,0 pb comparé aux taux enregistrés à fin 2018.

Par terme, cette baisse a été plus importante sur les maturités supérieures ou égales à 5 ans avec -56,3 pb en moyenne par rapport aux maturités inférieures ou égales à 2 ans (-12,9 pb). À noter que la stabilité du cadre monétaire, avec un taux directeur inchangé et des interventions de Bank Al-Maghrib appropriées, a favorisé une quasi-stagnation des taux court terme à l'exception du taux à 52 semaines qui a enregistré un recul de 19,7 bps à 2,25%.

**Graphique 6 : Évolution annuelle des taux de rendement des BDT - Derniers TMP retenus**



Par maturité, les taux des BDT à 15 ans ont connu la plus forte baisse (-71,4 pb), suivis des BDT à 10 ans (-64,3 pb), des BDT à 20 ans (-63,8 pb), des BDT à 5 ans (-45,2 pb), des BDT à 30 ans (-36,7 pb) et des BDT à 2 ans (-30,8 pb).

**Tableau 2 : Évolution des TMP des bons émis par adjudication - derniers taux retenus par mois**

|         | Déc. 2018 | Janv. | Fév.  | Mars  | Avril | Mai   | Juin  | Juil. | Août  | Sept. | Oct.  | Nov.  | Déc. 2019 | Var. (pb) |
|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| 13 sem. | 2,20%     |       |       |       |       |       |       |       | 2,20% | 2,19% | 2,17% |       | 2,15%     | -5        |
| 26 sem. | 2,19%     |       |       |       |       |       |       |       |       | 2,23% |       |       |           | 4         |
| 52 sem. | 2,45%     | 2,43% | 2,34% | 2,34% | 2,33% | 2,30% | 2,29% | 2,28% | 2,33% | 2,32% | 2,26% | 2,26% | 2,25%     | -20       |
| 2 ans   | 2,60%     | 2,56% |       | 2,42% | 2,41% | 2,39% | 2,37% | 2,36% | 2,40% | 2,37% | 2,35% | 2,33% | 2,29%     | -31       |
| 5 ans   | 2,86%     | 2,85% | 2,75% | 2,70% | 2,60% | 2,57% | 2,57% | 2,56% | 2,60% | 2,57% | 2,51% | 2,45% | 2,41%     | -45       |
| 10 ans  | 3,38%     |       | 3,26% | 3,13% | 3,04% |       | 2,97% | 2,96% | 2,97% | 2,96% | 2,89% | 2,74% |           | -64       |
| 15 ans  | 3,74%     | 3,72% | 3,63% | 3,57% | 3,45% | 3,39% | 3,38% | 3,38% | 3,40% | 3,36% | 3,20% | 3,10% | 3,02%     | -72       |
| 20 ans  | 3,98%     |       | 3,88% | 3,82% | 3,77% | 3,76% | 3,68% |       | 3,62% | 3,61% |       | 3,46% | 3,34%     | -64       |
| 30 ans  |           |       |       |       | 4,41% |       |       | 4,33% |       | 4,16% |       |       | 4,05%     | -36       |

## ► FINANCEMENT EXTÉRIEUR

### Tirages sur emprunts extérieurs

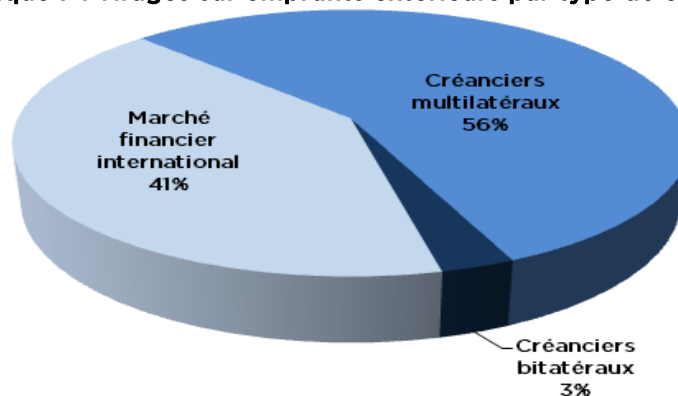
Au titre de l'année 2019, les tirages sur emprunts extérieurs ont enregistré un bond de 19,3 milliards DH pour atteindre 25,5 milliards DH contre 6,2 milliards DH en 2018.

La part mobilisée auprès des créanciers multilatéraux a atteint 56%, soit 14,1 milliards DH, enregistrant ainsi une hausse de 8,3 milliards DH par rapport à 2018. Ces tirages ont été mobilisés principalement auprès de la BIRD (9,6 milliards DH), et de la BAD (3,8 milliards DH).

Une part de 41% du total des tirages a été réalisée au titre de l'émission du Royaume, le 21 novembre 2019, sur le marché financier international de l'emprunt obligataire d'un milliard d'euros (soit 10,6 milliards DH). Cette émission, qui a marqué le retour du Maroc sur ce marché après 5 ans d'absence, a connu un succès remarquable auprès des investisseurs internationaux.

Quant aux mobilisations réalisées auprès des créanciers bilatéraux, elles ont porté sur un montant total de 0,7 milliard (soit une part de 3% du total des tirages réalisés), en augmentation de 0,3 milliard par rapport à l'année 2018, dont plus de 85% ont été réalisés avec la France.

**Graphique 7 : Tirages sur emprunts extérieurs par type de créancier**





Un montant global de 14 milliards DH a été destiné au financement des appuis aux réformes, dont :

- 6,6 milliards en faveur de l'inclusion financière et le développement numérique de l'économie ;
- 2,9 milliards pour l'appui à l'accélération de l'industrialisation ; et
- 1,4 milliard pour l'appui à l'éducation.

Les projets du Budget, de leur côté, ont bénéficié de près de 0,9 milliard DH, dont :

- 0,6 milliard DH ont été destinés aux secteurs de l'eau et des barrages ; et
- 0,2 milliard DH au développement agricole et à l'irrigation.

### Nouveaux engagements extérieurs

Au titre de l'année 2019, et hors l'émission réalisée sur le marché financier international, le Maroc a procédé à la signature de différents accords de prêt portant sur une enveloppe globale de près de 19,2 milliards DH et ce auprès de la BIRD, la BAD, la BID et la France.

Ces emprunts extérieurs sont principalement destinés au financement du secteur financier, des secteurs de l'éducation et de la formation professionnelle, du secteur de l'agriculture et du secteur de l'industrie.

# STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR À FIN 2019

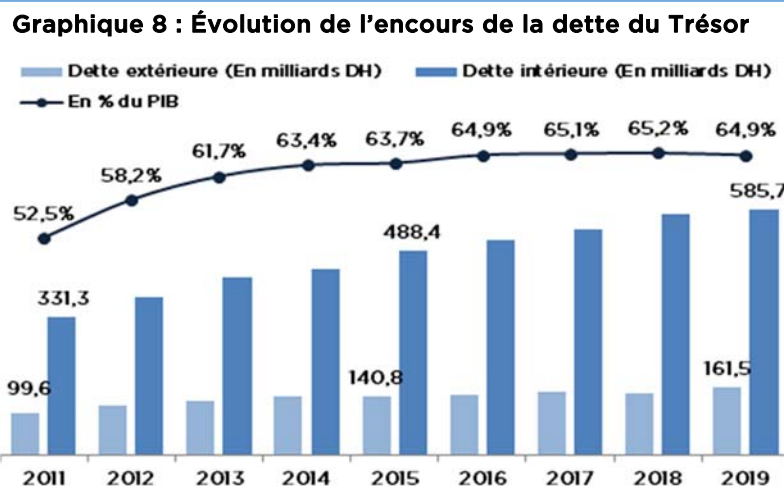
## ► PROFIL DE LA DETTE DU TRÉSOR

### Évolution de l'encours

Au terme de l'année 2019, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 747,2 milliards DH, en hausse de 24,6 milliards DH ou 3,4% par rapport à fin 2018 (722,6 milliards DH). En dépit de cette hausse, le rythme de progression de l'endettement a poursuivi sa trajectoire descendante en enregistrant la plus faible hausse depuis 2009 (3,4%) contre une progression annuelle moyenne de 8,3% entre 2010 et 2018.

Par composante de dette, l'évolution de la structure de la dette du Trésor fait ressortir une légère baisse de la part de la dette intérieure qui s'est établie à fin 2019 à 78,4% contre 79,5% un an auparavant tandis que celle de la dette extérieure a affiché une légère progression de 1,1 point pour s'établir à 21,6%, 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 585,7 milliards DH à fin 2019, en augmentation de 11,1 milliards DH ou 1,9 % par rapport à 2018 et celui de la dette extérieure s'est élevé à 161,5 milliards DH, en hausse de 13,5 milliards DH ou 9,1% par rapport à l'année précédente.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor marque, pour la première fois depuis 2008, une baisse de 0,3 point de PIB pour s'établir à 64,9% à fin 2019 contre 65,2% à fin 2018. Ce ratio a atteint 50,9% au titre de la dette intérieure et 14,0% au titre de la dette extérieure contre respectivement 51,8% et 13,4% à fin 2018.



Cette maîtrise progressive de l'évolution du taux d'endettement du Trésor s'est confirmée pour la 4<sup>ème</sup> année consécutive avec une variation annuelle moyenne, ramenée de 2,4 points du PIB entre 2010 et 2017, à une légère hausse de 0,1 point du PIB entre 2017 et 2018 puis à une baisse de 0,3 point du PIB en 2019. Cette évolution s'explique principalement par la politique gouvernementale mise en place qui accorde une importance cruciale au rétablissement des équilibres macroéconomiques pour maintenir la dette dans une trajectoire soutenable. Les mesures mises en place, à cet effet, depuis 2013 qui ont visé la rationalisation des dépenses et l'optimisation des recettes, se sont traduites par une amélioration des indicateurs macroéconomiques ainsi que des conditions de financement du Trésor.

## Structure par instrument

La dette du Trésor est composée essentiellement de dettes négociables représentant une part de près de 82% dont 75% au titre des BDT émis sur le marché des adjudications et 7% au titre des émissions obligataires 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 (15%).

**Tableau 3 : Répartition de l'encours de la dette du Trésor par instrument - en millions DH**

|                             | 2018           |             | 2019           |             | Variation     |
|-----------------------------|----------------|-------------|----------------|-------------|---------------|
|                             | Volume         | Part        | Volume         | Part        |               |
| <b>Dette négociable</b>     | <b>590 412</b> | <b>82%</b>  | <b>609 551</b> | <b>82%</b>  | <b>19 139</b> |
| Adjudications               | 546 205        | 76%         | 557 161        | 75%         | 10 956        |
| Eurobonds                   | 44 207         | 6%          | 52 390         | 7%          | 8 183         |
| <b>Dette non négociable</b> | <b>132 209</b> | <b>18%</b>  | <b>137 636</b> | <b>18%</b>  | <b>5 427</b>  |
| Emprunts intérieurs         | 26 738         | 4%          | 26 249         | 3%          | -489          |
| Emprunts extérieurs         | 105 471        | 14%         | 111 387        | 15%         | 5 916         |
| <b>Total</b>                | <b>722 621</b> | <b>100%</b> | <b>747 187</b> | <b>100%</b> | <b>24 566</b> |

## Structure par maturité initiale

L'encours de la dette du Trésor négociable est composé majoritairement (90%) de titres à moyen et long termes (MLT, maturités supérieures ou égales à 5 ans). Les BDT à MLT représentent près de 82 % de l'encours global de la dette négociable et les Eurobonds à 10 ans, à 12 ans et à 30 ans ont des parts respectives de 5%, 2% et 1%. Le reste étant réparti à hauteur de 8% en bons à 2 ans et 2% en bons à 52 semaines.

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

**Tableau 4 : Répartition de l'encours de la dette négociable par maturité initiale - Valeur nominale**

|                             | 13 sem | 26 sem. | 52 sem. | 2 ans  | 5 ans   | 10 ans* | 12 ans | 15 ans  | 20 ans | 30 ans |
|-----------------------------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| Encours<br>(en millions DH) | 500    | 131     | 9 939   | 47 669 | 145 432 | 163 798 | 10 765 | 135 322 | 66 223 | 29 772 |
| Part                        | 0,1%   | 0,0%    | 1,6%    | 7,8%   | 23,9%   | 26,9%   | 1,8%   | 22,2%   | 10,9%  | 4,9%   |

## 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 2019, les fonds communs de placement détiennent environ 33% de l'encours des bons émis par adjudications, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance près de 22% et les banques environ 28%. Le reste (17%) est détenu par d'autres clients financiers et non financiers.

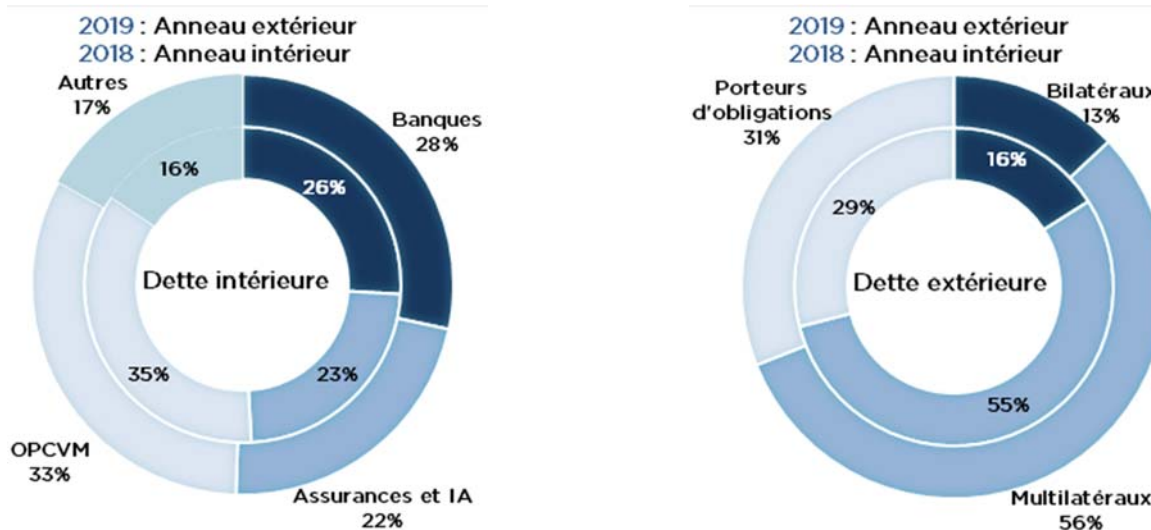
L'évaluation de la répartition du portefeuille de la dette intérieure par type de créanciers sur les dix dernières années fait ressortir :

- une baisse de la part des assurances et caisses de retraite de près de la moitié entre 2010 et 2019 passant de 41% à 22% ;
- une progression importante de la part des OPCVM passant de 25% en 2010 à 35% en 2016 suivie d'une stagnation à partir de 2016, puis une légère baisse de 2% en 2019 ; et
- une évolution de la part des banques en trois phases : une hausse de 15% à 30% entre 2010 et 2013, suivie d'une baisse à 21% en 2016 et puis d'une hausse pour atteindre 28% en 2019.

Cette tendance s'explique essentiellement par le recours des assurances et des caisses de retraite aux banques et à des fonds dédiés pour leurs investissements en BDT. Concernant l'évolution de la part des OPCVM entre 2016 et 2019, elle s'explique par le recours de ces organismes aux titres privés à la recherche d'un rendement plus important que celui des BDT.

Pour ce qui est de la dette extérieure du Trésor, sa structure par type de créanciers n'a pas connu d'évolution significative entre les deux années 2018 et 2019. En effet, avec une part de 56%, les créanciers multilatéraux constituent le premier groupement de créanciers du Trésor, suivis du marché financier international à hauteur de 31% et des créanciers bilatéraux qui détiennent 13% des créances extérieures sur le Trésor.

**Graphique 9 : Répartition de la dette du Trésor par type de détenteurs et créanciers**



### Structure par type de taux d'intérêt

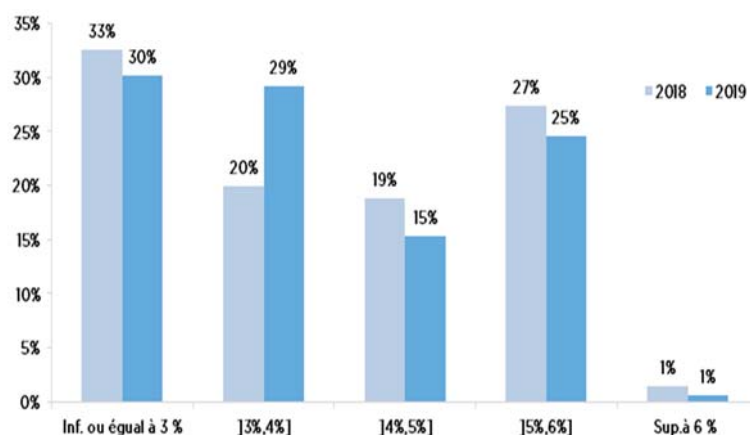
À fin 2019, l'encours de la dette du Trésor à taux fixe représente près de 92,3% de l'encours global, en quasi-stabilité par rapport au niveau enregistré une année auparavant. La prépondérance de la part de la dette à taux fixe dans le portefeuille de la dette du Trésor est due principalement au fait que la dette intérieure, qui est exclusivement assortie de taux fixe, représente la part dominante dans l'encours de cette dette (près de 78,4%).

Concernant la dette extérieure, sa structure par type de taux d'intérêt a été caractérisée par le renforcement de la part de la dette à taux d'intérêt fixes qui s'est établie à 64,3% contre 63% à fin 2018. Quant à la dette extérieure contractée à taux variable, elle est passée de 37% à fin 2018 à 35,7% à fin 2019. Cette baisse est due principalement aux opérations de

fixation des taux prêteurs qui ont été réalisées sur certains emprunts contractés auprès de la BIRD.

Par intervalle de taux, la répartition de la dette intérieure du Trésor montre une augmentation de 9% en 2019 de l'encours de la dette assorti de taux d'intérêt compris entre 3% et 4% par rapport à 2018. Cette augmentation s'est faite en faveur d'une baisse de même amplitude des parts de la dette assortie de taux d'intérêt inférieurs à 3% et supérieurs à 4%. Cette situation s'explique essentiellement par l'amélioration des conditions de financement du Trésor qui a permis le renouvellement des dettes anciennes par l'émission de bons du Trésor à des taux moins élevés essentiellement sur les segments moyen et long.

**Graphique 10 : Répartition de l'encours de la dette intérieure du Trésor par intervalle de taux**



### Structure par devises

Le portefeuille de la dette du Trésor est dominé par la dette libellée en dirham qui représente 78,1% de l'encours, en léger repli par rapport à 2018 (79,1%).

Pour ce qui est de la dette extérieure, la part de celle contractée en Euro s'est établie à fin 2019 à 66,7% alors que celle contractée en dollar US et devises liées à 26,7% et celle des autres devises (Yen japonais, Dinar koweïtien et autres) à 6,6%.

Cette structure témoigne des efforts qui ont été déployés pour rapprocher progressivement la structure du portefeuille de la dette extérieure du Trésor vers celle du nouveau panier de cotation du Dirham, adopté en avril 2015, dont les pondérations sont passées respectivement pour l'Euro et le dollar US de 80% - 20% à 60% - 40%.

**Tableau 5 : Structure de l'encours de la dette du Trésor par devises - en millions DH -**

|                | 2018           |             | 2019           |             |
|----------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
|                | Volume         | Part        | Volume         | Part        |
| MAD            | 572 942        | 79%         | 583 410        | 78%         |
| EUR            | 94 894         | 13%         | 109 637        | 15%         |
| USD            | 43 253         | 6%          | 43 557         | 6%          |
| Autres devises | 11 532         | 2%          | 10 583         | 1%          |
| <b>Total</b>   | <b>722 621</b> | <b>100%</b> | <b>747 187</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 2019, ont augmenté pour s'établir à 135,9 milliards DH contre 124,7 milliards DH en 2018, soit une hausse de 11,2 milliards DH ou 9%. Cette hausse résulte de l'effet combiné de la hausse des charges en principal de 8,7 milliards DH et la hausse des charges en intérêts de 2,5 milliards DH.

Par type de dette, les charges de la dette intérieure ont augmenté de près de 10,9 milliards DH pour s'établir à 123,9 milliards DH contre 112,9 milliards DH à fin 2018. Quant à celles de la dette extérieure, elles ont enregistré une hausse de 0,3 milliard DH pour s'établir à 12,1 milliards DH en 2019 contre 11,8 milliards en 2018.

### Les charges en intérêts et commissions

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à 30,5 milliards DH, en hausse de 2,5 milliards DH par rapport à 2018. Ces charges ont représenté 2,6% du PIB et 12,2% des recettes ordinaires en 2019 contre respectivement 2,5% et 12,0% en 2018.

Les charges en intérêts et commissions au titre de la dette intérieure se sont élevées à 26,6 milliards DH en 2019 contre 24,3 milliards DH en 2018, soit une hausse de 2,3 milliards DH. La hausse importante des charges en intérêts entre 2018 et 2019 est due principalement à l'augmentation de l'encours de la dette intérieure en 2018 avec un flux net de 35,5 milliards DH et, dans une moindre mesure, au paiement de premiers coupons longs de BDT émis en 2018 qui ont fait l'objet, pour certains d'entre eux, d'assimilation en 2019.

S'agissant des charges en intérêts nettes, celles-ci se sont établies à 25,2 milliards DH en 2019 et ce, compte tenu, notamment, d'un montant de 1,3 milliard DH correspondant aux intérêts perçus au titre des coupons courus versés par les souscripteurs pour les lignes assimilées.

