

ROYAUME DU MAROC



PROJET DE LOI
DE FINANCES
POUR L'ANNEE
BUDGETAIRE
2015

RAPPORT SUR
LA DETTE



RAPPORT ANNUEL DE LA DETTE 2013

DIRECTION DU TRESOR ET DES FINANCES EXTERIEURES

Quartier Administratif, Boulevard Mohammed V Rabat
Tél. (212) 5 37 67 73 54 / 55 / 73 – (212) 5 37 67 75 72
Fax : (212) 37 67 53 57 – (212) 5 37 67 75 83

Sommaire

5	<u>Mission</u>
6	<u>Politique d'émission des BDT</u>
7	<u>Chiffres Clés</u>
11	<u>Environnement International</u>
14	<u>Stratégie de financement du Trésor</u>
17	<u>Financement du Trésor en 2013</u>
27	<u>Structure de la dette du Trésor</u>
41	<u>Dette intérieure Garantie</u>
43	<u>Gestion active de la dette du Trésor</u>
47	<u>Dette extérieure publique</u>
55	<u>Marché secondaire de bons du Trésor</u>
60	<u>Gestion active de la trésorerie</u>
63	<u>Actions et mesures de réforme</u>
68	<u>Evolution de la dette du Trésor à fin juin 2014</u>
74	<u>Annexes statistiques</u>



Mission



CONFORMEMENT AUX ATTRIBUTIONS DE LA DIRECTION DU TRESOR ET DES FINANCES EXTERIEURES, PREVUES PAR LE DECRET N° 2-07-995 DU 23 CHAOUAL 1429 (23 OCTOBRE 2008) RELATIF AUX ATTRIBUTIONS ET A L'ORGANISATION DU MINISTERE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES, LE POLE DETTE A POUR PRINCIPALES MISSIONS :

- FAIRE TOUTE PROPOSITION ET PROCEDER A TOUTE ETUDE EN MATIERE DE POLITIQUE D'ENDETTEMENT ;
- PROCEDER AUX EMISSIONS ET PLACEMENTS D'EMPRUNTS DU TRESOR ;
- GERER LA DETTE DU TRESOR, ELABORER ET METTRE EN ŒUVRE LES STRATEGIES DE RESTRUCTURATION DE LA DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE ET CENTRALISER LES DONNEES Y AFFERENTES.

Pour l'accomplissement de ses missions, le Pôle dette procède à :

- La proposition et la mise en œuvre de la stratégie de financement du Trésor et de gestion de la dette publique.
- L'émission des bons du Trésor sur le marché domestique et d'emprunts obligataires sur le marché financier international.
- L'ordonnement des charges de la dette du Trésor en assurant le paiement, à bonne date, des échéances y afférentes.
- Le suivi de la dette garantie et la mise en jeu, le cas échéant, de la garantie de l'Etat.
- L'analyse, le suivi et la gestion des risques liés au portefeuille de la dette du Trésor.
- La gestion active de la dette intérieure et extérieure et de la trésorerie publique.
- La supervision du marché secondaire des valeurs du Trésor et la veille sur le marché financier international.
- La mise en place des actions pour le développement du marché des valeurs du Trésor.
- Le suivi des relations avec les investisseurs en titres souverains et les agences de notation.
- L'élaboration et la publication des statistiques de la dette publique.
- La préparation, le montage et la mise en œuvre d'opérations de couverture contre les fluctuations des produits compensés.