**Tableau 6 : Charges en intérêts nettes au titre de la dette intérieure - en millions DH -**

|   | 2018   | 2019   | Variation |
|---|--------|--------|-----------|
| Intérêts bruts de la dette intérieure                   | 24 313 | 26 639 | 2 326     |
| Coupons courus  | -798   | -1 322 | -524      |
| Intérêts de la gestion active de la trésorerie publique | -145   | -139   | 6         |
| Intérêts nets   | 23 370 | 25 178 | 1 808     |

Concernant la dette extérieure du Trésor, les charges en intérêts et commissions se sont établies en 2019 à 3,8 milliards DH en hausse de 108 millions DH par rapport à 2018. Cette augmentation est attribuable principalement au paiement des intérêts et commissions afférents aux tirages réalisés durant le deuxième semestre de l'année 2018 et le premier semestre de l'année 2019, notamment à l'égard du FMA et de la BIRD.

**Tableau 7 : Charges en intérêts et commissions par source de financement - en millions DH -**

|                          | 2018          |             | 2019          |             | Variation    |
|--------------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------|
|                          | Volume        | Part        | Volume        | Part        |              |
| <b>Dettes intérieure</b> | <b>24 313</b> | <b>87%</b>  | <b>26 639</b> | <b>87%</b>  | <b>2 326</b> |
| Adjudications            | 21 722        | 78%         | 23 751        | 78%         | 2 029        |
| Autres                   | 2 591         | 9%          | 2 888         | 9%          | 297          |
| <b>Dettes extérieure</b> | <b>3 733</b>  | <b>13%</b>  | <b>3 841</b>  | <b>13%</b>  | <b>108</b>   |
| Créanciers bilatéraux    | 601           | 2%          | 502           | 2%          | -99          |
| Créanciers multilatéraux | 1 344         | 5%          | 1 502         | 5%          | 158          |
| MFI                      | 1 788         | 6%          | 1 837         | 6%          | 49           |
| <b>Total</b>             | <b>28 046</b> | <b>100%</b> | <b>30 480</b> | <b>100%</b> | <b>2 434</b> |

### Les charges en principal

Les charges en principal de la dette du Trésor se sont établies, en 2019, à 105,4 milliards DH contre 96,7 milliards DH en 2018, soit une hausse de 8,7 milliards DH.

Au niveau de la dette intérieure, les charges en principal payées en 2019 ont totalisé près de 97,2 milliards DH en 2019 contre 88,6 milliards DH en 2018, soit une hausse de 8,6 milliards 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, les remboursements au titre des BDT à 10 ans et 15 ans ont augmenté respectivement de 3,5 milliards DH et 13 milliards DH en 2019, en raison principalement de la structure des mobilisations de 2009 et de 2004, tandis que les remboursements au titre des BDT de maturités inférieures ou égales à 5 ans ont connu des baisses.

Pour ce qui est des charges en principal payées au titre de la dette extérieure du Trésor, celles-ci ont enregistré une hausse de 141 millions DH, s'établissant à 8,2 milliards DH en 2019 contre 8,1 milliards en 2018. Cette hausse s'explique principalement par le démarrage de remboursement de certaines tranches de prêts, notamment à l'égard du FMA.

**Tableau 8 : Charges en principal par source de financement - en millions DH -**

|                          | 2018          |             | 2019           |             | Variation    |
|--------------------------|---------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
|                          | Volume        | Part        | Volume         | Part        |              |
| <b>Dettes intérieure</b> | <b>88 624</b> | <b>92%</b>  | <b>97 219</b>  | <b>92%</b>  | <b>8 595</b> |
| Adjudications            | 85 554        | 89%         | 93 438         | 89%         | 7 884        |
| Autres                   | 3 070         | 3%          | 3 781          | 3%          | 711          |
| <b>Dettes extérieure</b> | <b>8 085</b>  | <b>8%</b>   | <b>8 226</b>   | <b>8%</b>   | <b>141</b>   |
| Créanciers bilatéraux    | 3 350         | 3%          | 3 041          | 3%          | -309         |
| Créanciers multilatéraux | 4 735         | 5%          | 5 070          | 5%          | 335          |
| MFI                      | 0             | 0%          | 115            | 0%          | 115          |
| <b>Total</b>             | <b>96 709</b> | <b>100%</b> | <b>105 445</b> | <b>100%</b> | <b>8 736</b> |

## Flux nets de la dette du Trésor

Les flux nets de la dette du Trésor se sont établis à près de 28,2 milliards DH en 2019 contre 33,7 milliards DH en 2018, soit une baisse de 5,5 milliards DH.

## Flux nets de la dette intérieure

Les flux nets de la dette intérieure se sont établis à près de 11 milliards DH en 2019, enregistrant une baisse de 24,5 milliards DH comparativement à 2018 et ce, sous l'effet essentiellement de la hausse de près de 19 milliards DH des flux nets extérieurs.

Pour ce qui est des souscriptions nettes au titre des BDT émis par adjudication, ils se sont élevés à près de 10,9 milliards DH en 2019 contre 29,5 milliards DH en 2018, en baisse de 18,5 milliards DH. Cette évolution est le résultat de la baisse des souscriptions nettes au titre des BDT à 2 ans et moins de 29,5 milliards DH en 2019 par rapport à 2018 compensée partiellement par la hausse des souscriptions nettes au titre des BDT à 5 ans et plus de 10,9 milliards DH.

**Tableau 9 : Souscriptions nettes des BDT - en millions DH -**

|              | Souscriptions | Amortissements | Flux          |
|--------------|---------------|----------------|---------------|
| 5 ans        | 24 479        | 24 513         | -34           |
| 10 ans       | 16 707        | 3 464          | 13 243        |
| 15 ans       | 26 703        | 16 468         | 10 235        |
| 20 ans       | 9 141         |                | 9 141         |
| 30 ans       | 2 620         |                | 2 620         |
| <b>Total</b> | <b>79 649</b> | <b>44 445</b>  | <b>35 204</b> |

## Flux nets de la dette extérieure

Les flux nets sur emprunts extérieurs du Trésor se sont élevés à fin 2019 à +17,2 milliards DH contre -1,8 milliard DH en 2018. Cette évolution s'explique essentiellement par l'émission du Trésor de l'emprunt obligataire d'un milliard d'euros, le 21 novembre 2019, sur le MFI.

**Tableau 10 : Flux nets de la dette extérieure du Trésor par groupe de créanciers - en millions DH -**

|                                | 2018          | 2019          |
|--------------------------------|---------------|---------------|
| Créanciers bilatéraux          | -2 954        | -2 315        |
| Créanciers multilatéraux       | 1 117         | 9 064         |
| Marché financier international | 0             | 10 472        |
| <b>Total</b>                   | <b>-1 837</b> | <b>17 221</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

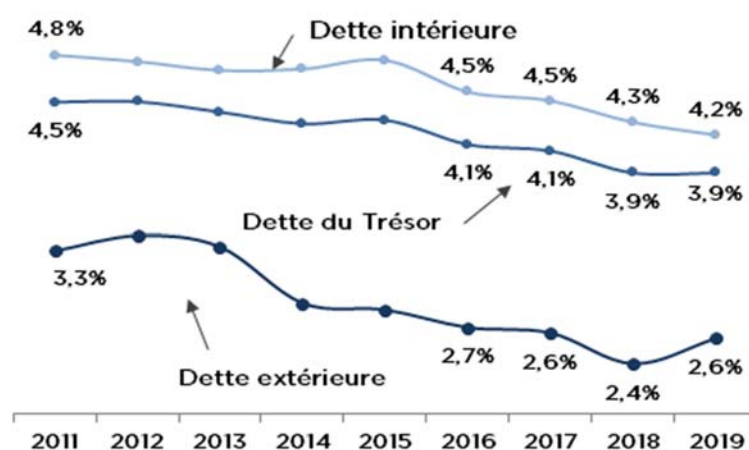
### Le coût moyen de la dette du Trésor

Le coût moyen de la dette du Trésor (ou coût apparent) ressort à 3,9% en 2019, en stagnation par rapport à fin 2018.

Pour ce qui est du coût moyen de la dette intérieure du Trésor, il s'est établi à 4,24% contre 4,29% en 2018, soit une légère baisse de 5 pb. Cette évolution s'explique par une hausse moins importante des intérêts payés en 2019 par rapport à 2018 (+9,5%) que l'augmentation de l'encours de l'année 2018 par rapport à celui de 2017 (+10,9%). Cette baisse qui confirme la tendance observée au cours de ces 4 dernières années, reflète l'amélioration continue des conditions de financement du Trésor sur le marché domestique qui se sont, globalement, caractérisées par des baisses importantes des taux de rendement dans un contexte marqué par une maîtrise du déficit budgétaire couplé à une stratégie de gestion prudente de la dette privilégiant l'arbitrage entre les sources de financement interne et externe et la diversification des sources de financement.

Quant au coût moyen de la dette extérieure du Trésor, celui-ci s'est établi à 2,6%, soit le même niveau enregistré en 2017, contre 2,4% enregistré en 2018.

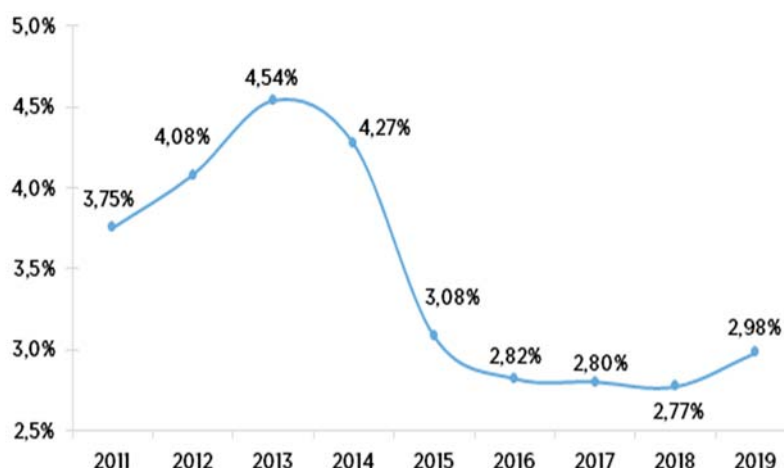
**Graphique 11 : Évolution du coût apparent de la dette du Trésor**



### Le taux moyen pondéré des émissions par adjudication

En 2019, le taux moyen pondéré des émissions des BDT (y compris les opérations de gestion active) s'est établi à 2,98%, en hausse de 21 pb par rapport à celui enregistré à fin 2018. Dans un contexte caractérisé par la baisse des taux, cette hausse est attribuable principalement à la configuration des levées sur le marché domestique et qui s'est caractérisée par une concentration des souscriptions sur les maturités supérieures ou égales à 5 ans comparativement à l'année dernière.

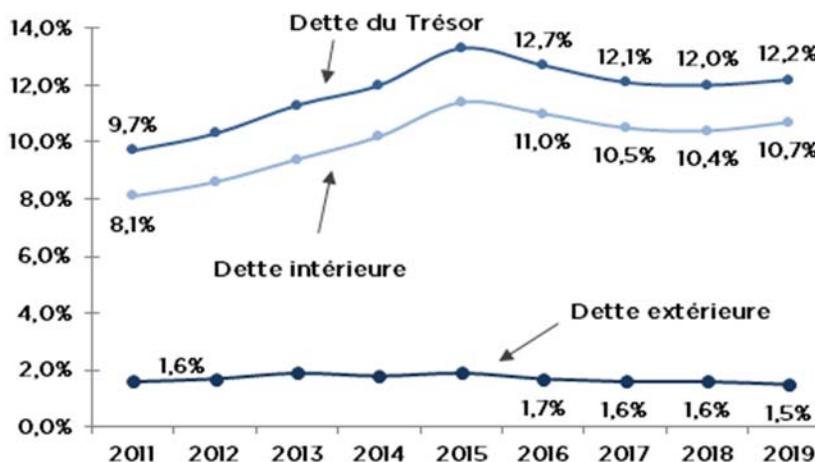
**Graphique 12 : Évolution du TMP à l'émission**



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

Les charges en intérêts de la dette ramenées aux recettes ordinaires, hors TVA des collectivités territoriales, se sont élevées à 12,2% en 2019, soit une légère hausse de 0,2 point par rapport à 2018. Cette inflexion, la première depuis 2015, s'explique essentiellement par la hausse des intérêts de la dette intérieure payés en 2019 imputable, elle-même, à la hausse du stock de la dette et à sa structure dominée par les BDT à 5 ans et plus.

**Graphique 13 : 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

À fin décembre 2019, la part du court terme dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 13,2% contre 11,4% en 2018, enregistrant ainsi une hausse de 1,8%.

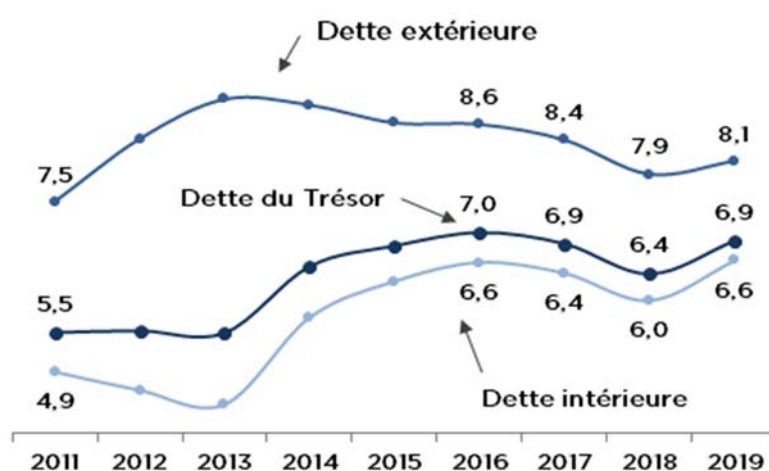
Cette hausse est due essentiellement à la hausse de la part à court terme de la dette intérieure qui ressort à 13,7% à fin 2019 contre 12,9% à fin 2018 en raison principalement de la configuration des souscriptions de 2005 (BDT à 15 ans) et 2015 (BDT à 5 ans) et du mode de remboursement in fine de cette dette.

Pour ce qui est de la part du court terme dans le portefeuille de la dette extérieure, celle-ci a augmenté de 6,2% pour s'établir à 11,7% à fin 2019. Cette évolution est due essentiellement au remboursement de l'emprunt obligataire émis en 2010, d'un montant de 1 milliard d'euros, qui s'effectuera en octobre 2020.

## Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor ressort à 6 ans et 11 mois, soit une augmentation de 6 mois par rapport à l'année précédente. Cette évolution est imputable principalement à l'augmentation de la DVM de la dette intérieure de 7 mois par rapport à son niveau de 2018, traduisant la concentration des levées du Trésor sur des maturités supérieures ou égales à 5 ans (76% des levées globales). Cette évolution traduit la volonté du Trésor de constituer une marge qui pourrait être utilisée en cas de retournement de la conjoncture, tout en profitant du contexte favorable marqué par l'abondance de la demande pour les maturités longues sans pour autant augmenter le coût de financement du Trésor au vu de la baisse des taux enregistrée.

**Graphique 14 : 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 honorer les engagements financiers de l'État. 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. Le maintien d'une encaisse de précaution quotidienne au niveau du compte courant du Trésor ouvert à Bank Al-Maghrib est également un moyen utilisé pour minimiser ce risque.

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

En 2019, le taux moyen de couverture des adjudications des bons du Trésor par les soumissions s'est établi à 5,0 fois contre 3,5 fois en 2018. Cette hausse est due à l'effet croisé de la hausse des volumes offerts par les investisseurs et la baisse des levées du Trésor (hors opérations de gestion active) de près de 1,3% et de 29,0% respectivement par rapport à 2018.

**Tableau 11 : Évolution du taux de couverture des émissions par les soumissions**

|  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| Taux de couverture (en nombre de fois) | 7    | 4,1  | 5,7  | 5    | 3,5  | 5    |

### Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est apprécié à travers 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.

#### *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 2020 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 2020. À fin 2019, cette dette s'est élevée à près de 153,9 milliards DH, soit près de 21,0% de l'encours de la dette du Trésor en hausse de 2 points par rapport à fin 2018.

Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de la part de la dette extérieure devant échoir à moins d'un an qui est passée d'une part de 6% en 2018 à 12% à fin 2019 et ce, en raison du remboursement de l'Eurobond d'un milliard d'euros émis en 2010 et prévu pour le 2<sup>ème</sup> semestre de l'année 2020.

#### *Part de la dette à taux variable*

À fin 2019, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 35% contre 37% à fin 2018. Cette évolution s'explique par la poursuite de concrétisation des opérations de conversion, déjà conclues avec la Banque mondiale, qui permettent de convertir des taux d'intérêt prêteurs flottants en des taux d'intérêt fixes et ce, pour se couvrir contre les hausses éventuelles de taux Libor sur les durées restantes desdits emprunts.

### Risque de change

La dette libellée en devises représente près de 21,9% de l'encours de la dette du Trésor. Cette dette est, en effet, constituée de 66,7% de dette libellée en euro et de 26,7% en Dollar US et devises liées. Cette structure, qui s'approche du panier actuel de cotation du dirham, permet d'atténuer l'exposition de ce portefeuille au risque de change.

# DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

## ► PROFIL DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

À fin 2019, l'encours de la dette extérieure publique s'est établi à 339,9 milliards DH, en hausse de 13,3 milliards DH ou 4,1% par rapport à fin 2018. Le ratio d'endettement extérieur public par rapport au PIB, quant à lui, a enregistré une stabilité à 29,5% du PIB.

À rappeler que, l'encours de la dette extérieure publique est composé de l'encours de la dette extérieure du Trésor, des EEPs, du Secteur bancaire public et des emprunts extérieurs garantis par l'État des CTs et des IUPs.

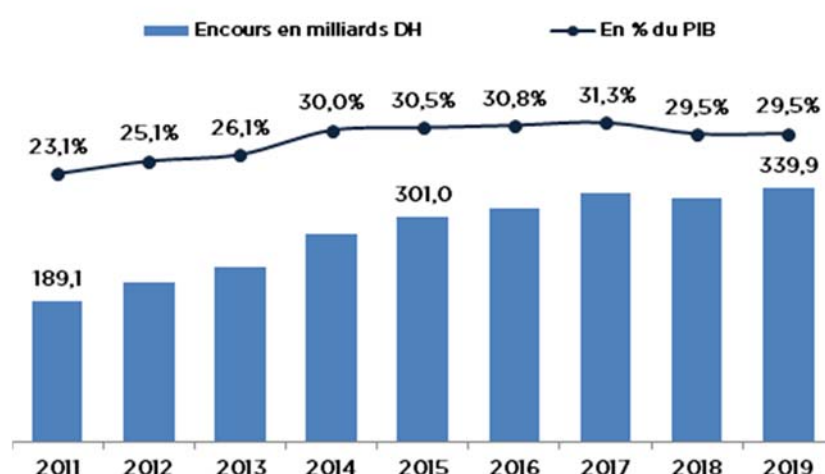
L'évolution constatée de l'encours de la dette extérieure publique s'explique, principalement, par la hausse de l'encours de la dette extérieure du Trésor de 9,1% et la baisse de celui de la dette extérieure publique hors Trésor de 0,1%.

En effet, l'encours de la dette extérieure du Trésor a enregistré une hausse de 13,5 milliards DH passant de 148 milliards DH à fin 2018 à 161,5 milliards DH à fin 2019. Le ratio d'endettement extérieur du Trésor a ainsi atteint 14,0% du PIB à fin 2019 contre 13,4% du PIB en 2018.

Concernant l'encours de la dette extérieure publique hors Trésor, celui-ci s'est établi à 178,4 milliards DH en 2019 représentant 15,5% du PIB, en baisse de 0,6 point du PIB par rapport à 2018. Il s'agit de la deuxième baisse annuelle consécutive de ce ratio après 11 années de hausses successives.

Exprimé en dollars US, l'encours de la dette extérieure publique a connu une hausse de 1,3 milliard USD ou 3,8% par rapport à l'année précédente, et ce en passant de 34,1 milliards USD en 2018 à 35,4 milliards en 2019.

**Graphique 15 : Évolution de l'encours de la dette extérieure publique**



## Structure par créanciers

La structure, par créanciers, de la dette extérieure publique à fin 2019 reste majoritairement composée des emprunts contractés auprès des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) dont la part a atteint 75% de l'encours total. Concernant la dette des emprunteurs publics à l'égard des créanciers privés, celle-ci avoisine 25% de l'encours total, dont 91% au titre des émissions du secteur public sur le marché financier international.

### *Les créanciers multilatéraux*

À fin 2019, la dette extérieure contractée auprès des créanciers multilatéraux a atteint 168 milliards DH, soit une hausse de 8,5 milliards DH, représentant ainsi plus de 49% de l'encours de la dette extérieure publique. Trois créanciers demeurent les principaux détenteurs de cette dette, à savoir la BIRD qui reste le premier créancier multilatéral avec un encours de 64 milliards DH, soit 38% du total de la dette multilatérale, suivie de la BAD avec un encours de 45 milliards DH (27%) et de la BEI qui détient 30 milliards DH (18%).

La dette contractée auprès des organismes islamiques et arabes, représente, quant à elle, un encours de 25,4 milliards DH, soit 15% de la dette multilatérale. Le FADES demeure le premier créancier de ce groupement avec un encours de 12 milliards DH (ou 7% de la dette multilatérale), suivi de la BID avec 9 milliards DH (5%) et du FMA avec 4 milliards DH (2%).

### *Les créanciers bilatéraux*

L'encours de la dette extérieure publique à l'égard des créanciers bilatéraux s'est élevé, à fin 2019, à 87 milliards DH ou près de 26% de l'encours total de la dette extérieure publique. Cette catégorie de dette reste concentrée sur les pays de l'UE à hauteur de 66%, les pays arabes (14%) et le Japon (13%).

Quatre pays détiennent 78% du stock de la dette bilatérale. La France, qui est toujours le premier créancier bilatéral du Maroc, détient un encours de 33,1 milliards DH, soit 38%, suivi de l'Allemagne avec 15,7 milliards DH (18%), du Japon qui détient 11,7 milliards DH (13%) et de l'Arabie Saoudite avec 7,1 milliards DH (8%).

Quant au groupement des pays arabes, il totalise un encours de 12,2 milliards DH (ou 14% du total).

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

La dette détenue par les créanciers privés s'est établie, à fin 2019, à 84,9 milliards DH ou près de 25% du total de la dette extérieure publique, soit une hausse de près de 10,4 milliards par rapport à fin 2018.

Cette évolution est imputable principalement i) à l'émission, en novembre 2019, du Trésor sur le MFI de l'emprunt obligataire d'un montant d'un milliard d'euros (10,6 milliards DH) et ii) aux tirages effectués par la RAM d'un montant global s'élevant à 4 milliards DH pour l'acquisition d'avions. D'un autre côté, la hausse de l'encours détenu par les résidents s'est traduite par une baisse équivalente de l'encours des Eurobonds émis par le secteur public sur le MFI.

Hors créanciers privés, sept créanciers détiennent, de manière globale, 211,5 milliards DH ou 83% de l'encours de la dette extérieure publique :

**Tableau 12 : Principaux créanciers**

| Créanciers | Part (%) |
|------------|----------|
| BIRD       | 25%      |
| BAD        | 18%      |
| France     | 13%      |
| BEI        | 12%      |
| Allemagne  | 6%       |
| Japon      | 5%       |
| FADES      | 5%       |

### Structure par emprunteurs

À fin 2019, la dette extérieure publique hors Trésor représente 52,5% du total de la dette extérieure publique :

**Tableau 13 : Dette extérieure publique par groupements d'emprunteurs**

| Groupement d'emprunteurs           | Part (%) |
|------------------------------------|----------|
| Trésor                             | 47,5%    |
| EEPs                               | 51,5%    |
| Institutions Financières Publiques | 0,5%     |
| CTs                                | 0,4%     |
| IUPs                               | 0,1%     |

Les EEPs demeurent le 1<sup>er</sup> groupement d'emprunteurs du secteur public et ce avec un encours de 174,8 milliards DH. Cinq principaux emprunteurs détiennent une part de plus de 80%, à savoir l'ONEE (25%), l'OCP (20%), l'ONCF (14%), l'ADM (11%) et MASEN (11%).

Pour ce qui est de la dette extérieure du Trésor, sa part dans la dette extérieure publique a été caractérisée par une hausse pour s'établir, à fin 2019, à 47,5% contre 45,3% à fin 2018.

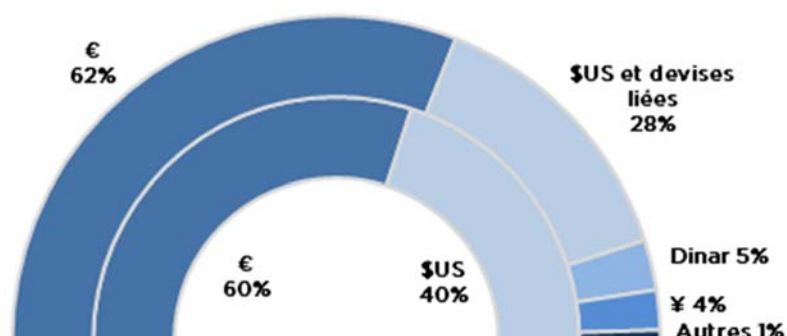
### Structure par devises

À fin 2019, la part de la dette extérieure publique libellée en Euro s'est établie à 62%, celle des dettes libellées en \$US et devises liées a enregistré 28%, alors que la part du Dinar koweïtien a atteint 5%.

Cette structure demeure proche de celle du panier de cotation du dirham. Aussi, elle permet d'atténuer l'exposition du portefeuille de la dette extérieure publique au risque de change et également de limiter l'impact des fluctuations des différentes devises.

**Graphique 16 : Structure par devises**

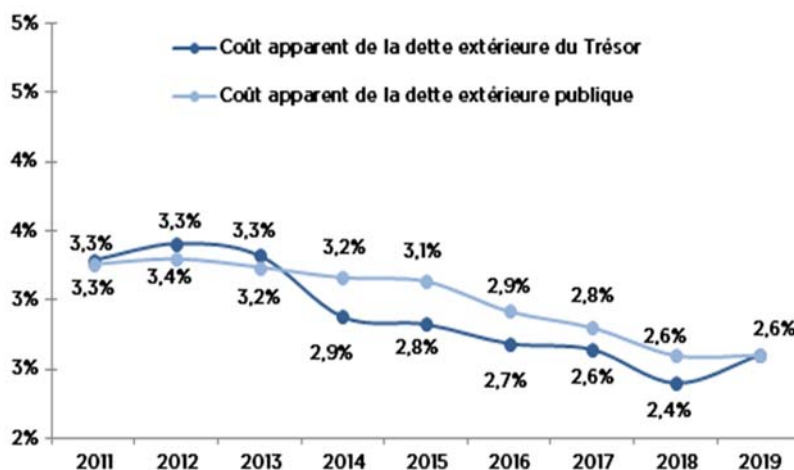
(Arc intérieur : Panier du DH / Arc extérieur structure à fin 2019)



## Structure par taux d'intérêt

Le coût moyen de la dette extérieure publique s'est maintenu, en 2019, à 2,6% avec une durée de remboursement restante moyenne de l'ordre de 8 ans.

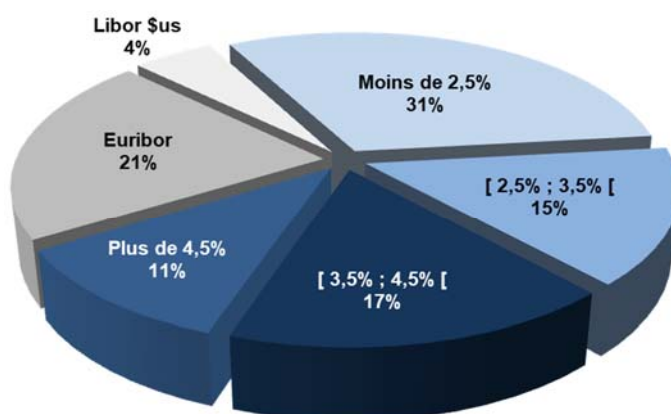
**Graphique 17 : Évolution du coût apparent de la dette extérieure publique**



La composition de cette dette par types de taux d'intérêt fait ressortir une prépondérance de la dette assortie de taux d'intérêt fixes dont la part s'élève à 75% contre 25% pour la dette à taux d'intérêt flottants. Cette dernière est essentiellement indexée sur l'Euribor à hauteur de 82%, ce qui contribue à faire baisser le service y afférent compte tenu des niveaux historiquement bas de ce taux flottant.

La structure par type et intervalle de taux d'intérêt à fin 2019 s'est améliorée par rapport à fin 2018. En effet, la part de la dette extérieure publique assortie de taux d'intérêt fixes inférieurs à 2,5% s'est renforcée de 5% et celle à taux d'intérêt supérieurs à 3,5% s'est contractée de 4%. En outre, la part de la dette à taux flottants s'est quasiment stabilisée à 25,0% en comparaison avec l'année 2018.

**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 des emprunts extérieurs publics vivants s'est maintenue, à fin 2019, au même niveau observé une année auparavant à savoir 20,6 ans contre 20,4 ans en 2017.

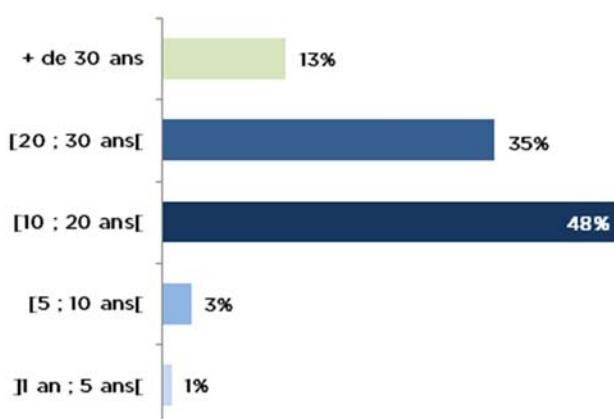


La structure du stock de ces emprunts, selon la durée initiale, se caractérise également, outre l'absence des emprunts à court terme (moins d'un an), par la prépondérance des emprunts extérieurs de durée initiale supérieure à 10 ans (96% du stock de ces emprunts).

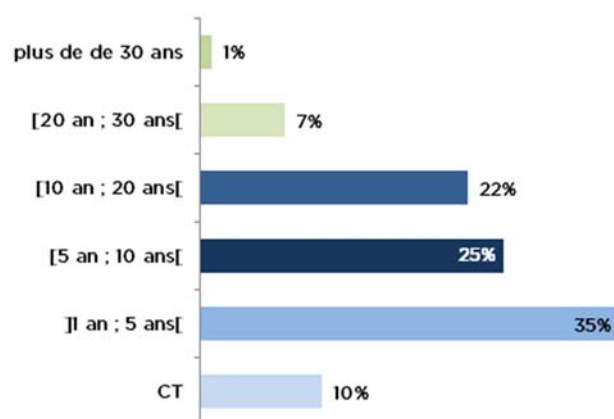
L'exposition de ce portefeuille au risque de refinancement demeure faible étant donné que les remboursements exigibles à moins d'un an, à fin 2019, ne représentent que 9,6% de l'encours de cette dette. Cette part s'explique essentiellement par la tombée en 2020 du remboursement de l'émission réalisée en 2010 sur le MFI pour un montant de 1 milliard d'euros.

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 EXTERIEURS

En 2019, les ressources mobilisées au titre des emprunts extérieurs par le secteur public ont atteint un montant de 39,5 milliards DH, en nette augmentation par rapport à 2018 (19,3 milliards DH).

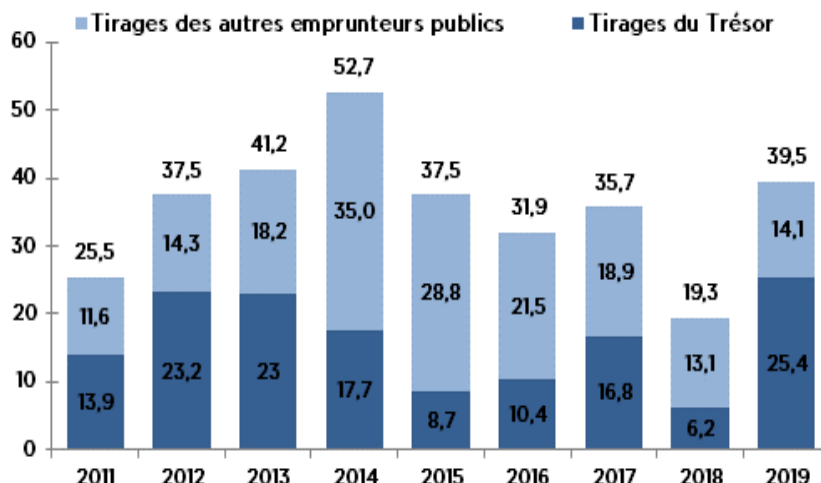
Sur ce montant, 25,4 milliards DH ont été mobilisés par le Trésor alors que les mobilisations effectuées par les autres emprunteurs publics se sont établies à près de 14,1 milliards DH.

### Tirages par emprunteurs

Les tirages mobilisés par le Trésor, représentant une part de 64% du total des tirages réalisés, ont connu une hausse de 19,2 milliards DH, par rapport à 2018, pour atteindre 25,4 milliards à fin 2019.

Quant aux tirages réalisés par les autres emprunteurs publics, une part de près de 76% (ou 10,7 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 (4,4 milliards DH), la RAM (4 milliards DH), l'ONCF (1,3 milliard DH) et le FEC (1,1 milliard DH). Les CTs ont, de leur côté, bénéficié, dans le cadre du financement de leurs projets, d'un montant de 0,7 milliard DH ou 2% du total des tirages réalisés en 2019.

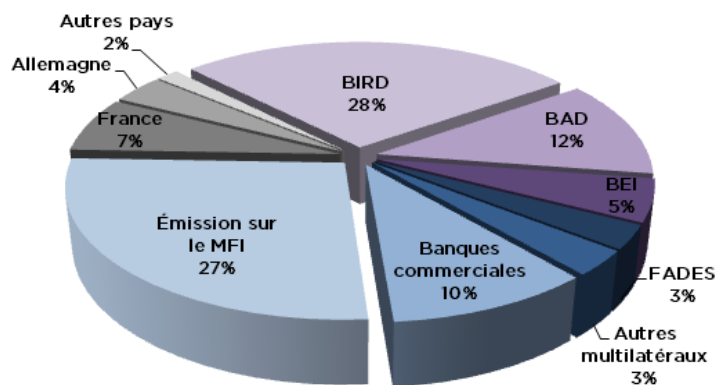
**Graphique 21 : Évolution des tirages sur emprunts extérieurs publics - en milliards DH -**



### Tirages par créanciers

Durant l'année 2019, les tirages sur emprunts extérieurs publics ont été mobilisés principalement auprès des créanciers multilatéraux à concurrence de 20,2 milliards DH, des créanciers privés avec un montant de 14,6 milliards DH mobilisés auprès des banques commerciales ainsi qu'au titre de l'émission réalisée sur le MFI et auprès des créanciers bilatéraux à concurrence de 4,7 milliards DH. 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

L'Euro a constitué, en 2019, la principale devise de mobilisation des financements extérieurs du Trésor, avec une part de 91%, suivi par le dollar US (8%) et le Dinar koweïtien (1%).

De même, l'Euro était la principale devise pour les tirages extérieurs des EEPs avec une part de 84%, suivi du dollar US (7%), du Dinar koweïtien (7%) et du Yen japonais (2%).

En somme, les tirages sur emprunts extérieurs du secteur public ont été effectués principalement en Euro et en \$us à concurrence de 96% du total des tirages et leurs volumes.

### Par types de taux

La répartition par type de taux, au titre de l'année 2019, des mobilisations du secteur public est dominée par les tirages assortis de taux fixes à hauteur de 22,6 milliards DH (ou 57%), le reste, soit près de 16,9 milliards (43%) étant constitué par les tirages assortis de taux flottants (37%) pour l'Euribor à 6 mois et 6% pour le Libor \$US à 6 mois.

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor effectués à taux flottants représentent 53% du total des tirages, en particulier ceux mobilisés auprès de la BIRD et de la BAD, tandis que la part des tirages assortis de taux fixes s'est élevée à 47%. Pour ceux des EEPs et CTs, 76% des tirages sur leurs emprunts extérieurs ont été effectués à taux fixes.

La part importante des tirages à taux fixes effectués par les EEPs et CTs reflète le recours limité de ces derniers, en comparaison avec le Trésor, aux financements de la BIRD et de la BAD qui ne dépassent pas 16% du volume global des tirages réalisés en 2019. Ces deux institutions offrent la possibilité aux emprunteurs de choisir le type de taux d'intérêt (fixe ou flottant avec possibilité de fixer ce taux pendant la vie du prêt).

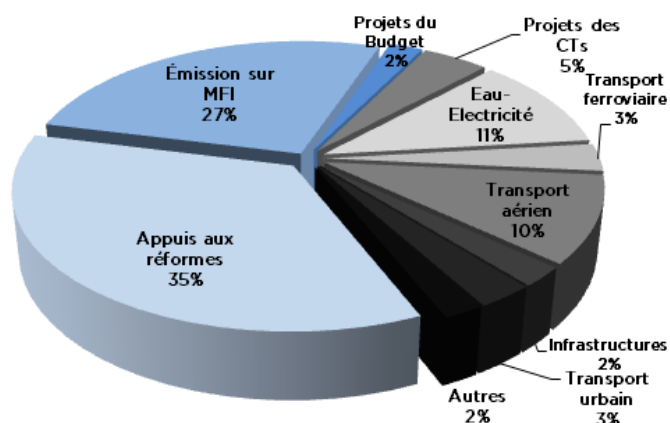
Par ailleurs, et compte tenu des dimensions sectorielles des projets des EEPs et CTs, ces derniers bénéficient du ciblage des autres créanciers officiels dont les offres de prêts reposent essentiellement sur des instruments à taux fixes avec des conditions très avantageuses permettant d'assurer une plus 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 sectorielle des tirages sur emprunts extérieurs publics**



À fin 2019, les tirages réalisés par le Trésor ont été principalement destinés au financement des appuis aux réformes d'un montant de 14 milliards DH et au financement des projets du budget avec un montant de près de 0,9 milliard DH.

Quant aux tirages réalisés par les EEPs et les CTs, ils ont été destinés principalement aux secteurs de l'eau et l'électricité (11% du volume global des tirages), au transport aérien (10%), au transport ferroviaire (3%), et des énergies renouvelables (1%).

S'agissant de la contribution par secteur des créanciers, les multilatéraux, notamment la BIRD, la BAD et la BEI sont les principaux bailleurs de fonds qui financent les appuis aux réformes bénéficiant au Trésor.

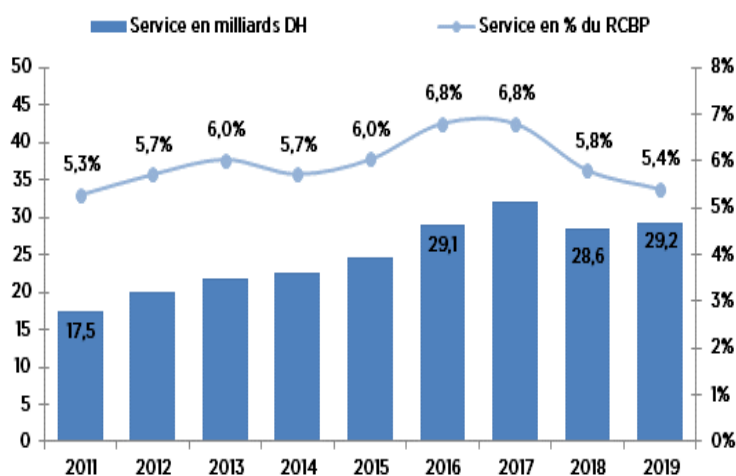
Concernant les projets du reste des emprunteurs publics, les créanciers officiels demeurent les principaux bailleurs de fonds, notamment, la BEI, la BIRD, la BAD et le FADES pour les multilatéraux et la France et l'Allemagne pour les bilatéraux.

## ► SERVICE DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

Le service de la dette extérieure publique, au titre de l'année 2019, s'est élevé à 29,2 milliards DH contre 28,6 milliards DH à fin 2018, soit une hausse de 646 millions DH. Cette augmentation des charges en amortissements, intérêts et commissions de ladite dette est due aux effets conjugués de i) la hausse du service de la dette à l'égard des créanciers officiels de 326 millions DH et ii) la hausse de celui à l'égard des créanciers privés de 319 millions DH.

Le service de la dette extérieure publique par rapport aux recettes courantes de la balance des paiements a enregistré une baisse de 0,4% passant de 5,8% en 2018 à 5,4% en 2019.

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



## Amortissements

Les amortissements de la dette extérieure publique se sont établis à 20,7 milliards DH contre 20 milliards DH en 2018, en hausse de 710 millions DH ou 4%. Cette évolution s'explique principalement par le début de remboursement de certaines tranches de prêts que ça soit pour le Trésor ou pour certains EEPs.

Par groupements d'emprunteurs et de créanciers, les charges en principal de la dette extérieure publique ont évolué entre 2018 et 2019 comme suit :

**Tableau 14 : Amortissement de la dette extérieure publique par débiteurs - en millions DH -**

|                                | 2018          | 2019          | Variation en volume |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------------|
| Dettes extérieures du Trésor   | 8 085         | 8 226         | 141                 |
| Dettes extérieures hors Trésor | 11 894        | 12 463        | 569                 |
| <b>Total</b>                   | <b>19 979</b> | <b>20 689</b> | <b>710</b>          |

**Tableau 15 : Amortissement de la dette extérieure publique par groupement de créanciers - en millions DH -**

|                             | 2018          | 2019          | Variation en volume |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------------|
| Créanciers bilatéraux       | 9 550         | 9 618         | 68                  |
| Créanciers multilatéraux    | 9 673         | 10 087        | 414                 |
| Banques commerciales et MFI | 756           | 984           | 228                 |
| <b>Total</b>                | <b>19 979</b> | <b>20 689</b> | <b>710</b>          |

### Charges en intérêts et commissions

À fin 2019, les charges en intérêts de la dette extérieure publique se sont élevées à 8,5 milliards DH, en baisse de 64 millions DH (ou 1%) par rapport au niveau enregistré à fin 2018 (8,6 milliards DH). Cette tendance est due principalement à i) la baisse de l'encours de la dette extérieure publique au titre de l'année 2018 et ii) aux niveaux bas des taux d'intérêt flottants constatés principalement pour la dette libellée en Euro. Par groupement de créanciers, les charges en intérêts et commissions de la dette extérieure publique ont évolué entre 2018 et 2019 comme suit :

**Tableau 16 : Intérêts et commissions de la dette extérieure publique par groupement de créanciers - en millions DH -**

|                             | 2018         | 2019         | Variation en volume |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------------|
| Créanciers bilatéraux       | 2 119        | 1 859        | -260                |
| Créanciers multilatéraux    | 3 134        | 3 240        | 106                 |
| Banques commerciales et MFI | 3 354        | 3 445        | 91                  |
| <b>Total</b>                | <b>8 607</b> | <b>8 544</b> | <b>-63</b>          |

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

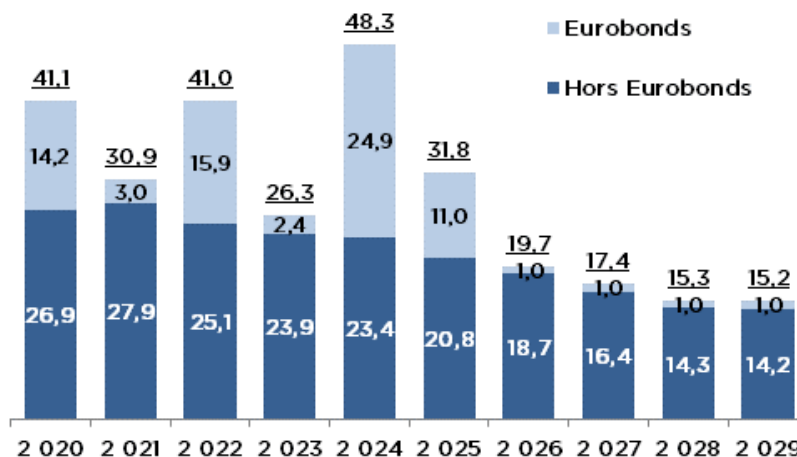
Les projections sur les 10 prochaines années du service de la dette extérieure publique, sur la base de l'encours constaté, font ressortir cinq tombées de remboursement importantes relatives aux Eurobonds émis par le Trésor et l'OCP sur le marché financier international et qui interviendront :

- en 2020, 2022 et 2024 pour le Trésor ; et
- en 2024 et 2025 pour l'OCP.