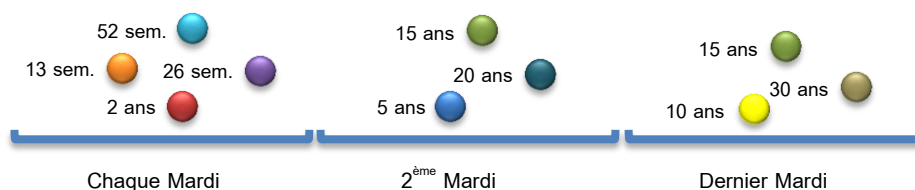


Politique d'émission de BDT

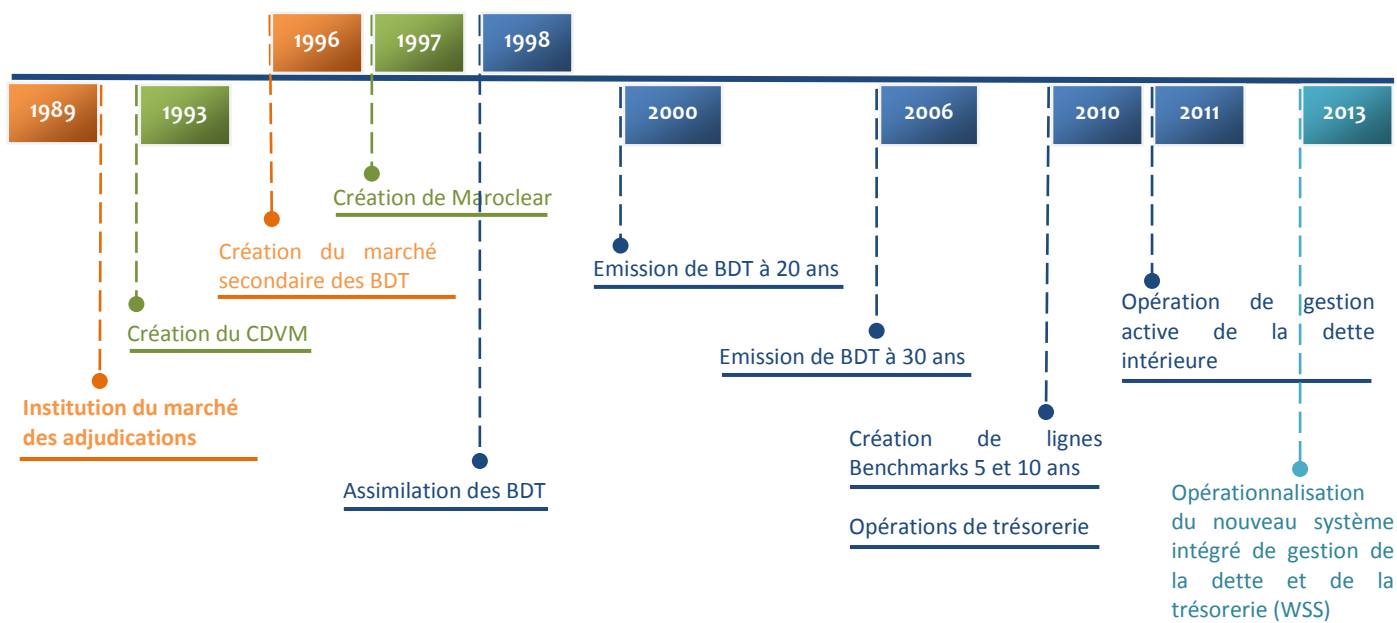


TRANSPARENCE & REGULARITE

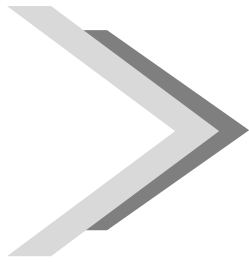
- Calendrier d'émission préétabli¹.
- Information à la disposition des investisseurs : Point de presse annuel, rapports périodiques et annuels, site internet du Ministère, Bloomberg.
- Réunions régulières avec les IVT et l'ASFIM.
- Conférence call à la veille de chaque adjudication.



DYNAMIQUE SOUTENUE DE DEVELOPPEMENT DU MARCHE DES VALEURS DU TRESOR



¹ Le présent calendrier des adjudications a été révisé en concertation avec les Banques IVT (Cf. page n°64).