Hors lesdits Eurobonds, l'échéancier des emprunts extérieurs reste bien lissé et le risque de refinancement demeure limité, et ce en raison notamment du caractère amortissable et à long terme des prêts contractés auprès des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux.

En effet, sur les 10 prochaines années, les projections du service de la dette extérieure publique à l'égard des créanciers officiels indiquent qu'il y'aurait une baisse de ce dernier à un rythme annuel moyen de 7%. Ainsi, le service de cette dette devrait se situer, en moyenne sur 2020-2024, à près de 25,4 milliards avant de reculer, en moyenne sur le période 2025-2029, à près de 16,9 milliards DH.

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



# DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

La dette intérieure garantie est constituée d'emprunts obligataires ou bancaires assortis de la garantie de l'État et émis par certains établissements et organismes bancaires publics. À fin décembre 2019, l'encours de cette dette a atteint 35,2 milliards DH, ce qui représente 3,1% du PIB. En comparaison avec 2018, l'encours de la dette intérieure garantie a enregistré une hausse de 6,7 milliards DH en 2019 ou 24%. Cette hausse résulte principalement de l'émission de trois nouveaux emprunts garantis par l'État pour un montant de l'ordre de 7,5 milliards DH atténué partiellement par les remboursements en principal de l'année qui se sont élevés à 789 millions DH.

## ► 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 58% de l'encours total de la dette garantie, suivie de l'ONCF (30%), TM2 (4%) TMPA (4%), MASEN (3%) et CIH (1%).

## ► ÉMISSIONS DE L'ANNÉE 2019

Cette année a été marquée par trois nouvelles opérations qui se présentent comme suit :

- le recours de l'ONCF, en mars 2019, à un emprunt bancaire garanti par l'État portant sur un montant global de 2,5 milliards DH d'une durée de 10 ans et assorti d'un taux de 3,5% et, en octobre 2019, à un emprunt obligataire garanti par l'État, d'un montant global de 3 milliards DH dont 150,8 millions DH d'une durée de 20 ans avec 10 ans de grâce et un taux de 3,64 % et 2 849,2 millions DH d'une durée de 30 ans avec 15 ans de grâce et assorti d'un taux moyen de 4,05% ;
- l'émission par ADM d'un emprunt obligataire garanti par l'État, en avril 2019, d'un montant de 2 milliards DH, d'une durée de 30 ans et assorti d'un taux de 4,33%.

## ► SERVICE DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Le service de la dette intérieure garantie s'est quasi stabilisé au même niveau qu'en 2018, soit 2,2 milliards DH (789 millions DH au titre du principal, en baisse de 111 millions DH par rapport à 2018 et 1 373,9 millions DH au titre des intérêts, en hausse de 77 millions DH par rapport à 2018)

## ► INDICATEURS DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

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

- la durée de vie moyenne s'est établie à 11 ans et 8 mois à fin décembre 2019, en hausse de 7 mois par rapport à fin 2018. Cette hausse s'explique principalement par l'émission d'un montant de près de 5 milliards DH sur la maturité à 30 ans au titre de l'année 2019, soit 65% du montant global émis ;
- le coût moyen de la dette garantie a atteint 4,8% à fin 2019, en légère hausse comparativement à 2018 (4,7%).

Au total, l'encours de la dette intérieure du Trésor augmenté de la dette intérieure garantie a atteint 620,9 milliards DH à fin 2019 contre 603,1 milliards DH à fin 2018 marquant, ainsi, une hausse de près de 3,0%. L'encours de la dette intérieure garantie ne représente que 5,7% de l'encours global de la dette intérieure émise et celle garantie par le Trésor.

# DOSSIER SPÉCIAL SUR LA DETTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Le Ministère de l'Économie, des Finances et de la Réforme de l'Administration (MEFRA) a toujours assuré avec rigueur, transparence et sincérité les publications statistiques ainsi que toutes les informations requises pour apprécier pertinemment la situation macroéconomique du pays notamment celles des finances publiques. Cet accès aux données statistiques facilite la prise de décision et la communication autour de données probantes dans le secteur public à la fois aux décideurs politiques, aux partenaires nationaux et internationaux, mais aussi à l'ensemble de la population et de l'opinion publique.

Dans ce cadre, le MEFRA veille à la diffusion des statistiques de la dette publique de façon exhaustive et fiable. L'information concernant la dette publique est disponible et fait l'objet de publications régulières (ponctuelle, trimestrielle et annuelle) sur différents types de supports (rapport, bulletin, site web du ministère...).

Ainsi, le présent rapport sur la dette publique qui accompagne le projet de loi de finances de l'année, tel que prévu par l'article 48 de la loi organique n°130-13 relative à la loi de finances, qui consolide la transparence des finances publiques et renforce le contrôle parlementaire, comprend les statistiques relatives à la dette du Trésor avec ses deux composantes intérieure et extérieure, la dette intérieure garantie, la dette extérieure garantie et non garantie des autres emprunteurs publics, à savoir les Établissements et Entreprises Publics, les Collectivités Territoriales, les Institutions Financières Publiques et les autres emprunteurs bénéficiant de la garantie de l'État.

La dette de financement intérieure et extérieure des établissements et entreprises publics, quant à elle, est publiée au niveau du rapport sur les établissements et entreprises publics établi par la Direction des entreprises publiques et de la privatisation accompagnant le projet de loi de finances de l'année. Les dépôts au Trésor sont retracés dans les bulletins statistiques réalisés par la Trésorerie Générale du Royaume.

Bien que l'ensemble de l'information relative à la dette publique soit disponible, il ne reflète pas pour autant, par simple addition de ces agrégats, la situation d'endettement global du secteur public au Maroc et ne permet pas d'apprécier, sans retraitement, une lecture consolidée des comptes de dettes. Cette pratique comporte plusieurs biais intrinsèques, liés notamment aux doubles emplois des opérations financières réciproques. Elle ne s'inscrit pas en conformité avec les normes internationales en matière de publications des statistiques telles que préconisées par le manuel de statistiques de finances publiques (MSFP) et dans le guide des statistiques de la dette du secteur public (GSDSP). De surcroît, elle pénalise notre pays lorsqu'il est comparé avec les pays pairs qui utilisent des concepts de dette différents et moins exhaustifs.



## Encadré n°1 : Concepts de base de la consolidation des statistiques de la dette

### Qu'est-ce que la consolidation ?

Le GSDSP et le MSFP définissent la consolidation comme étant une procédure qui consiste à présenter les statistiques se rapportant à un ensemble d'unités (ou d'entités) comme si cet ensemble constituait une seule unité. La consolidation de la dette d'un ensemble d'entités publiques s'obtient tout d'abord par agrégation de tous les flux et encours s'inscrivant dans un cadre analytique convenu, puis par élimination de tous les flux et encours réciproques entre les unités ou entités faisant l'objet de la consolidation.

Il convient de distinguer la notion de la dette nette qui est égale à la différence entre le passif et les actifs sous forme de dette et la notion de la dette consolidée qui est égale à la somme des flux et encours de la dette des unités, objet de la consolidation, moins les flux et encours réciproques entre ces unités.

### Pourquoi consolider les statistiques des finances publiques et de la dette ?

L'objectif principal de la consolidation de la dette est de disposer d'une vision globale de l'endettement réel d'un ensemble d'unités institutionnelles. En effet, les statistiques consolidées ont une grande utilité analytique dans la mesure où la conduite de la consolidation exige préalablement un traitement des données sources qui permettent d'harmoniser les règles et principes d'enregistrement et permet d'un autre côté d'éliminer les effets de distorsion sur les agrégats découlant des différences administratives entre pays.

### Quels sont les effets de la consolidation ?

La procédure de la consolidation telle que définie ci-dessus permet de mesurer les flux ou encours des unités consolidées avec les autres unités institutionnelles de l'économie. L'élimination de l'interaction en termes de stock et de flux entre les unités objet de la consolidation permet d'éviter le double comptage des transactions ou encours au sein des unités consolidées.

Par ailleurs, il convient de préciser que la consolidation n'a aucun effet sur les soldes comptables notamment la dette nette et le besoin de financement.

Conscient de l'apport des normes internationales en matière de consolidation des statistiques des finances publiques, le MEFRA a entamé un travail d'envergure, avec l'appui technique des services du FMI, portant sur un chantier plus large, à savoir la consolidation des finances publiques via l'adoption des concepts, définitions et de la méthodologie du MSFP de 2014, y compris les statistiques de la dette. Alors que le travail sur la consolidation des statistiques des finances publiques (flux financiers) est toujours en cours, les premiers résultats du travail sur la consolidation des statistiques de la dette (stocks) ont été établis et sont repris de manière synthétique dans le présent dossier spécial. L'approche adoptée a été partagée avec les services du FMI qui ont confirmé sa cohérence et son adhérence avec les normes internationales en vigueur.

Ce travail qui s'inscrit dans une démarche proactive et graduelle va permettre, d'une part, d'améliorer davantage la qualité de l'information mise à disposition et de répondre aux différentes interrogations et sollicitations au sujet de la dette consolidée, et d'autre part, de converger progressivement vers les normes de consolidation préconisée au niveau international. Il y a lieu de signaler par ailleurs, que le recueil de normes cité précédemment et résumé au niveau des encadrés n°1 et n°2, représente des recommandations faites aux pays qui sont ainsi encouragés à adapter les concepts et les définitions retenus progressivement selon leurs propres spécificités et contraintes.

Le Maroc remplit les principaux prérequis pour le passage vers un système de consolidation des statistiques de la dette publique au niveau du périmètre arrêté, à savoir un appareil statistique robuste, exhaustif, cohérent ainsi que des circuits de collecte d'information clairement identifiés et parfaitement définis. Toutefois, il a été décidé, en concertation avec les services du FMI, d'adopter une approche graduelle dans ce processus de convergence vers les normes internationales en matière de compilation et de publication des statistiques de la dette. Cette progressivité tient compte de plusieurs paramètres objectifs relatifs aux pratiques internationales au niveau des normes adoptées par les pays, notamment les pairs afin de garantir une certaine comparabilité et éviter les biais d'une lecture croisée des statistiques pays qui pénaliserait le Maroc à cause des normes utilisées ; ces statistiques étant, par ailleurs, des éléments clés des agrégats macroéconomiques et sont utilisées pour l'évaluation de la qualité de crédit des pays par les agences de notation ainsi que par les investisseurs étrangers.

À titre d'illustration et sur la base d'un benchmarking des pratiques internationales en matière de publication des statistiques de la dette effectuée, sur demande de ce département, par des experts du FMI, il a été constaté que la grande majorité des pays étudiés ne publie pas de données consolidées de la dette du secteur public dans son ensemble et retient la définition étroite de la dette plutôt que la définition élargie (*Cf. Encadré n°2*).

De même, le Guide du FMI recommande la valorisation au prix de marché pour les instruments de dette négociable et en valeur nominale pour les instruments non négociables. Or, il s'est avéré, sur la base du même benchmarking précité, que la majorité des pays comparables utilisent la valorisation au prix facial ou au prix nominal plutôt qu'au prix de marché.

### ► APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE DE CONSOLIDATION DES DONNÉES DE LA DETTE ADOPTÉE :

À cet effet, l'adoption de ces normes internationales et leurs adaptations au contexte marocain telles que construites, partagées et discutées avec le FMI se présentent comme suit :

#### Périmètre de la couverture institutionnelle :

Le périmètre de couverture institutionnelle a été élargi à l'ensemble des structures composant le secteur des Administrations Publiques (APUs) en conformité avec le cadre du MSFP 2014.

Cet élargissement n'a été possible qu'une fois il a été procédé à l'établissement, dans le cadre de l'appui technique des experts du FMI et en concertation avec l'ensemble des parties prenantes au sein de ce Ministère, d'une table institutionnelle définissant le périmètre du secteur public et notamment la classification des entités qui le composent suivant leur appartenance ou non au secteur des APUs.

Ainsi, le périmètre du secteur des APUs couvre les sous-secteurs suivants :

- Gouvernement central budgétaire (Trésor) ;
- Gouvernement central extrabudgétaire : les établissements publics à caractère non marchand (EPNMs) ;
- Collectivités Territoriales ; et
- Organismes de Retraite et de Prévoyance Sociale (ORPS).

Ceci étant dit et dans la continuité de la transparence prônée par le MEFRA, les statistiques de la dette des autres entités du secteur public et particulièrement la dette intérieure et extérieure, garantie ou non, des entreprises publiques à caractère marchand seront publiées de manière séparée comme recommandé par le FMI.

### En matière d'instrument de la dette :

Conformément à la définition de la dette au sens étroit du FMI, les instruments de la dette des APU se composent des éléments suivants :

- les bons et obligations du Trésor émis sur le marché intérieur ;
- les Eurobonds émis sur le Marché Financier International ;
- les dépôts dans les circuits du Trésor ;
- les crédits et emprunts contractés auprès des établissements de crédit et des bailleurs de fonds officiels étrangers (bilatéraux et multilatéraux) bénéficiant ou non de la garantie de l'État ;
- les emprunts obligataires émis sur le marché domestique et le cas échéant sur le marché international, bénéficiant ou non de la garantie de l'État.

### En matière de valorisation

L'ensemble des instruments est valorisé en valeur faciale. Ce choix se justifie notamment par le fait que l'État, ou tout autre emprunteur faisant partie du secteur des APU, assurent le service de leurs dettes (intérêts et principal) sur la base de leur valeur faciale et non de marché.

### En matière de consolidation

Pour le calcul du stock de la dette consolidée du secteur des APU à une date donnée, il a été procédé à l'addition des stocks de l'ensemble des instruments de dette retenus, valorisés à leur valeur faciale et contractés par les entités composant ce secteur tel qu'arrêté dans le périmètre institutionnel. Du montant obtenu, ont été soustraites les créances intra-secteur, c'est-à-dire les dépôts, crédits contractés ou titres émis par des entités du secteur des APU et détenus par d'autres entités faisant partie de ce même secteur. Il s'agit notamment :

- des dépôts dans les circuits du Trésor de toute entité faisant partie du secteur des APU et notamment les Établissements Publics à caractère non marchand ;
- des bons du Trésor détenus par les ORPS et par certains établissements faisant partie de l'administration centrale extrabudgétaire notamment le Fonds Hassan II pour le Développement Économique et Social.

### Résultats de la consolidation

Le stock de la dette consolidée du secteur des APU a été calculé pour les années 2017, 2018 et 2019 et est repris dans le tableau suivant. Ainsi, à fin 2019, l'encours de la dette consolidée des APU vis-à-vis du reste des créanciers, nationaux et étrangers, a atteint 649,6 milliards de dirhams, soit 56,4% du PIB contre 56,0% à fin 2018. Force est de constater que l'encours de la dette consolidée des APU est inférieur à l'encours de la dette du Trésor (64,9% à fin 2019). Cet écart s'explique par le volume du portefeuille des BDT détenus par le Fonds Hassan II et les ORPS qui s'annule, selon le concept de consolidation, dans la mesure où il s'agit en même temps d'une créance et d'une dette au sein d'une même unité institutionnelle, à savoir le secteur des APU.

En millions DH

|   | 2017           | 2018           | 2019           |
|---|----------------|----------------|----------------|
| <b>Dettes du Trésor</b>                                 | <b>692 332</b> | <b>722 620</b> | <b>747 187</b> |
| <b>En % du PIB</b>                                      | <b>65,1%</b>   | <b>65,2%</b>   | <b>64,9%</b>   |
| Intérieure  | 539 135        | 574 637        | 585 687        |
| Extérieure  | 153 197        | 147 983        | 161 500        |
| <b>Total des Dépôts au Trésor</b>                       | <b>64 600</b>  | <b>72 800</b>  | <b>80 500</b>  |
| <b>Dettes des EPNMs</b>                                 | <b>17 782</b>  | <b>18 614</b>  | <b>21 263</b>  |
| <b>Créances intra-secteur à déduire</b>                 |                |                |                |
| Dépôts au Trésor des EPNMs                              | -32 300        | -24 795        | -31 050        |
| Portefeuille en BDT détenu par les EPNMs et ORPS        | -185 063       | -189 108       | -191 660       |
| <i>EPNMs</i>  | -18 747        | -19 076        | -17 885        |
| <i>ORPS</i>   | -166 316       | -170 032       | -173 775       |
| <b>Dettes des Collectivités Territoriales</b>           | <b>17 537</b>  | <b>20 137</b>  | <b>23 408</b>  |
| <b>Dettes consolidées des administrations publiques</b> | <b>574 888</b> | <b>620 268</b> | <b>649 648</b> |
| <b>En % du PIB</b>                                      | <b>54,1%</b>   | <b>56,0%</b>   | <b>56,4%</b>   |

## Encadré n°2 : Normes internationales en matière de statistiques de la dette

Les normes internationales régissant l'élaboration des statistiques de la dette du secteur public sont préconisées dans les recommandations du Guide des Statistiques de la Dette du Secteur Public (GSDSP 2011). Ce guide, élaboré par l'Équipe Spéciale Inter Institutions des Statistiques des Finances sous la responsabilité conjointe de neuf organisations internationales dont le FMI, la Banque mondiale, la Banque des règlements internationaux, l'OCDE et Eurostat, fournit des orientations sur les concepts de base, les définitions et les classifications des statistiques de la dette du secteur public, les sources et les techniques d'établissement de ces statistiques ainsi que quelques outils pouvant servir à leur analyse.

Selon ce Guide, pour déterminer les statistiques de la dette il convient de définir le périmètre sectoriel, les instruments de la dette et leurs valorisations.

### 1. Le périmètre sectoriel

Le Guide subdivise l'économie d'un pays en cinq secteurs publics et privés :

1. secteur des administrations publiques ;
2. secteur des sociétés non financières ;
3. secteur des sociétés financières ;
4. secteur des ménages ; et
5. secteur des Institutions Sans But Lucratif au service des ménages.

| Secteur des Administrations Publiques | Secteur des Sociétés Non Financières | Secteur des Sociétés Financières | Secteur des Ménages | Secteur des ISBL au service des ménages |
|---------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------|---|
| Public                                | Public                               | Public                           | Privé               | Privé                                   |
|                                       | Privé                                | Privé                            |                     |   |

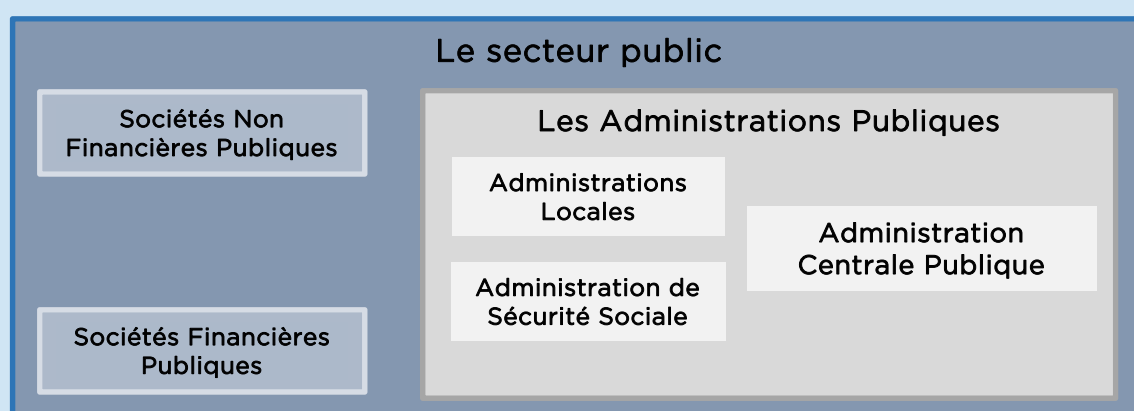
Source : le GSDSP page 7

De ce découpage, il découle que le secteur public se compose du :

1. secteur des administrations publiques ;
2. secteur des sociétés non financières publiques ; et
3. secteur des sociétés financières publiques.

Ainsi, afin de délimiter le secteur public il convient de distinguer trois niveaux :

- **le 1<sup>er</sup> niveau** : constitué du sous-secteur Administration Centrale publique, il s'agit d'une entité unique de l'administration centrale qui regroupe les activités fondamentales des pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire à l'échelle nationale ;
- **le 2<sup>ème</sup> niveau** : il s'agit du secteur des Administrations Publiques qui inclut en plus de l'Administration Centrale publique, les Administrations Locales et les Administrations de Sécurité Sociale ; et
- **le 3<sup>ème</sup> niveau** : le secteur public qui comprend en plus des Administrations Publiques, les Sociétés Non Financières Publiques et les Sociétés Financières Publiques



### Les Instruments de la dette

Le Guide SDSP 2011 définit un instrument de la dette comme étant une créance financière obligeant le débiteur à effectuer en faveur du créancier des paiements en intérêts ou en principal à des dates futures. Conformément à cette définition, les instruments de dette se présentent comme suit :

- les droits de tirage spéciaux (DTS) ;
- le numéraire et les dépôts ;
- les titres de créance ;
- les crédits ;
- les systèmes d'assurances, de pensions et de garanties standards ; et
- les autres comptes à payer.

Le Guide précise, également, qu'en raison de dispositions juridiques, institutionnelles et pratiques, la dette peut être définie soit (i) au sens large qui inclut l'ensemble des instruments susmentionnés soit (ii) au sens étroit se limitant aux instruments de mobilisation de fonds à savoir le numéraire et dépôts, les titres de créance et les crédits.

### La valorisation :

Le Guide préconise que la valorisation des instruments de la dette non négociable à savoir les crédits, le numéraire et les dépôts et les autres comptes à payer doit être en valeur nominale (la valeur faciale augmentée des intérêts courus non échus).

Pour la dette négociable, le Guide recommande la valorisation du portefeuille de la dette négociable en valeur de marché. Lorsque les prix de marché ne sont pas disponibles, l'encours de la dette négociable doit être exprimé en valeur actuelle.

# 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 le 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 18 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 2019

La Direction du Trésor a réalisé, en 2019, 10 opérations d'échange de BDT et une opération de rachat pour un montant total racheté de 44,1 milliards DH.

Par année d'échéance, le montant racheté en 2019 se répartit comme suit :

- 20,9 milliards DH au titre du rachat des tombées de 2019 ; et
- 23,2 milliards DH au titre des échéances de 2020.

À noter que l'unique opération de rachat réalisée le 26 décembre pour un montant de 6,3 milliards DH avait un triple objectif. Le premier objectif était d'atténuer le risque de refinancement au titre de l'année 2020. Le deuxième objectif recherché était de faire baisser le solde largement excédentaire du compte courant du Trésor de fin d'année. Ces excédents découlaient, entre autres, des recettes encaissées au titre de l'émission des Eurobonds sur le MFI à la fin du mois de novembre 2019 et des opérations de financements innovants réalisées en fin d'année. Le troisième objectif assigné à cette opération était de réduire l'encours de la dette intérieure et, par conséquent, le ratio d'endettement de l'année 2019. Le montant racheté représentait près de 0,6 point du PIB.

Le montant global de la demande drainée au titre des lignes de remplacement émises dans le cadre des opérations d'échange a été 1,8 fois plus important que le montant racheté au titre de l'année 2019 et s'est établi à 67,9 milliards DH. Ce volume représentant, ainsi, 16,7% du montant global offert au titre des séances d'adjudication réalisées en 2019 (opérations du marché primaire et de gestion active confondues) et 27,3% de l'offre globale reçue sur les maturités à 5 ans et plus.

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre de 2019, la Direction du Trésor a ciblé le rachat des échéances de 2019 avec un montant racheté de près de 16,2 milliards DH, soit une part de 60%, contre un montant racheté de près de 10,7 milliards DH pour les tombées de 2020.

Le 2<sup>ème</sup> semestre 2019 a connu le rachat d'une part plus importante des tombées de 2020 avoisinant 73%, soit un montant racheté de près de 12,5 milliards DH compte tenu de l'opération de rachat de BDT réalisée le 26 décembre, alors que le rachat des tombées de 2019 n'a porté que sur un volume de 4,7 milliards DH (27%).

Cette stratégie de ciblage du rachat, en priorité, des tombées de 2019 durant le 1<sup>er</sup> semestre et de celles de 2020 au courant du 2<sup>ème</sup> semestre est guidée par l'objectif de limiter les charges en intérêts additionnels découlant du rachat par anticipation des tombées de 2020.

**Tableau 17 : Maturités et montants émis au titre des opérations d'échange - en millions DH -**

|                  | Montant de remplacement | Part          |
|------------------|-------------------------|---------------|
| BDT 5 ans        | 12 373                  | 33,3%         |
| BDT 10 ans       | 6 556                   | 17,7%         |
| BDT 15 ans       | 14 719                  | 39,6%         |
| BDT 20 ans       | 1 984                   | 5,3%          |
| BDT 30 ans       | 1 495                   | 4,0%          |
| <b>Total (*)</b> | <b>37 127</b>           | <b>100,0%</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 2019 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 2019 de près de 22 millions DH. Cette hausse provient de l'effet combiné de la baisse des charges en intérêts payées en 2019 de près de 193,9 millions DH, suite au rachat par anticipation des tombées de cette même année et d'une augmentation desdites charges de près 215,8 millions DH, suite au rachat des tombées de 2020 ;
- 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 3,1 milliards DH en moyenne par mois en 2019 et de près de 2,4 milliards DH en moyenne par mois en 2020 et (ii) le rallongement de la DVM de la dette intérieure de près de 5 mois et 16 jours.

**Tableau 18 : Charges en intérêts au titre de l'année 2018 avec et sans rachat - en millions DH -**

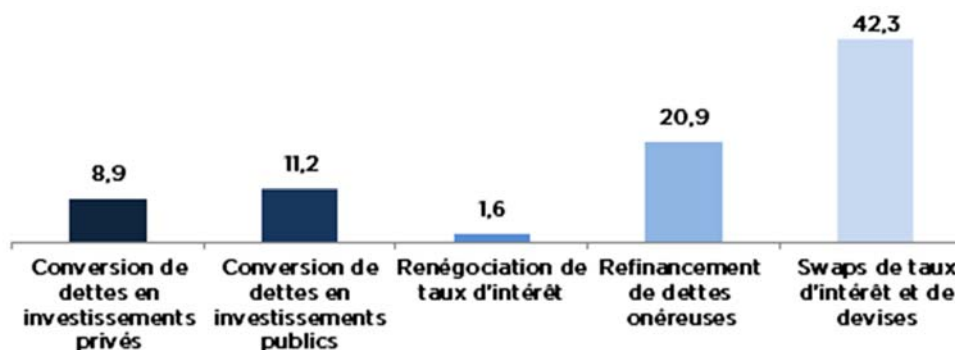
| Maturité   | Sans rachat | Avec rachat | Écart  |
|--|-------------|-------------|--------|
| <b>Rachat des tombées de 2019</b>  |             |             |        |
| 52 sem.  | 88,4        | 70,4        | -18,0  |
| 2 ans  | 304,9       | 228,2       | -76,7  |
| 5 ans  | 201,7       | 106,4       | -95,2  |
| 15 ans   | 29,9        | 25,9        | -3,9   |
| <b>Rachat des tombées de 2020</b>  |             |             |        |
| 13 sem.  | 0,0         | 0,6         | 0,6    |
| 52 sem.  | 0,0         | 24,0        | 24,0   |
| 2 ans  | 0,0         | 37,2        | 37,2   |
| 5 ans  | 207,1       | 237,8       | 30,7   |
| 10 ans   | 0,0         | 49,6        | 49,6   |
| 15 ans   | 0,0         | 73,7        | 73,7   |
| <b>Économie en intérêts découlant du rachat des tombées de 2019</b>                      |             |             | -193,9 |
| <b>Intérêts additionnels découlant du rachat des tombées de 2020</b>                     |             |             | 215,8  |
| <b>Impact total des opérations de gestion active sur les charges en intérêts de 2019</b> |             |             | 21,9   |

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.

## ► DETTE EXTÉRIEURE

Dans le cadre de la poursuite des actions de gestion active de la dette extérieure visant la réduction du coût d'endettement et l'atténuation des risques financiers liés au portefeuille de la dette extérieure du Trésor, l'année 2019 a été caractérisée par le traitement d'un montant de l'ordre de 5,8 millions DH. Le cumul des montants traités via ces opérations initiées en 1996, avoisine les 85 milliards DH.

**Graphique 26 : Répartition des opérations de gestion active de la dette extérieure par mécanisme**  
- en milliards DH -



Les principales activités de l'année 2019 ont porté sur la poursuite de la réalisation des projets financés à travers les accords de conversion de dettes en investissements publics conclus avec l'Italie.

Un total de 5,8 millions DH a été converti en 2019 dans le cadre de l'accord du 9 avril 2013 conclu avec l'Italie réparti comme suit :

- 5,1 millions DH dépensés au titre des projets relevant de l'Initiative Nationale pour le Développement Humain ; et
- 0,7 millions DH dépensés dans le cadre d'un projet de préservation du patrimoine archéologique national.



# MARCHE SECONDAIRE DES BDT

## ▶ ACTIVITES SUR LE MARCHE SECONDAIRE DES BDT

Durant l'année 2019, le marché secondaire des BDT a connu une forte dynamique en témoigne le volume record des échanges fermes qui a progressé de 50% contre seulement 14% en 2018.

Au niveau du marché de la pension livrée des BDT, les échanges sont restés quasi-stables en enregistrant, à fin 2019, une légère baisse de l'ordre de 2% contre une augmentation de 15% une année auparavant.

Suite au dynamisme important des échanges fermes, la liquidité du marché s'est inscrite dans un trend haussier comme en atteste le taux de rotation qui s'est établi à 0,70 en 2019 contre 0,46 en 2018. Le volume quotidien moyen et la taille moyenne des opérations ont suivi la même tendance en progressant de 42% et de 4% pour atteindre 1,7 milliard DH et 78 millions DH respectivement.

Ce dynamisme a été soutenu par une détente généralisée des taux d'intérêt secondaires qui ont enregistré une baisse moyenne de 41 pb par rapport à leurs niveaux à fin 2018.

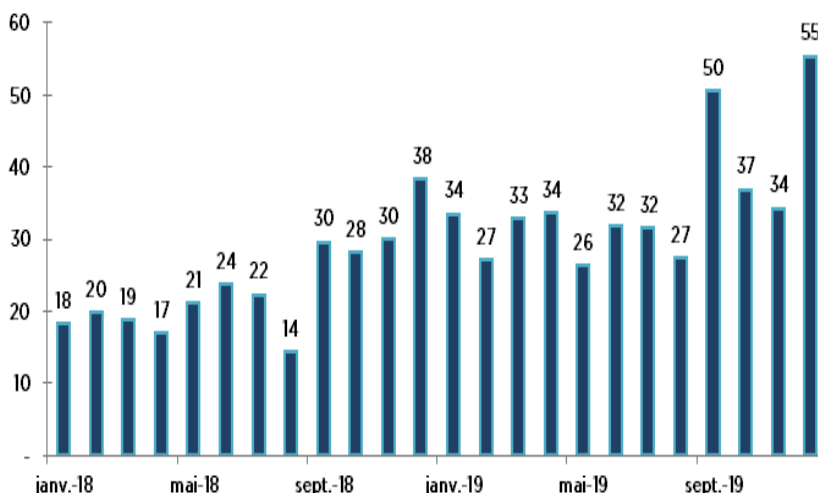
### Échanges fermes

Le volume total des échanges fermes a enregistré une amélioration importante en 2019 passant de 281,2 milliards DH à 421,2 milliards DH, soit une progression de 50%, contre une hausse annuelle moyenne de près de 17% depuis 2015.

Cette évolution s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs dont les principaux se présentent comme suit :

- le taux de satisfaction bas de la demande par le Trésor lors des séances primaires, qui a atteint près de 20% en 2019, orientant ainsi les acteurs du marché vers le secondaire ;
- l'augmentation de près de 10% des actifs nets sous gestion des OPCVM obligataires à fin 2019, en comparaison avec 2018 ;
- le repositionnement de certains investisseurs institutionnels sur le segment MLT suite à la baisse des taux, ce qui s'est traduit par une importante vague de cession de titres CT à faibles rendements sur le marché secondaire et l'acquisition de titres MLT à rendements plus intéressants sur les marchés primaire et secondaire ; et
- l'impact de plus en plus important des opérations d'échanges de BDT sur le volume des transactions secondaires avec un volume réalisé en 2019 de près de 44 milliards DH contre 19,8 milliards DH en 2018.

**Graphique 27 : Volume mensuel des transactions fermes - en milliards DH -**

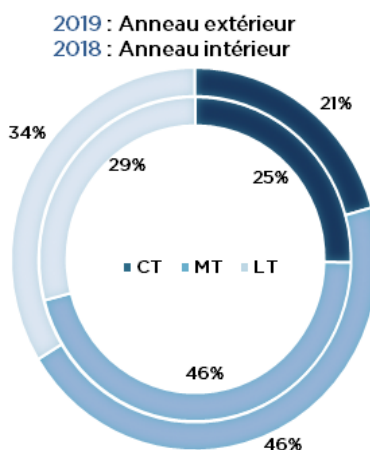


\* Ce volume ne tient pas compte des opérations intradépositaires.

Quant à la structure des échanges fermes, celle-ci a poursuivi son évolution, entamée depuis 2015, de plus en plus concentrés sur les maturités moyennes et longues au détriment des maturités courtes.

En effet, la structure des échanges s’est caractérisée par une progression des transactions réalisées sur les titres à long terme dont la part est passée de 29% enregistrée un an auparavant à 34% à fin 2019. La part des transactions réalisées sur le moyen terme, quant à elle, est restée quasi-stable à 46%, alors que la part du court terme a enregistré une baisse passant de 25% en 2018 à 21% à fin décembre 2019.

**Graphique 28 : Répartition par terme résiduel des transactions fermes**



Le dynamisme des échanges fermes sur le segment MLT a été essentiellement le résultat, de l’augmentation de la demande des investisseurs institutionnels en recherche de rendements et de la progression des souscriptions sur le primaire avec une part des émissions de BDT à 5 ans et plus de 76% du volume global levé.

**Lignes échangées**

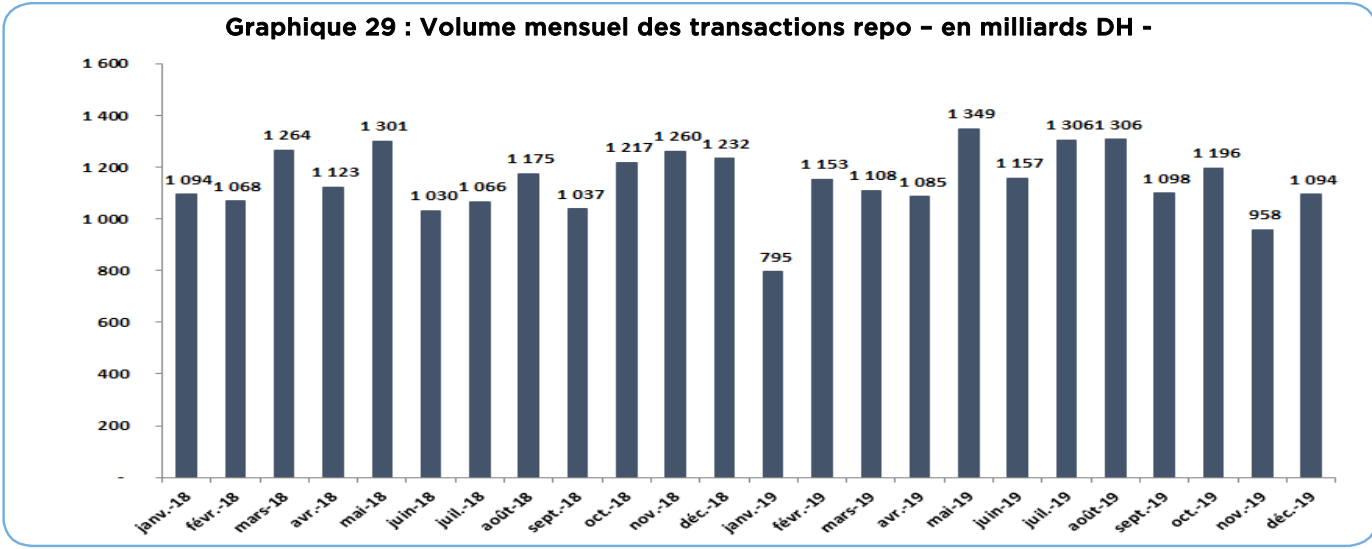
Le nombre des lignes qui a été échangé sur le marché secondaire en 2019, a légèrement baissé pour atteindre 81 contre 86 en 2018 toutes maturités confondues et ce, dans le sillage de la baisse des lignes composant le portefeuille de la dette intérieure (65 à fin décembre 2019 contre 69 à fin décembre 2018).

Contrairement à la baisse du nombre des lignes échangées, le nombre de transactions sur ces lignes, a enregistré, quant à lui, une progression de 43,3% en passant de 3 763 transactions en 2018 à 5 394 transactions à fin décembre 2019, traduisant ainsi le dynamisme de l'activité sur ce marché et le renforcement de sa liquidité.

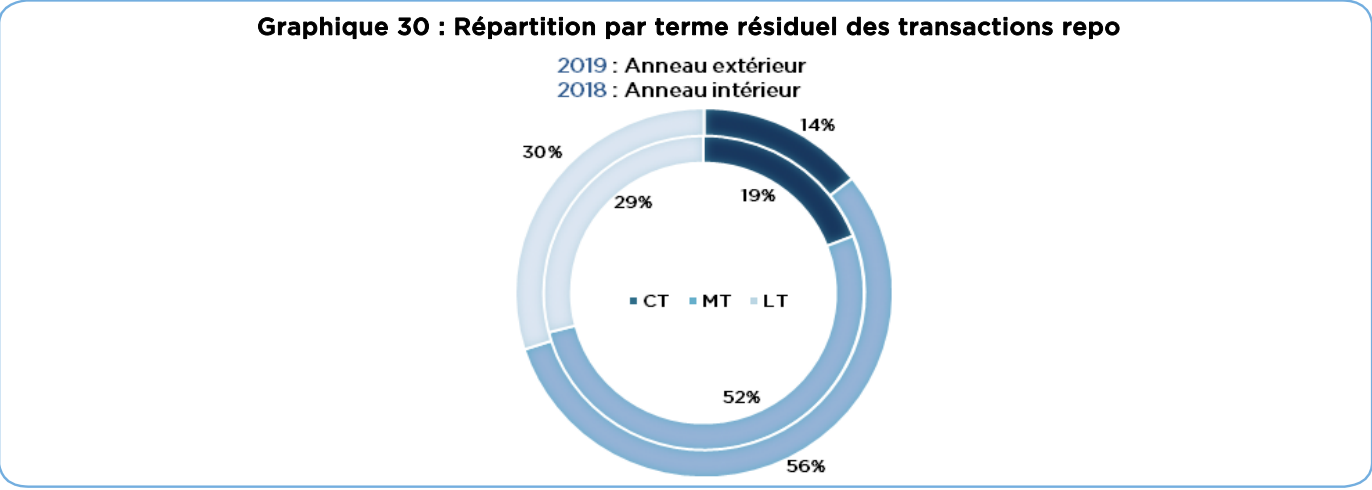
Par terme résiduel, les lignes à court terme ont été les plus échangées par les opérateurs et donc les plus liquides avec des taux de rotation de l'ordre de 98%, supérieurs au taux de rotation du portefeuille global de la dette qui s'est élevé à 70%.

### Marché de la pension livrée (repo)

Le volume total des échanges sur le marché de la pension livrée sur BDT s'est établi à 13 604 milliards DH (cessions et acquisitions), marquant ainsi une quasi-stabilité en comparaison avec son niveau de 2018 et ce, après une hausse annuelle moyenne de près de 24% depuis 2015.

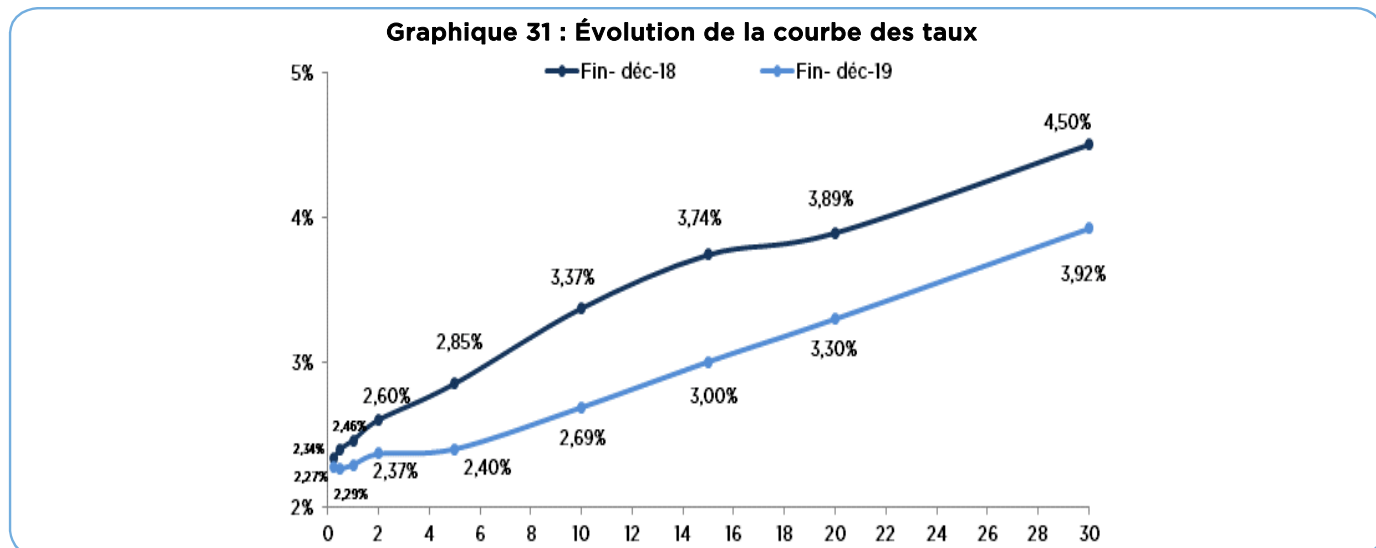


S'agissant des BDT ayant servis de support à ces transactions, les titres à moyen terme (terme résiduel) ont été les plus utilisés en tant que collatéral dans les échanges par les opérateurs. Ainsi, ces titres ont représenté près de 56% du volume global échangé tandis que les parts des titres à court et à long termes ont atteint respectivement 14% et 30% à fin 2019.



## ▶ ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

En termes d'évolution des taux de rendement, la courbe du marché secondaire a enregistré une baisse plus accentuée que la courbe primaire avec près de 41 pb en moyenne par rapport à fin décembre 2018. Les taux secondaires des maturités à 5 ans et plus ont été les plus impactés avec des baisses allant jusqu'à 74 pb pour la maturité à 15 ans.