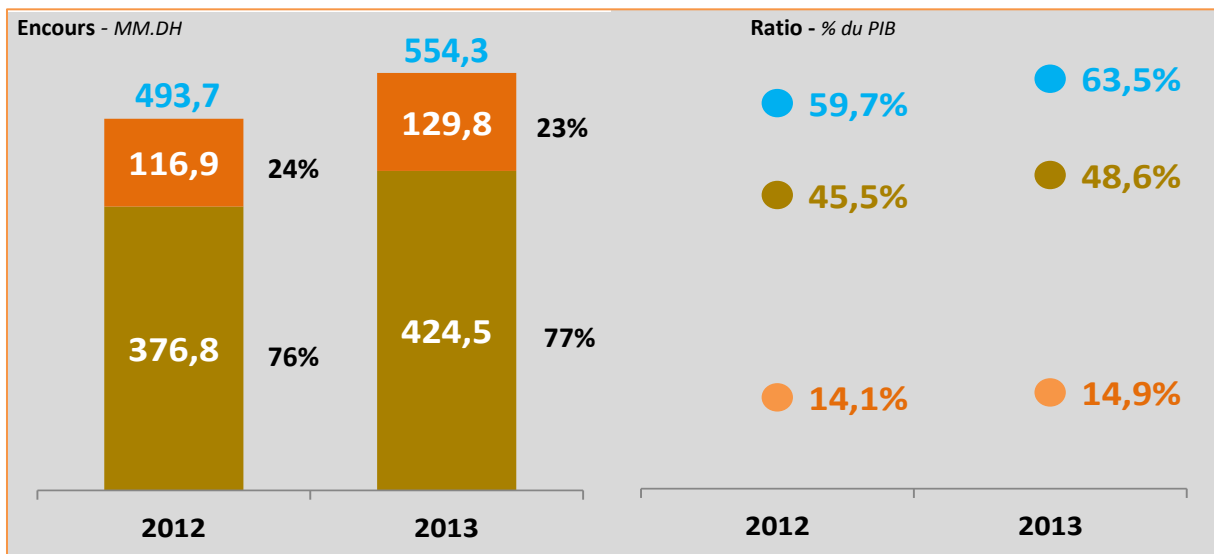


Chiffres clés



ENDETTEMENT DU TRESOR

Dettes du Trésor / Dette intérieure / Dette extérieure



DETTE NEGOCIABLE DU TRESOR

	2012	2013
Adjudication de BDT <small>MMDH</small>	356,7	413,0
Eurobonds <small>MMDH</small>	29,9	35,0
Total <small>MMDH</small>	386,7	448,0

DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE

	2012	2013
Encours <small>MMDH</small>	212,7	234,7
% PIB	25,7%	26,9%

CHARGES EN INTERETS

	2012	2013
Dette du Trésor <small>MMDH</small>	20,6	23,2
% RO	10,4%	11,4%
Dette Intérieure <small>MMDH</small>	17,3	19,4
% RO	8,7%	9,5%
Dette Extérieure <small>MMDH</small>	3,4	3,9
% RO	1,7%	1,9%
Dette Extérieure publique <small>MMDH</small>	6,2	6,9
% RCBP	5,4%	5,8%