## ▶ LIQUIDITÉ DU MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

Suite au dynamisme exceptionnel qu'a connu le marché secondaire en 2019, sa liquidité a été marquée par une nette amélioration comme en témoignent les trois principaux indicateurs suivants : le taux de rotation, la taille moyenne des opérations et le volume moyen quotidien.

### Taux de rotation

Il est à rappeler 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 0,70 en 2019 contre 0,46 en 2018, ce qui signifie qu'une part de 70% de l'encours de la dette émise par adjudication a été échangée sur le marché.

### 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 2019, la taille moyenne des opérations fermes a atteint 78 millions de dirhams contre 75 millions DH en 2018, soit une progression de 4%.

### Volume quotidien moyen des opérations fermes

Quant au volume quotidien moyen des opérations fermes, il est passé de 1,2 milliard DH en 2018 à 1,7 milliard DH en 2019 enregistrant, ainsi, une hausse de 42%.

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

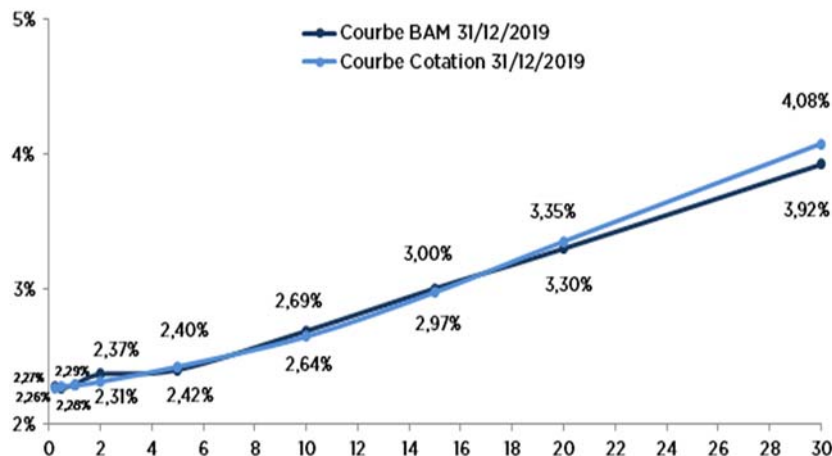
Les efforts de renforcement de l'activité sur le marché électronique via la plateforme de cotation et de négociation des BDT, se sont poursuivis dans la perspective de favoriser davantage la transparence et la liquidité du marché de la dette.

En effet, tenant compte de l'amélioration de l'activité en termes, à la fois, de cotations fermes et des volumes négociés et afin d'impulser une nouvelle dynamique sur ce marché, un renforcement des obligations de cotation des IVT a été opéré en 2019 à travers une augmentation du temps obligatoire de cotation qui est passé de 3H à 4H ainsi que du nombre de lignes à coter (10 lignes au lieu de 5) pour couvrir la totalité des segments de la courbe des taux et un resserrement des spreads maximums affichés.

Cette mesure a insufflé un nouvel élan à ce marché qui a clôturé l'année 2019 avec un volume record par rapport à 2018. En effet, au niveau du compartiment B2B, réservé aux IVT qui ont l'obligation de coter des prix fermes à l'achat et à la vente pour un panel de lignes présélectionné, 825 transactions ont été réalisées pour un volume global négocié de 49 milliards DH, soit 5 fois le volume réalisé en 2018 et près de 12% du volume des transactions fermes.

Quant aux taux pratiqués par les opérateurs sur la plateforme de cotation, ils étaient globalement en ligne avec les taux issus de la courbe des taux de référence des BDT publiée par la Banque centrale.

**Graphique 32 : Courbe BAM et la courbe issue des cotations sur Ebond Maroc à fin 2019**



# GESTION ACTIVE DE LA TRÉSORERIE PUBLIQUE

Dans un souci de bonne gestion des deniers publics, la Direction du Trésor assure la gestion active de la trésorerie de l'État. Ainsi, les excédents temporaires de trésorerie sont placés sur le marché monétaire soit sous forme de prise en pension de BDT ou de dépôts en blanc et, pour combler un besoin ponctuel, la Direction du Trésor peut recourir à des emprunts interbancaires.

Dans un contexte marqué par un creusement du déficit de la liquidité bancaire couplé à une hausse des disponibilités du CCT, les opérations de gestion active de la trésorerie réalisées par la Direction du Trésor, au cours de l'année 2019, ont connu un intérêt manifeste de la part des banques.

## ► OPÉRATIONS RÉALISÉES EN 2019

Ainsi et au cours de l'année 2019, le nombre d'opérations réalisées par la Direction du Trésor a atteint 352 opérations dont 350 opérations de placement et 2 opérations d'emprunt en blanc contre 321 opérations de placement en 2018. Le recours aux emprunts en blanc, durant l'année 2019, s'est fait de manière ponctuelle pour faire face à des besoins de trésorerie prévus au début des journées concernées.

**Tableau 19 : Opérations de gestion de la trésorerie réalisées en 2019**

|                               | Opérations de placement |                  | Opération d'emprunt |
|-------------------------------|-------------------------|------------------|---------------------|
|                               | En blanc                | Prise en pension | En blanc            |
| Nombre d'opérations annoncées | 34                      | 316              | 2                   |
| Répartition                   | 9%                      | 90%              | 1%                  |

## ► VOLUME PLACE ET REMUNERATION

### Volume placé

Dans le sillage de la hausse des disponibilités du CCT de près de 8% en 2019, le volume global placé auprès des banques a enregistré une progression de 11% pour atteindre 900,2 milliards DH en 2019 contre 811,4 milliards DH en 2018

Par instrument et conformément à la stratégie de placement poursuivie, la Direction du Trésor a privilégié le recours aux opérations de prise en pension qui ont ainsi porté sur 97% du volume global placé contre une part de 3% uniquement pour les opérations de dépôt en blanc.

L'encours moyen quotidien de ces opérations a atteint 6,2 milliards DH, soit le même niveau enregistré l'année dernière. Par type d'opération, l'encours quotidien moyen des prises en pension s'est stabilisé à 6,1 milliards DH alors que celui des dépôts en blanc a atteint 0,8 milliard DH contre 1,3 milliard DH en 2018.

## Taux des placements du Trésor

En 2019, la rémunération moyenne obtenue par la Direction du Trésor sur ses opérations de placement s'est établie à 2,21% contre 2,33% en 2018, soit une baisse de près de 11,4 pb.

Pour les opérations de prise en pension, cette rémunération a été de 2,209%. Comparé au taux de référence des opérations de pension livrée publié par Bank-Al Maghrib (2,250%), ce taux a enregistré un écart négatif de 4,1 pb en raison essentiellement du niveau bas des taux offerts par les banques sous l'effet principalement de l'abondance de la liquidité sur le marché ce qui a réduit l'intérêt des banques pour les placements de la Direction du Trésor. Cette abondance de liquidité est imputable à l'importance des injections de la Banque centrale sur le marché monétaire, qui a servi 96,5% de la demande exprimée par les banques pour ses avances à 7 jours sur appel d'offres contre 93,4% en 2018, couplée à la libération d'une liquidité permanente d'un montant de près de 11 milliards DH suite à la réduction du taux de la réserve monétaire de 4% à 2%.

Concernant les opérations de dépôts en blanc, leur TMP a atteint 2,281%, soit une performance de près de +0,4 pb par rapport au taux de référence interbancaire publié par BAM (2,277%). Cette performance est surtout imputable au fait que les banques recourent généralement à ces opérations en cas de dégradation imprévue de leur trésorerie en fin de journée avec des taux plus attractifs.

## Opérations d'emprunt en blanc

Dans le but d'optimiser le recours à l'endettement, la DTFE a mis en place 2 opérations d'emprunt en blanc pour faire face à des besoins ponctuels de trésorerie prévus au début des journées concernées. Le montant global emprunté s'est établi à 1,5 milliard DH assorti d'un taux d'intérêt moyen de 2,28%.

## Durées des opérations de placement

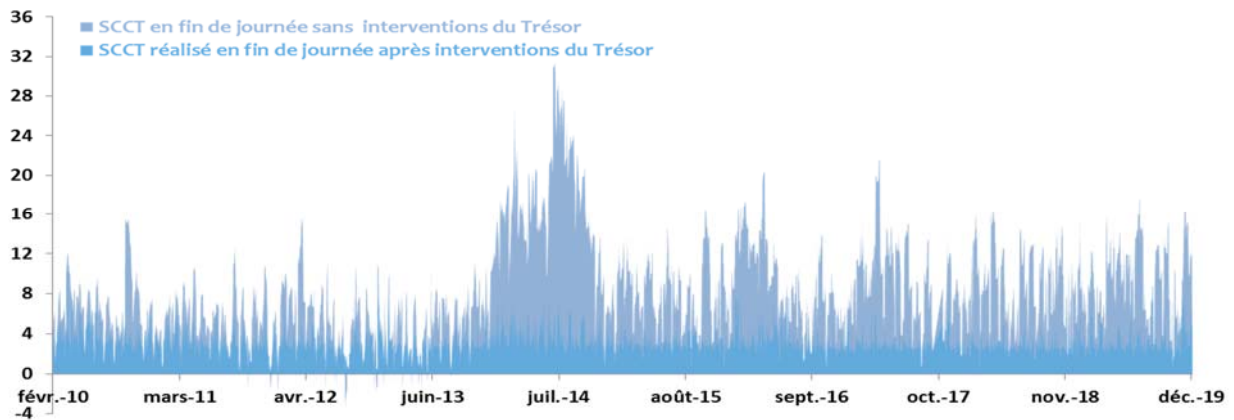
Conformément aux règles de gestion des risques liés aux opérations de placement des excédents de trésorerie, les dépôts en blanc sont réalisés sur une durée d'une journée alors que les opérations de prise en pension ont une durée allant de 1 à 7 jours ouvrables.

Ainsi, pour les opérations repos, le nombre d'opérations réalisées sur une durée de 1 jour est prépondérant avec une part de 58% contre 56% en 2018. Le nombre d'opérations réalisées sur une durée supérieure à 3 jours s'est établi à 42% contre 44% l'année passée avec une prépondérance des opérations de durée 7 jours (12%).

## Réalisations en 2019

### *Optimisation du solde du CCT*

Au cours de l'année 2019, le solde moyen quotidien du CCT réalisé en fin de journée a atteint 3,2 milliards DH. Ainsi et grâce à la gestion active des disponibilités de l'État, la Direction du Trésor a pu réduire le niveau de ce solde a été réduit de près de 6 milliards DH en moyenne par jour contre 9,2 milliards DH hors opérations de trésorerie.

**Graphique 33 : Évolution du solde du compte courant du Trésor - en milliards DH -**

### *Intérêts perçus par le Trésor*

La gestion active de la trésorerie a permis de dégager un produit net de 139,2 millions DH en 2019. Ces recettes sont réparties comme suit :

- 104,1 millions DH (75% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 35,1 millions DH au titre de la rémunération du solde du CCT.

Depuis le début des opérations en 2010, le montant total des recettes de la gestion active de la trésorerie s'est établi à 1,5 milliard DH réparties comme suit :

- 1 083,5 millions DH (ou 69% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 465,6 millions DH issus de la rémunération du solde du CCT.



# ACTIONS ET MESURES DE RÉFORMES EN 2019

Dans le cadre du processus continu d'amélioration de l'efficacité de la gestion de la dette, l'année 2019 a été consacrée à la poursuite de certaines actions entamées par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures au cours de l'année 2018. Les actions entreprises s'articulent autour des axes suivants :

1. **Projet de développement d'une courbe des taux de référence pour les bons du Trésor** : l'objectif étant de mettre en place une nouvelle courbe des taux en substitution à la courbe actuelle adoptée depuis 2004 qui n'est plus en phase avec le niveau de développement du marché marocain. Ce projet est mené dans le cadre d'une assistance technique conclue avec la BERD en concertation avec la Banque centrale, l'AMMC et les opérateurs de la place (Banques IVT et OPCVM).

Au titre de l'année 2019, une application a été développée par la société informatique recrutée par la BERD à cet effet, et ce, en prenant en considération le modèle de construction de la courbe convenue avec la Direction du Trésor, les régulateurs et les principaux opérateurs du marché. Les travaux menés ont eu pour objectifs de s'assurer de la cohérence des calculs réalisés eu égard aux conventions de calcul de la place, de vérifier la robustesse de la nouvelle courbe et d'améliorer l'ergonomie de l'application.

Les prochaines étapes consisteront à mettre en place les prérequis nécessaires pour le démarrage des tests en vue de valider l'application en question, à dérouler ces tests et apporter les ajustements nécessaires à ladite application et à lancer le « parallel run » sur une période donnée avant de basculer vers la nouvelle courbe, qui sera utilisée comme outil réglementaire de valorisation des portefeuilles des OPCVM, en lieu et place de la courbe en vigueur.

2. **Projet de révision du cadre réglementaire des transactions sur les bons du Trésor** : ce projet, qui bénéficie de l'assistance technique conclue avec la BERD, a pour but le diagnostic et la mise à jour du cadre réglementaire des bons du Trésor en particulier celui relatif au marché secondaire.

Le cabinet d'avocat international Kramer Levin, recruté par la BERD à cet effet, a procédé au diagnostic du marché actuel de la dette souveraine (primaire et secondaire) et à la proposition des mesures de réforme pour renforcer le cadre légal et réglementaire actuel du marché des BDT, assurer une supervision adéquate de l'activité du marché et favoriser la transparence et l'efficacité de ce marché en s'inspirant des meilleures pratiques internationales en la matière.

Ces mesures de réformes du cadre juridique et réglementaire ont été discutées avec les autorités et les opérateurs du marché et un projet de feuille de route a été élaboré.

La prochaine étape consistera en la proposition et la présentation des conditions de mise en œuvre des recommandations de ladite feuille de route dans l'ordre juridique marocain.

# ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN JUIN 2020

## ► FINANCEMENT DU TRÉSOR A FIN JUIN 2020

### Financement intérieur :

La première moitié de l'année 2020 a été caractérisée par l'éclatement de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid-19. L'impact de cette crise a entraîné l'arrêt total ou partiel de plusieurs secteurs économiques pendant quelques mois présageant, ainsi, une baisse des recettes de l'État, une accentuation du besoin de liquidité bancaire et une baisse des avoirs extérieurs.

Plusieurs mesures ont été déployées pour faire face à des besoins de financement du Trésor plus importants que prévus et pour soutenir le système financier dont, notamment, la création du Fonds spécial pour la gestion de la pandémie du Coronavirus qui a drainé plus de 33,7 milliards DH de recettes, la suppression du plafond des financements extérieurs pour donner la possibilité à l'État de mobiliser davantage de ressources externes afin de contribuer au financement du déficit budgétaire et du compte courant de la balance des paiements), la baisse par BAM du taux directeur de 75 pb et la suppression de la réserve obligatoire pour les banques.

Dans ce contexte, les conditions de financement du Trésor, à fin juin 2020, se sont caractérisées par un changement dans les stratégies de placement des investisseurs en BDT qui ont adopté un comportement d'attentisme et des stratégies court-termistes. Ainsi, la plupart des investisseurs ont préféré, dans ce contexte d'incertitude et de manque de visibilité, être long en trésorerie pour faire face, entre autres, à leur contribution au fonds Covid-19. Ceci s'est traduit par un fort mouvement de rachat chez les OPCVM engendrant d'importantes ventes de BDT sur le marché secondaire et une baisse de la demande pour les émissions de BDT avec son réorientation vers les titres CT et l'absence d'intérêts pour les maturités longues, principalement durant les mois d'avril et mai.

De ce fait, le financement du Trésor sur le marché domestique a été marqué par :

- une baisse du volume global des soumissions s'établissant à 228,3 milliards DH contre 257,7 milliards DH à fin juin 2019, soit une baisse de 11,4%. Cette baisse relativement modérée s'est opérée principalement au début de la crise sanitaire, reflétant le manque de visibilité chez les investisseurs.
- une hausse de 88% du volume global des émissions du Trésor qui a atteint 70,2 milliards DH à fin juin 2020 contre près de 37 milliards DH à fin juin 2019 et ce, dans le sillage de la hausse du besoin de financement du Trésor. Tenant compte de la gestion active de la dette intérieure, les levées du Trésor sur le marché domestique ont atteint 85,8 milliards DH contre 63,6 milliards DH un an auparavant. Ces levées ont été distribuées à hauteur de 55% sur les maturités à 5 ans et plus contre 84% à fin juin 2019.
- l'annulation, en concertation avec les IVT, de quatre séances d'adjudication (deux dernières séances du mois de mars et deux premières séances du mois d'avril 2020) en raison de l'absence du besoin de financement au vu de la situation largement excédentaire du CCT suite à l'encaissement des recettes au titre du fonds Covid-19 combiné à l'importance du besoin de liquidité du marché et le peu d'intérêt des

investisseurs pour les BDT. Suite à cette absence et pour assurer la continuité et le bon fonctionnement du marché domestique, la DTFE a mis en place différentes mesures pour assurer un retour rapide vers le marché avec l'intensification des concertations et échanges avec les banques IVT pour collecter les informations nécessaires sur l'évolution des besoins des investisseurs en termes de volume et de maturités, la réalisation d'une opération de rachat pour réduire les excédents de trésorerie de l'État et l'introduction d'aménagements au niveau du calendrier des émissions pour coller à l'orientation de la demande du marché tout en assurant le financement du besoin du Trésor dans les meilleures conditions possibles. Ces mesures ont, ainsi, permis un rebondissement de la demande et favorisé un retour rapide vers le marché.

- une hausse de 28 milliards DH des flux nets au titre des émissions par adjudication qui ont atteint près de 40 milliards DH à fin juin 2020 contre 12 milliards au titre du premier semestre de 2019. Cette hausse est imputable en grande partie à l'impact de la pandémie du Covid-19 sur les finances publiques avec un besoin de financement de 35,6 milliards DH financé majoritairement par des ressources internes.
- une baisse importante de près de 48,4 pb en moyenne des taux retenus par le Trésor comparés à ceux enregistrés à fin décembre 2019. Cette baisse s'est opérée selon deux phases :
  - la première phase, qui s'est étalée jusqu'au mois de mai, a connu une baisse modeste de 8,4 pb en moyenne par rapport à fin 2019 et ce, malgré la baisse du taux directeur de BAM de 25 pb en date du 17 mars. Ceci s'explique principalement par les niveaux déjà bas des taux enregistrés depuis le début de l'année 2020 ;
  - la deuxième phase, qui correspond à la fin du deuxième trimestre de 2020, a été marquée par l'accélération de la baisse atteignant 40 pb en moyenne par rapport aux taux enregistrés à fin mai 2020 suite à la baisse additionnelle de 50 pb du taux directeur de BAM en date du 18 juin.

Par terme, la baisse a atteint 53,8 pb en moyenne pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans et 44,1 pb en moyenne pour les BDT à 5 ans et plus.

### Financement extérieur :

Compte tenu de la crise sanitaire COVID-19, le décret-loi 2.20.320 a autorisé le gouvernement à dépasser le plafond des financements extérieurs déjà fixé en vertu de l'article 43 de la loi de finances 70-19 pour l'année budgétaire 2020. Ainsi, le potentiel des mobilisations extérieures au titre de cette année a été augmenté de près de 30 milliards DH pour atteindre 60 milliards DH afin de maintenir le stock des avoirs extérieurs à des niveaux adéquats étant donné que plusieurs secteurs d'activité, générateurs de recettes en devises étrangères, ont été impactés par les mesures prises par l'État pour endiguer la propagation de la pandémie de COVID-19.

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor à fin juin 2020 se sont élevés à 10,3 milliards DH contre 9,9 milliards durant la même période de l'année 2019. Ce rythme devra s'accroître au 2<sup>ème</sup> semestre de l'année 2020 à travers la réalisation d'une sortie sur le MFI.

Les appuis aux réformes ont bénéficié d'un montant de 9,3 milliards DH mobilisés à concurrence de 4,5 milliards auprès de la BIRD, près de 4 milliards auprès du FMA et plus de 800 millions DH avec la France.

Les projets du Budget ont bénéficié d'un montant global de 1 milliard DH dont une part de 84% a été mobilisée auprès du FADES, de la BIRD et de la BERD.

Les flux nets sur emprunts extérieurs du Trésor se sont établis à fin juin 2020 à 6,4 milliards DH contre 5,8 milliards DH comparativement à la fin de la même période de l'année 2019. Cette évolution s'explique principalement par la hausse de 0,4 milliard des tirages réalisés auprès des créanciers officiels et la baisse des remboursements de près de 0,2 milliard comparativement à fin juin 2019.

## ► ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN JUIN 2020

À fin juin 2020, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 794,4 milliards DH contre 747,2 milliards DH à fin décembre 2019, soit une progression de 47,2 milliards DH ou 6%. L'encours de la dette intérieure a atteint 627,4 milliards DH contre 585,7 milliards DH à fin décembre 2019, soit une progression de 41,7 milliards DH ou près de 7% tandis que celui de la dette extérieure a progressé de 5,5 milliards DH ou près de 3% pour s'est établir à fin juin 2020 à 167 milliards DH.

À fin juin 2020, les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à près de 17,4 milliards DH contre 18,1 milliards DH à fin juin 2019. Cette baisse s'explique par le recul des intérêts et commissions de la dette intérieure de 0,7 milliard DH contre une quasi-stabilité desdites charges pour la dette extérieure.

Quant aux charges en principal de la dette du Trésor, elles se sont établies à fin juin 2020 à 53,2 milliards DH contre 58,5 milliards DH à fin juin 2019, soit une baisse de 5,3 milliards DH (5,1 milliards pour la dette intérieure et 0,2 milliard pour la dette extérieure). Pour la dette intérieure, la baisse constatée est due à la réduction de 10,3 milliards DH du volume cumulé racheté à fin juin 2020 dans le cadre des opérations d'échange de BDT par rapport au volume racheté à fin juin 2019, atténuée par une hausse de 4,5 milliards DH au titre des remboursements (hors opérations de gestion active de la dette intérieure) à fin juin 2020.

Concernant les flux nets de la dette du Trésor, ils ont enregistré une hausse de l'ordre de 31,7 milliards DH en passant de 16,4 milliards à fin juin 2019 à près de 48,1 milliards au terme du 1<sup>er</sup> semestre de l'année 2020.

## ► ÉVOLUTION DES INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE

### TMP à l'émission

À fin juin 2020, le TMP à l'émission des BDT s'est établi à 2,57% en baisse de près de 40 pb par rapport à fin 2019 où il a atteint 2,98%. Cette baisse est due à la baisse des taux de rendement des BDT émis conjuguée à l'augmentation de la part des mobilisations sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans par rapport à la fin de l'année passée (45% à fin juin 2020 contre 24% à fin 2019).

### Durée de vie moyenne

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor s'est établie à 7 ans à fin juin 2020, en augmentation d'un mois par rapport à fin 2019.

S'agissant de la dette intérieure, sa durée de vie moyenne s'est établie à 6 ans et 9 mois, en hausse de 2 mois par rapport à fin 2019 tandis que celle de la dette extérieure a baissé de 3 mois par rapport à 2019 pour clôturer le 1<sup>er</sup> semestre à 7 ans et 11 mois.

La hausse de la DVM de la dette intérieure, dans ce contexte particulier, est imputable principalement à la part prépondérante des BDT à 5 ans et plus dans les souscriptions réalisées à fin juin 2020. En effet et hormis les mois d'avril et mai où les levées du Trésor étaient concentrées sur les maturités à 2 ans et moins, les autres mois du 1er semestre 2020 ont enregistré des levées importantes sur le MLT avec une part de près de 66% en moyenne mensuelle. En effet, le Trésor a pu lever sur les maturités MLT dès les premiers mois de 2020 profitant de la baisse des taux et ce, afin d'éviter une baisse importante de la DVM surtout avec des perspectives incertaines.

### Part du court terme

La part du court terme de la dette du Trésor a légèrement baissé par rapport à son niveau à fin 2019, s'établissant à 13,1% contre 13,2%.

## ► GESTION ACTIVE DE LA DETTE

### Dettes intérieure

Au cours du premier semestre de 2020, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a réalisé 6 opérations d'échange de BDT avec un montant global racheté de près de 15,6 milliards DH et une opération de rachat de BDT avec un montant de près de 1 milliard 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 2020 et 2021, 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, mai, juillet, août, septembre, octobre, novembre et décembre 2020 et des mois de janvier, février, mars, avril et juillet 2021, contre l'émission de BDT à 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans et 30 ans.

**Tableau 20 : Opérations réalisées à fin juin 2020**

- en millions DH -

| Mois de réalisation des opérations | Volume racheté  |
|------------------------------------|-----------------|
| Février                            | 2 460,4         |
| Mars                               | 1 717,2         |
| Avril                              | 1 000,0         |
| Mai                                | 553,5           |
| Juin                               | 10 824,1        |
| <b>Total</b>                       | <b>16 555,2</b> |

Les opérations d'échange et de rachat ont eu un impact positif sur les charges en intérêts de la dette intérieure payées permettant de réaliser une économie de près de 56,0 millions DH due au rachat des tombées de 2020 et de 2021 avant la date de paiement du coupon des lignes rachetées.

## ► MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

Durant le premier semestre 2020, l'activité sur le marché secondaire des BDT a été marquée par une hausse des échanges de près de 10% en comparaison avec la même période de 2019

favorisée par l'amélioration des souscriptions nettes qui se sont établies à près de 40 milliards DH à fin juin 2020 contre 12 milliards DH à fin juin 2019. Le volume des transactions fermes est, ainsi, passé à 203,9 milliards DH contre 185,1 milliards DH à fin juin 2019. Cette évolution a, toutefois, été marquée par deux phases distinctes :

- la 1<sup>ère</sup> phase correspondant au 1<sup>er</sup> trimestre 2020 s'est caractérisée par un volume des échanges quasi-stable atteignant 97,5 milliards DH à fin mars 2020 contre 93,5 milliards DH à fin mars 2019 ;
- la 2<sup>ème</sup> phase, qui coïncide avec le 2<sup>ème</sup> trimestre 2020, a enregistré durant le mois d'avril une forte baisse des échanges avec un volume qui n'a pas dépassé les 15 milliards DH, en recul de 56% par rapport à la moyenne mensuelle, et ce en raison principalement de la baisse importante des souscriptions sur le marché primaire avec un flux net négatif de 1,1 milliard DH suite à la situation largement excédentaire du CCT après l'encaissement des recettes au titre du fonds Covid-19. Au contraire, durant les mois de mai et juin, l'activité sur le marché secondaire a connu un fort rebond avec un volume échangé de 30,3 milliards DH et 61 milliards DH respectivement, et ce, dans le sillage de la hausse des levées sur le marché primaire avec des flux nets positifs de 8,3 milliards DH et 14,3 milliards DH respectivement.

Quant à la liquidité du marché secondaire, celle-ci a été marquée par une quasi-stabilité en témoigne le taux de rotation qui s'est établi à 34% à fin juin 2020 contre 33% à fin juin 2019. Par ailleurs, le volume moyen quotidien des opérations a connu une hausse de 10% et la taille moyenne des opérations est passée de 76,0 millions DH à fin juin 2019 à 82 millions DH à fin juin 2020.

Les taux d'intérêts sur le marché secondaire et à l'instar des taux primaires ont enregistré un mouvement baissier qui a concerné tous les segments de la courbe et a atteint en moyenne 59 pb par rapport aux niveaux enregistrés à fin décembre 2019.

Concernant l'évolution de l'activité sur le marché de la pension livrée sur les BDT, le volume traité a atteint 6 015,3 milliards DH à fin juin 2020 contre 6 646,2 milliards DH à fin juin 2019, en baisse de 9%.

## ► GESTION ACTIVE DE LA TRÉSORERIE PUBLIQUE

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2020, les interventions de la Direction du Trésor sur le marché monétaire se sont caractérisées par :

- une augmentation du nombre des opérations qui s'est établi à 185 contre 173 au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 ;
- une baisse de 10% du volume global placé qui a atteint 421,1 milliards DH au titre des six premiers mois de 2020 contre 468,1 milliards DH durant le 1<sup>er</sup> semestre 2019. Cette baisse s'explique essentiellement par l'insuffisance ou l'absence de la demande des banques dans 56% des jours de placement (soit 71 jours sur 127 jours de placement) comparativement à 21% enregistrée pendant la même période de l'année dernière et ce, en raison des interventions records de BAM avec un encours global de 105,4 milliards DH et qui ont permis de combler le besoin de liquidité des banques (100,4 milliards DH en moyenne hebdomadaire) ;
- une réduction du solde quotidien moyen du CCT réalisé en fin de journée de près de 7,2 milliards DH en moyenne par jour le ramenant à 4,9 milliards DH contre 12,1 milliards DH hors opérations. Ceci s'explique principalement par l'accumulation

d'excédents importants de trésorerie, depuis le début de la création du fonds spécial «Covid-19» et l'encaissement des dons pour son compte pour près de 33,7 milliards DH ; et

- une baisse du taux quotidien moyen des placements de la Direction du Trésor (tous types de placements confondus) de près de 16,2 pb s'établissant à 2,07% au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2020 contre 2,23% enregistré à fin juin 2019. Cette évolution est due essentiellement à la décision de BAM de baisser le taux directeur en mars et en juin 2020 en le ramenant à 2% puis à 1,50%.

## ANNEXES STATISTIQUES

## ▶ DETTE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

|   | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015            | 2016           | 2017            | 2018           | 2019            | S1-2020        |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>ENCOURS</b>                                      |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Dettes du Trésor</b>                             | <b>430 924</b> | <b>493 677</b> | <b>554 261</b> | <b>586 565</b> | <b>629 204</b>  | <b>657 472</b> | <b>692 332</b>  | <b>722 620</b> | <b>747 187</b>  | <b>794 375</b> |
| Variation en %                                      | 12,0%          | 14,6%          | 12,3%          | 5,8%           | 7,3%            | 4,5%           | 5,3%            | 4,4%           | 3,4%            | 6,3%           |
| En % du PIB   | 52,5%          | 58,2%          | 61,7%          | 63,4%          | 63,7%           | 64,9%          | 65,1%           | 65,2%          | 64,9%           | -              |
| <b>Dettes intérieure</b>                            | <b>331 343</b> | <b>376 805</b> | <b>424 457</b> | <b>445 479</b> | <b>488 396</b>  | <b>514 679</b> | <b>539 135</b>  | <b>574 637</b> | <b>585 687</b>  | <b>627 404</b> |
| Variation en %                                      | 13,4%          | 13,7%          | 12,6%          | 5,0%           | 9,6%            | 5,4%           | 4,8%            | 6,6%           | 1,9%            | 7,1%           |
| En % du PIB   | 40,4%          | 44,4%          | 47,3%          | 48,1%          | 49,4%           | 50,8%          | 50,7%           | 51,8%          | 50,9%           | -              |
| <b>Dettes extérieure</b>                            | <b>99 581</b>  | <b>116 872</b> | <b>129 804</b> | <b>141 086</b> | <b>140 808</b>  | <b>142 793</b> | <b>153 197</b>  | <b>147 983</b> | <b>161 500</b>  | <b>166 971</b> |
| Variation en %                                      | 7,8%           | 17,4%          | 11,1%          | 8,7%           | -0,2%           | 1,4%           | 7,3%            | -3,4%          | 9,1%            | 3,4%           |
| En % du PIB   | 12,1%          | 13,8%          | 14,5%          | 15,2%          | 14,3%           | 14,1%          | 14,4%           | 13,4%          | 14,0%           | -              |
| <b>CHARGES EN INTÉRÊTS</b>                          |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Dettes du Trésor</b>                             | <b>18 572</b>  | <b>20 731</b>  | <b>23 300</b>  | <b>25 747</b>  | <b>28 033</b>   | <b>27 753</b>  | <b>27 894</b>   | <b>28 046</b>  | <b>30 480</b>   | <b>17 416</b>  |
| Variation en %                                      | 4,7%           | 11,6%          | 12,4%          | 10,5%          | 8,9%            | -1,0%          | 0,5%            | 0,5%           | 8,7%            | -              |
| en % du PIB   | 2,3%           | 2,4%           | 2,6%           | 2,8%           | 2,8%            | 2,8%           | 2,7%            | 2,5%           | 2,6%            | -              |
| En % des ROs  | 9,7%           | 10,3%          | 11,3%          | 12,0%          | 13,3%           | 12,7%          | 12,1%           | 12,0%          | 12,2%           | -              |
| <b>Dettes intérieure</b>                            | <b>15 535</b>  | <b>17 336</b>  | <b>19 418</b>  | <b>22 011</b>  | <b>24 047</b>   | <b>23 971</b>  | <b>24 121</b>   | <b>24 313</b>  | <b>26 639</b>   | <b>15 575</b>  |
| Variation en %                                      | 0,8%           | 11,6%          | 12,0%          | 13,4%          | 9,2%            | -0,3%          | 0,6%            | 0,8%           | 9,6%            | -              |
| En % du PIB   | 1,9%           | 2,0%           | 2,2%           | 2,4%           | 2,4%            | 2,4%           | 2,3%            | 2,2%           | 2,3%            | -              |
| En % des ROs  | 8,1%           | 8,6%           | 9,4%           | 10,2%          | 11,4%           | 11,0%          | 10,5%           | 10,4%          | 10,7%           | -              |
| <b>Dettes extérieure</b>                            | <b>3 037</b>   | <b>3 395</b>   | <b>3 882</b>   | <b>3 736</b>   | <b>3 986</b>    | <b>3 782</b>   | <b>3 773</b>    | <b>3 733</b>   | <b>3 841</b>    | <b>1 841</b>   |
| Variation en %                                      | 30,4%          | 11,8%          | 14,3%          | -3,8%          | 6,7%            | -5,1%          | -0,2%           | -1,0%          | 2,9%            | -              |
| En % du PIB   | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%            | 0,4%           | 0,4%            | 0,3%           | 0,3%            | -              |
| En % des ROs  | 1,6%           | 1,7%           | 1,9%           | 1,8%           | 1,9%            | 1,7%           | 1,6%            | 1,6%           | 1,5%            | -              |
| <b>INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE</b>             |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Coût apparent (En %)</b>                         |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Dettes du Trésor</b>                             | <b>4,5%</b>    | <b>4,5%</b>    | <b>4,4%</b>    | <b>4,3%</b>    | <b>4,3%</b>     | <b>4,1%</b>    | <b>4,1%</b>     | <b>3,9%</b>    | <b>3,9%</b>     | <b>-</b>       |
| Intérieure  | 4,8%           | 4,8%           | 4,7%           | 4,7%           | 4,8%            | 4,5%           | 4,5%            | 4,3%           | 4,2%            | -              |
| Extérieure  | 3,3%           | 3,4%           | 3,3%           | 2,9%           | 2,8%            | 2,7%           | 2,6%            | 2,4%           | 2,6%            | -              |
| <b>Durée de vie moyenne (En années)</b>             |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Dettes du Trésor</b>                             | <b>5 À 6 M</b> | <b>5 À 7 M</b> | <b>5 À 6 M</b> | <b>6 À 6 M</b> | <b>6 À 10 M</b> | <b>7 À 0 M</b> | <b>6 À 10 M</b> | <b>6 À 5 M</b> | <b>6 À 11 M</b> | <b>7 A</b>     |
| Intérieure  | 4 À 11 M       | 4 À 8 M        | 4 À 5 M        | 5 À 9 M        | 6 À 3 M         | 6 À 7 M        | 6 À 5 M         | 6 À 0 M        | 6 À 7 M         | 6 À 9 M        |
| Extérieure  | 7 À 6 M        | 8 À 5 M        | 9 À 0 M        | 8 À 11 M       | 8 À 8 M         | 8 À 8 M        | 8 À 5 M         | 7 À 10 M       | 8 À 2 M         | 7 À 11 M       |
| <b>STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR</b>              |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| <b>Structure par source de financement (en %)</b>   |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| Dettes intérieure                                   | 76,9%          | 76,3%          | 76,6%          | 75,9%          | 77,6%           | 78,3%          | 77,9%           | 79,5%          | 78,4%           | 79,0%          |
| Dettes extérieure                                   | 23,1%          | 23,7%          | 23,4%          | 24,1%          | 22,4%           | 21,7%          | 22,1%           | 20,5%          | 21,6%           | 21,0%          |
| <b>Structure par maturité résiduelle (en %)</b>     |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| Court terme   | 13,9%          | 15,5%          | 16,8%          | 15,8%          | 13,9%           | 13,4%          | 12,4%           | 11,4%          | 13,2%           | 13,0%          |
| Moyen terme   | 43,4%          | 41,3%          | 39,9%          | 33,6%          | 37,9%           | 37,6%          | 40,0%           | 44,6%          | 38,9%           | 41,1%          |
| long terme  | 42,7%          | 43,2%          | 43,3%          | 50,6%          | 48,2%           | 49,0%          | 47,6%           | 44,0%          | 47,9%           | 45,9%          |
| <b>Structure par devises</b>                        |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| Dirham marocain                                     | 76,3%          | 75,9%          | 76,2%          | 75,6%          | 77,2%           | 77,7%          | 77,8%           | 79,3%          | 78,1%           | 78,3%          |
| Euro  | 18,1%          | 18,5%          | 18,5%          | 19,3%          | 17,3%           | 16,0%          | 14,6%           | 13,1%          | 14,7%           | 14,3%          |
| Dollar US et devises liées                          | 2,9%           | 3,1%           | 3,3%           | 3,5%           | 4,0%            | 5,0%           | 6,3%            | 6,0%           | 5,8%            | 5,8%           |
| Dinar Koweïtien                                     | 0,8%           | 0,7%           | 0,6%           | 0,6%           | 0,5%            | 0,4%           | 0,3%            | 0,3%           | 0,3%            | 0,3%           |
| Yen Japonais  | 0,8%           | 0,8%           | 0,6%           | 0,5%           | 0,5%            | 0,6%           | 0,6%            | 0,6%           | 0,5%            | 0,5%           |
| Autres  | 1,1%           | 0,9%           | 0,8%           | 0,5%           | 0,4%            | 0,3%           | 0,4%            | 0,7%           | 0,6%            | 0,8%           |
| <b>Structure par types de taux d'intérêt (en %)</b> |                |                |                |                |                 |                |                 |                |                 |                |
| Taux fixe   | 92,2%          | 92,5%          | 91,4%          | 91,6%          | 91,4%           | 90,9%          | 91,0%           | 92,4%          | 92,3%           | 92,0%          |
| Taux variable                                       | 7,8%           | 7,5%           | 8,6%           | 8,4%           | 8,6%            | 9,1%           | 9,0%            | 7,6%           | 7,7%            | 8,0%           |



## ► DETTE INTÉRIEURE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

|   | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | S1-2020        |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ENCOURS</b>                                    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Dettes intérieure                                 | 331 343        | 376 805        | 424 457        | 445 479        | 488 395        | 514 679        | 539 135        | 574 637        | 585 687        | 627 404        |
| % PIB   | 40,4%          | 44,4%          | 47,3%          | 48,1%          | 49,4%          | 50,8%          | 50,7%          | 51,8%          | 50,9%          |                |
| <b>REPARTITION PAR PRODUIT</b>                    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Adjudications                                     | 314 211        | 356 721        | 412 971        | 426 057        | 470 104        | 490 028        | 516 706        | 546 205        | 557 161        | 597 159        |
| Bons à 6 mois                                     | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             | 50             |
| Autres  | 17 082         | 20 034         | 11 436         | 19 372         | 18 241         | 24 601         | 22 378         | 28 382         | 28 476         | 30 195         |
| <b>REPARTITION PAR TERME RESIDUEL</b>             |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Dettes du Trésor</b>                           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Court terme                                       | 52 539         | 68 958         | 84 983         | 84 717         | 80 107         | 75 284         | 77 450         | 74 003         | 79 979         | 82 877         |
| Moyen terme                                       | 159 962        | 170 853        | 186 974        | 163 081        | 193 765        | 208 609        | 219 797        | 264 892        | 235 296        | 269 645        |
| Long terme  | 118 842        | 136 994        | 152 500        | 197 681        | 214 523        | 230 785        | 241 888        | 235 743        | 270 412        | 274 882        |
| <b>CHARGES DE LA DETTE INTÉRIEURE</b>             |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Charges en principal</b>                       | <b>71 427</b>  | <b>78 605</b>  | <b>120 333</b> | <b>98 896</b>  | <b>106 574</b> | <b>93 645</b>  | <b>86 734</b>  | <b>88 624</b>  | <b>97 219</b>  | <b>49 270</b>  |
| Adjudications                                     | 67 147         | 77 768         | 118 937        | 97 083         | 104 474        | 91 440         | 84 002         | 85 554         | 93 437         | 45 771         |
| Autres  | 4 280          | 836            | 1 396          | 1 813          | 2 100          | 2 205          | 2 732          | 3 070          | 3 781          | 3 499          |
| <b>Charges en intérêts</b>                        | <b>15 535</b>  | <b>17 336</b>  | <b>19 418</b>  | <b>22 011</b>  | <b>24 047</b>  | <b>23 971</b>  | <b>24 121</b>  | <b>24 313</b>  | <b>26 639</b>  | <b>15 575</b>  |
| Adjudications                                     | 13 656         | 15 067         | 16 864         | 19 149         | 21 491         | 21 585         | 21 602         | 21 722         | 23 751         | 14 082         |
| Autres  | 1 879          | 2 269          | 2 554          | 2 861          | 2 556          | 2 385          | 2 519          | 2 591          | 2 888          | 1 493          |
| <b>INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUES</b>          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Durée de vie moyenne                              | 4 À 11 M       | 4 À 8 M        | 4 À 5 M        | 5 À 9 M        | 6 À 3 M        | 6 À 7 M        | 6 À 5 M        | 6 A            | 6 À 7 M        | 6 À 9 M        |
| Coût moyen apparent                               | 4,8%           | 4,7%           | 4,7%           | 4,6%           | 4,8%           | 4,6%           | 4,5%           | 4,3%           | 4,2%           | -              |
| TMP à l'émission                                  | 3,8%           | 4,1%           | 4,5%           | 4,3%           | 3,1%           | 2,8%           | 2,8%           | 2,8%           | 3,0%           | 2,6%           |
| Part du court terme                               | 16,0%          | 18,0%          | 20,0%          | 19,0%          | 16,5%          | 14,6%          | 14,4%          | 12,9%          | 13,7%          | 13,3%          |
| <b>INDICATEURS DU MARCHÉ SECONDAIRE</b>           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Opérations fermes                                 | 188            | 142            | 159            | 150            | 171            | 194            | 247            | 281            | 421            | 204            |
| Opérations repos                                  | 4 058          | 7 084          | 8 077          | 9 348          | 7 445          | 8 321          | 12 062         | 13 868         | 13 604         | 6 015          |
| Taux de rotation BDT (%)                          | 53             | 35             | 35             | 35             | 34             | 35             | 43             | 46             | 70             | 34             |
| Taille moyenne des opérations                     | 106            | 99             | 82             | 82             | 78             | 70             | 67             | 75             | 78             | 82             |
| <b>DETTE INTÉRIEURE GARANTIE</b>                  |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Encours   | 15 475         | 18 051         | 19 611         | 20 447         | 21 695         | 23 928         | 27 397         | 28 496         | 35 207         | 34 778         |
| % PIB   | 1,9%           | 2,1%           | 2,2%           | 2,2%           | 2,2%           | 2,4%           | 2,6%           | 2,5%           | 3,1%           |                |
| <b>ENCOURS DES LIGNES ÉMISES PAR ADJUDICATION</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Encours</b>                                    | <b>314 212</b> | <b>356 722</b> | <b>412 972</b> | <b>426 057</b> | <b>470 105</b> | <b>490 028</b> | <b>516 706</b> | <b>546 205</b> | <b>557 161</b> | <b>597 159</b> |
| TCT   |                | 6 022          |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 13 semaines                                       | 4 540          | 2 670          | 60             | 450            | 1 050          | 408            | 418            |                | 500            | 1 731          |
| 26 semaines                                       | 1 200          | 700            | 8 903          | 1 700          | 984            | 6 662          | 1 165          |                | 132            | 911            |
| 52 semaines                                       | 10 620         | 6 279          | 24 891         | 12 721         | 25 449         | 11 982         | 24 693         | 20 097         | 9 939          | 14 158         |
| 2 ans   | 62 581         | 73 896         | 83 222         | 69 791         | 59 040         | 57 284         | 51 012         | 62 391         | 47 669         | 62 102         |
| 5 ans   | 59 783         | 82 880         | 94 328         | 95 222         | 123 679        | 130 581        | 140 581        | 145 466        | 145 432        | 157 408        |
| 10 ans  | 78 610         | 83 574         | 90 692         | 96 422         | 87 533         | 90 549         | 98 240         | 116 125        | 129 368        | 121 813        |
| 15 ans  | 73 042         | 76 465         | 86 640         | 101 931        | 110 092        | 117 381        | 123 665        | 125 087        | 135 322        | 136 990        |
| 20 ans  | 21 261         | 21 461         | 21 461         | 44 545         | 48 966         | 56 238         | 56 977         | 57 082         | 66 223         | 72 248         |
| 30 ans  | 2 575          | 2 775          | 2 775          | 3 275          | 13 312         | 18 945         | 19 958         | 19 958         | 22 577         | 29 800         |

(En millions DH sauf indiqué)

|   | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | S1-2020       |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>SOUSCRIPTIONS SUR LE MARCHÉ DES ADJUDICATIONS*</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |                |               |
| <b>Total des levées</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>104 393</b> | <b>85 769</b> |
| TCT   | 4 100          | 25 042         | 4 958          |                |                |                |                |                |                |               |
| 13 semaines   | 8 490          | 8 130          | 18 494         | 1 800          | 9 907          | 5 658          | 3 535          | 811            | 950            | 1 931         |
| 26 semaines   | 1 200          | 2 600          | 35 529         | 2 950          | 4 514          | 7 859          | 2 081          | 100            | 132            | 911           |
| 52 semaines   | 11 650         | 6 279          | 24 891         | 9 250          | 22 149         | 13 850         | 19 734         | 17 316         | 8 345          | 10 691        |
| 2 ans   | 40 401         | 31 496         | 50 404         | 15 010         | 31 902         | 24 614         | 26 402         | 42 923         | 15 317         | 25 019        |
| 5 ans   | 19 857         | 25 502         | 16 249         | 21 044         | 43 184         | 27 757         | 35 346         | 31 060         | 24 479         | 21 827        |
| 10 ans  | 9 730          | 14 360         | 14 137         | 16 911         | 12 871         | 11 433         | 8 872          | 17 885         | 16 707         | 1 550         |
| 15 ans  | 6 215          | 6 470          | 10 525         | 19 619         | 9 536          | 7 289          | 12 959         | 4 853          | 26 703         | 10 594        |
| 20 ans  | 1 900          | 200            |                | 23 085         | 4 421          | 7 272          | 739            | 105            | 9 141          | 6 025         |
| 30 ans  |                | 200            |                | 500            | 10 037         | 5 633          | 1 013          | 0              | 2 620          | 7 222         |

\* 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>3,75%</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>2,98%</b> | <b>2,57%</b> |
| 13 semaines  | 3,32%        | 3,37%        | 3,88%        | 2,98%        | 2,52%        | 2,09%        | 2,15%        | 2,17%        | 2,18%        | 1,97%        |
| 26 semaines  | 3,33%        | 3,45%        | 4,03%        | 2,97%        | 2,53%        | 2,21%        | 2,22%        | 2,19%        | 2,23%        | 2,10%        |
| 52 semaines  | 3,46%        | 3,72%        | 4,16%        | 3,10%        | 2,62%        | 2,26%        | 2,36%        | 2,41%        | 2,31%        | 2,24%        |
| 2 ans  | 3,65%        | 3,98%        | 4,63%        | 3,37%        | 2,77%        | 2,45%        | 2,48%        | 2,56%        | 2,42%        | 2,28%        |
| 5 ans  | 3,88%        | 4,20%        | 5,02%        | 4,22%        | 3,14%        | 2,68%        | 2,83%        | 2,81%        | 2,65%        | 2,38%        |
| 10 ans   | 4,16%        | 4,51%        | 5,52%        | 4,73%        | 3,54%        | 3,22%        | 3,27%        | 3,32%        | 3,03%        | 2,65%        |
| 15 ans   | 4,36%        | 4,64%        | 5,77%        | 5,51%        | 4,00%        | 3,64%        | 3,80%        | 3,70%        | 3,45%        | 2,94%        |
| 20 ans   | 4,41%        | 4,97%        |              | 5,57%        | 4,34%        | 4,05%        | 4,02%        | 3,98%        | 3,63%        | 3,21%        |
| 30 ans   |              | 5,01%        |              | 5,69%        | 4,99%        | 4,61%        | 4,43%        |              | 4,20%        | 3,82%        |

## ► DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

|   | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | S1-2020       |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ENCOURS</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| En Dirham   | 99 581        | 116 872       | 129 804       | 141 086       | 140 808       | 142 793       | 153 197       | 147 983       | 161 500       | 166 971       |
| En Euros  | 8 966         | 10 484        | 11 558        | 12 862        | 13 062        | 13 414        | 13 694        | 13 511        | 15 003        | 15 323        |
| En Dollar US  | 11 610        | 13 858        | 15 926        | 15 603        | 14 215        | 14 144        | 16 421        | 15 471        | 16 835        | 17 179        |
| En % du PIB   | 12,1%         | 13,8%         | 14,5%         | 15,2%         | 14,3%         | 14,1%         | 14,4%         | 13,4%         | 14,0%         | -             |
| <b>STRUCTURE DE LA DETTE</b>                          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Structure par maturité originale et créanciers</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Moyen et long terme                                   | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        | 100,0%        |
| Créanciers bilatéraux                                 | 33,6%         | 28,5%         | 23,7%         | 20,1%         | 18,6%         | 16,9%         | 17,4%         | 16,1%         | 13,3%         | 12,7%         |
| Pays de l'UE  | 21,5%         | 18,8%         | 16,1%         | 13,3%         | 11,9%         | 10,4%         | 9,0%          | 8,0%          | 6,5%          | 6,4%          |
| Pays arabes   | 2,2%          | 1,9%          | 1,5%          | 1,5%          | 1,4%          | 1,3%          | 4,0%          | 4,1%          | 3,6%          | 3,5%          |
| Autres pays   | 9,9%          | 7,8%          | 6,1%          | 5,3%          | 5,3%          | 5,2%          | 4,4%          | 4,0%          | 3,2%          | 2,8%          |
| Créanciers multilatéraux                              | 52,9%         | 47,5%         | 50,6%         | 46,5%         | 48,6%         | 51,2%         | 52,9%         | 55,2%         | 55,7%         | 58,6%         |
| MFI   | 13,5%         | 24,0%         | 25,7%         | 33,4%         | 32,8%         | 31,9%         | 29,7%         | 28,7%         | 31,0%         | 28,7%         |
| Court terme   | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>Structure par devises</b>                          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Euro  | 75,8%         | 76,6%         | 77,2%         | 78,8%         | 75,9%         | 71,0%         | 65,6%         | 63,2%         | 66,7%         | 65,8%         |
| Dollar US et devises liées                            | 12,4%         | 13,3%         | 14,2%         | 14,5%         | 17,7%         | 22,8%         | 28,4%         | 29,0%         | 26,7%         | 26,7%         |
| Dinar Koweïtien                                       | 3,6%          | 3,1%          | 2,6%          | 2,4%          | 2,3%          | 2,0%          | 1,6%          | 1,4%          | 1,3%          | 1,5%          |
| Yen Japonais  | 3,7%          | 3,2%          | 2,6%          | 2,3%          | 2,3%          | 2,8%          | 2,8%          | 2,9%          | 2,5%          | 2,4%          |
| Autres  | 4,5%          | 3,8%          | 3,4%          | 2,0%          | 1,8%          | 1,4%          | 1,6%          | 3,5%          | 2,8%          | 3,6%          |
| <b>Structure par types de taux d'intérêt</b>          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Taux Fixe   | 66,5%         | 68,2%         | 63,4%         | 64,9%         | 61,7%         | 58,0%         | 59,4%         | 63,0%         | 64,3%         | 62,0%         |
| Taux variable   | 33,5%         | 31,8%         | 36,6%         | 35,1%         | 38,3%         | 42,0%         | 40,6%         | 37,0%         | 35,7%         | 38,0%         |
| <b>SERVICE DE LA DETTE</b>                            |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <i>Charges totales</i>                                | <i>9 712</i>  | <i>11 292</i> | <i>11 888</i> | <i>12 128</i> | <i>12 353</i> | <i>11 361</i> | <i>17 016</i> | <i>11 818</i> | <i>12 067</i> | <i>5 767</i>  |
| <i>En % des RCBP</i>                                  | <i>5,1%</i>   | <i>5,6%</i>   | <i>5,8%</i>   | <i>5,6%</i>   | <i>5,9%</i>   | <i>5,2%</i>   | <i>7,4%</i>   | <i>5,1%</i>   | <i>4,8%</i>   | <i>-</i>      |
| <i>Contre-valeur en millions \$US</i>                 | <i>1 198</i>  | <i>1 305</i>  | <i>1 409</i>  | <i>1 438</i>  | <i>1 261</i>  | <i>1 155</i>  | <i>1 743</i>  | <i>1 256</i>  | <i>1 251</i>  | <i>589</i>    |
| <b>Charges en principal</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>8 226</b>  | <b>3 926</b>  |
| Créanciers bilatéraux                                 | 2 362         | 3 258         | 3 361         | 3 376         | 3 313         | 3 369         | 3 387         | 3 350         | 3 041         | 1 264         |
| Pays de l'UE  | 1 561         | 1 867         | 2 153         | 2 249         | 2 097         | 2 110         | 2 113         | 2 145         | 1 826         | 719           |
| Pays arabes   | 247           | 281           | 252           | 244           | 235           | 248           | 262           | 247           | 256           | 111           |
| Autres pays   | 554           | 1 110         | 956           | 883           | 981           | 1 011         | 1 012         | 958           | 959           | 434           |
| Créanciers multilatéraux                              | 4 313         | 4 639         | 4 645         | 5 016         | 5 055         | 4 210         | 4 399         | 4 735         | 5 070         | 2 662         |
| MFI   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 5 457         | 0             | 115           | 0             |
| <b>Charges en intérêts</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>3 841</b>  | <b>1 841</b>  |
| Créanciers bilatéraux                                 | 1 053         | 1 114         | 954           | 864           | 772           | 671           | 561           | 601           | 502           | 222           |
| Pays de l'UE  | 661           | 699           | 603           | 555           | 469           | 402           | 339           | 288           | 225           | 102           |
| Pays arabes   | 67            | 78            | 66            | 63            | 67            | 57            | 52            | 185           | 181           | 90            |
| Autres pays   | 325           | 337           | 285           | 246           | 236           | 212           | 170           | 128           | 96            | 30            |
| Créanciers multilatéraux                              | 1 172         | 1 466         | 1 280         | 1 218         | 1 120         | 1 018         | 1 121         | 1 344         | 1 502         | 727           |
| MFI   | 812           | 815           | 1 648         | 1 654         | 2 093         | 2 093         | 2 091         | 1 788         | 1 837         | 892           |
| <b>TIRAGES DE LA DETTE</b>                            |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Total des tirages</b>                              | <b>13 954</b> | <b>23 146</b> | <b>23 015</b> | <b>17 685</b> | <b>8 687</b>  | <b>10 388</b> | <b>16 799</b> | <b>6 247</b>  | <b>25 448</b> | <b>10 334</b> |
| Créanciers bilatéraux                                 | 2 514         | 3 257         | 1 590         | 869           | 394           | 1 244         | 5 757         | 395           | 727           | 900           |
| Pays de l'UE  | 1 943         | 2 157         | 863           | 621           | 322           | 463           | 351           | 348           | 690           | 812           |
| Pays arabes   | 188           | 237           | 32            | 187           | 24            | 0             | 4 695         | 0             | 19            | 69            |
| Autres pays   | 383           | 863           | 695           | 61            | 48            | 781           | 711           | 47            | 18            | 19            |
| Créanciers multilatéraux                              | 11 440        | 7 050         | 15 003        | 5 649         | 8 293         | 9 144         | 11 042        | 5 852         | 14 134        | 9 434         |
| MFI   | 0             | 12 839        | 6 422         | 11 167        | 0             | 0             | 0             | 0             | 10 587        | 0             |

## ► DETTE EXTÉRIÈRE PUBLIQUE

(En millions DH sauf indiqué)

|   | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | S1-2020 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>ENCOURS</b>  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| En Dirham marocain                                    | 189 108 | 212 713 | 234 746 | 278 071 | 300 985 | 312 468 | 332 558 | 326 615 | 339 892 | 346 942 |
| En Euros  | 17 028  | 19 082  | 20 903  | 25 349  | 27 921  | 29 354  | 29 727  | 29 821  | 31 575  | 31 840  |
| En Dollar US  | 22 048  | 25 222  | 28 801  | 30 752  | 30 385  | 30 950  | 35 646  | 34 145  | 35 431  | 35 695  |
| En % du PIB   | 23,1%   | 25,1%   | 26,1%   | 30,0%   | 30,5%   | 30,8%   | 31,3%   | 29,5%   | 29,5%   |         |
| <b>STRUCTURE DE LA DETTE</b>                          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Structure par maturité originale et créanciers</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Moyen et long terme                                   | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Créanciers bilatéraux                                 | 38,7%   | 35,2%   | 32,8%   | 29,5%   | 28,4%   | 28,9%   | 29,4%   | 28,4%   | 25,6%   | 24,8%   |
| Pays de l'UE  | 24,4%   | 23,4%   | 23,4%   | 21,1%   | 19,9%   | 19,8%   | 19,8%   | 18,7%   | 16,9%   | 16,5%   |
| Pays arabes   | 3,9%    | 3,2%    | 2,7%    | 2,5%    | 2,7%    | 2,8%    | 3,9%    | 4,0%    | 3,6%    | 3,4%    |
| Autres pays   | 10,4%   | 8,6%    | 6,7%    | 5,9%    | 5,8%    | 6,3%    | 5,7%    | 5,7%    | 5,1%    | 4,9%    |
| Créanciers multilatéraux                              | 51,7%   | 49,2%   | 51,0%   | 45,4%   | 45,2%   | 45,9%   | 47,3%   | 48,8%   | 49,4%   | 51,4%   |
| MFI et Banques commerciales                           | 9,6%    | 15,6%   | 16,2%   | 25,1%   | 26,4%   | 25,2%   | 23,3%   | 22,8%   | 25,0%   | 23,8%   |
| Court terme   | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| <b>Structure par emprunteurs</b>                      |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dettes du Trésor                                      | 52,7%   | 54,9%   | 55,3%   | 50,7%   | 46,8%   | 45,7%   | 46,1%   | 45,3%   | 47,5%   | 48,1%   |
| Dettes du reste du secteur public                     | 47,3%   | 45,1%   | 44,7%   | 49,3%   | 53,2%   | 54,3%   | 53,9%   | 54,7%   | 52,5%   | 51,9%   |
| EETs  | 46,5%   | 44,5%   | 44,2%   | 48,9%   | 52,9%   | 54,0%   | 53,5%   | 54,2%   | 51,5%   | 50,7%   |
| Secteur bancaire                                      | 0,2%    | 0,2%    | 0,2%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,3%    | 0,4%    | 0,6%    |
| CTs   | 0,6%    | 0,4%    | 0,3%    | 0,3%    | 0,2%    | 0,2%    | 0,2%    | 0,1%    | 0,5%    | 0,4%    |
| IUPs  | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,2%    |
| <b>Structure par devises</b>                          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Euro  | 71,3%   | 72,7%   | 73,8%   | 68,8%   | 63,1%   | 61,4%   | 61,1%   | 59,6%   | 61,8%   | 61,3%   |
| Dollar US et devises liées                            | 9,7%    | 11,1%   | 12,5%   | 18,9%   | 24,8%   | 28,0%   | 29,1%   | 29,6%   | 28,2%   | 28,3%   |
| Dinar Koweïtien                                       | 8,8%    | 8,0%    | 7,1%    | 6,3%    | 6,3%    | 5,0%    | 4,5%    | 4,7%    | 4,6%    | 4,6%    |
| Yen Japonais  | 7,0%    | 5,6%    | 4,2%    | 3,5%    | 3,6%    | 3,8%    | 3,6%    | 3,8%    | 3,5%    | 3,5%    |
| Autres  | 3,2%    | 2,6%    | 2,4%    | 2,5%    | 2,2%    | 1,8%    | 1,7%    | 2,3%    | 1,9%    | 2,3%    |
| <b>Structure par types de taux d'intérêt</b>          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Taux Fixe   | 77,5%   | 77,1%   | 74,2%   | 76,0%   | 76,3%   | 74,3%   | 74,1%   | 75,3%   | 74,9%   | 73,4%   |
| Taux variable   | 22,5%   | 22,9%   | 25,8%   | 24,0%   | 23,7%   | 25,7%   | 25,9%   | 24,7%   | 25,1%   | 26,6%   |
| <b>SERVICE DE LA DETTE</b>                            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Charges totales                                       | 17 533  | 19 958  | 21 847  | 22 584  | 24 694  | 29 078  | 32 059  | 28 586  | 29 233  | 14 667  |
| En % des RCBP   | 5,3%    | 5,7%    | 6,0%    | 5,7%    | 6,0%    | 6,8%    | 6,8%    | 5,8%    | 5,4%    |         |
| Contre-valeur en millions \$US                        | 2 163   | 2 307   | 2 590   | 2 678   | 2 521   | 2 957   | 3 284   | 3 038   | 3 030   | 1 496   |
| Charges en principal                                  | 11 866  | 13 721  | 14 958  | 15 161  | 15 975  | 20 296  | 23 389  | 19 979  | 20 689  | 10 525  |
| Créanciers bilatéraux                                 | 4 382   | 5 488   | 5 693   | 6 006   | 6 450   | 7 754   | 8 293   | 9 550   | 9 619   | 4 667   |
| Pays de l'UE  | 2 947   | 3 374   | 3 759   | 4 155   | 4 363   | 5 467   | 5 820   | 7 108   | 7 043   | 3 282   |
| Pays arabes   | 566     | 623     | 674     | 664     | 708     | 749     | 758     | 722     | 815     | 451     |
| Autres pays   | 869     | 1 491   | 1 260   | 1 187   | 1 379   | 1 538   | 1 715   | 1 720   | 1 761   | 934     |
| Créanciers multilatéraux                              | 6 652   | 7 408   | 7 912   | 8 430   | 8 688   | 11 743  | 8 744   | 9 673   | 10 086  | 5 381   |
| MFI et Banques commerciales                           | 832     | 825     | 1 353   | 725     | 837     | 799     | 6 352   | 756     | 984     | 477     |
| Charges en intérêts                                   | 5 667   | 6 237   | 6 889   | 7 423   | 8 719   | 8 782   | 8 670   | 8 607   | 8 544   | 4 142   |
| Créanciers bilatéraux                                 | 1 961   | 2 102   | 1 983   | 2 000   | 2 118   | 2 106   | 2 042   | 2 119   | 1 859   | 883     |
| Pays de l'UE  | 1 224   | 1 316   | 1 313   | 1 374   | 1 452   | 1 433   | 1 387   | 1 366   | 1 140   | 550     |
| Pays arabes   | 235     | 250     | 221     | 219     | 247     | 250     | 263     | 398     | 397     | 194     |
| Autres pays   | 502     | 536     | 449     | 407     | 419     | 423     | 392     | 355     | 322     | 139     |
| Créanciers multilatéraux                              | 2 686   | 3 117   | 3 068   | 3 149   | 3 042   | 2 908   | 2 934   | 3 134   | 3 240   | 1 551   |
| MFI et Banques commerciales                           | 1 020   | 1 018   | 1 838   | 2 274   | 3 559   | 3 768   | 3 694   | 3 354   | 3 445   | 1 708   |
| <b>TIRAGES DE LA DETTE</b>                            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Total des tirages                                     | 25 533  | 37 495  | 41 194  | 52 705  | 37 496  | 31 894  | 35 668  | 19 281  | 39 480  | 16 585  |
| Créanciers bilatéraux                                 | 7 096   | 9 030   | 10 371  | 10 944  | 8 671   | 12 457  | 14 771  | 4 834   | 4 741   | 2 635   |
| Pays de l'UE  | 5 543   | 7 015   | 8 528   | 9 094   | 6 044   | 7 900   | 7 312   | 3 607   | 4 414   | 2 209   |
| Pays arabes   | 786     | 306     | 425     | 654     | 1 339   | 1 244   | 5 743   | 467     | 75      | 113     |
| Autres pays   | 767     | 1 709   | 1 418   | 1 196   | 1 288   | 3 313   | 1 716   | 760     | 252     | 313     |
| Créanciers multilatéraux                              | 18 160  | 14 513  | 23 605  | 14 430  | 17 723  | 19 281  | 20 897  | 12 834  | 20 143  | 13 950  |
| MFI et Banques commerciales                           | 277     | 13 952  | 7 218   | 27 331  | 11 102  | 156     | 0       | 1 613   | 14 596  |         |