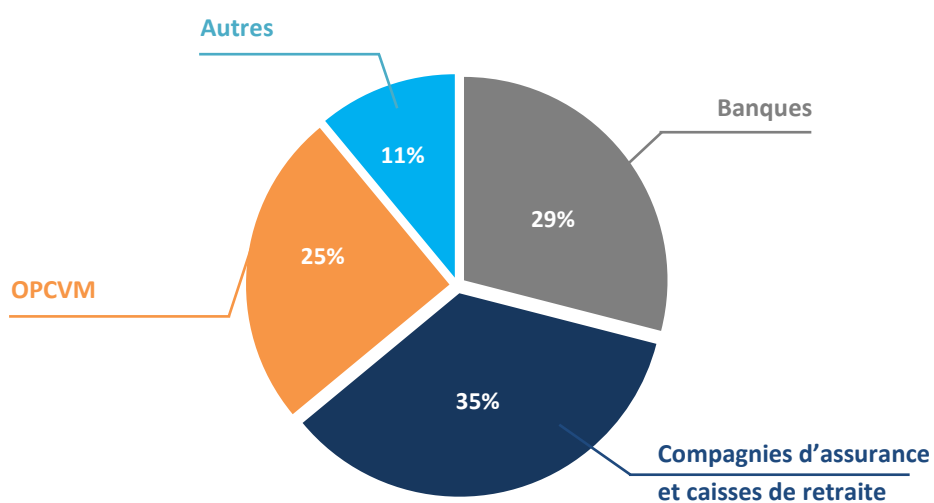
RO = Recettes Ordinaires hors TVA des CL

RCBP = Recettes courantes de la Balance des paiements

INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUES - DETTE DU TRESOR

	2012	2013
Coût moyen apparent	4,5%	4,4%
Durée de vie moyenne	5 ans et 7 mois	5 ans et 6 mois
Part du Court Terme	15,5%	16,8%

DETENEURS DE BDT EMIS PAR ADJUDICATION - FIN 2013



ADJUDICATION DE BDT

	2012	2013
Emissions <small>MMDH</small>	120,3	175,2
Soumissions <small>MMDH</small>	248,8	412,9
Taux de couverture	210%	240%
TMP à l'émission	4,07%	4,54%

MARCHE SECONDAIRE DE BDT

	2012	2013
Volume des opérations fermes <small>MMDH</small>	142,3	158,9
Taux de rotation	35%	35%
Taille moyenne des opérations <small>MDH</small>	99	82

PLACEMENT DES EXCEDENTS DE TRESORERIE (2013)

	Dépôts en blanc	Repo
Nombre d'opérations	41	225
Encours moyen de placement <small>MDH</small>	152	2 450
TMP des placements	3,06%	2,79%



Environnement International



LEGERE REPRISE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE AVEC UNE AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS ET UN RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

La croissance mondiale n'a redémarré qu'à partir du 2^{ème} semestre de l'année avec des disparités géographiques réparties entre croissance vigoureuse aux Etats-Unis et déséquilibres dans certains pays de la zone euro et quelques pays émergents.

La reprise économique dans les pays développés a été nettement liée à la politique monétaire accommodante adoptée par leurs Banques centrales.

RESILIENCE DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

Aux Etats-Unis, l'économie a démontré une certaine résilience face aux effets négatifs de certains événements liés notamment à la falaise budgétaire, à la question du plafond de la dette et à la fermeture de l'administration (*Shutdown*) et ce, grâce à la politique monétaire expansionniste menée par la Fed.

La Fed a maintenu son taux directeur à un niveau proche de zéro, tout en confirmant la poursuite de ses injections de liquidités (*Quantitative Easing*) pour soutenir l'économie. Toutefois, à l'issue de la réunion de son comité de politique monétaire tenue en juin 2013, la Fed a fait part de son intention de procéder à un ralentissement du rythme d'achats d'actifs (*Tapering*), après une progression modérée de l'activité économique américaine et une amélioration du marché de l'emploi. Ceci a provoqué une remontée des taux longs américains et des turbulences sur le marché financier international, ce qui a poussé la Fed à maintenir son QE jusqu'à la réunion de son comité de politique monétaire tenue le 18 décembre pour annoncer la réduction de ses achats à 75 milliards\$ contre un montant initial de 85 milliards\$. La dissipation des incertitudes budgétaires aux Etats-Unis et l'amélioration de certains indicateurs américains notamment le taux de chômage, la consommation, la confiance des consommateurs ou encore le dynamisme du secteur manufacturier ont été parmi les facteurs ayant largement favorisé la décision du «Tapering». La nomination en octobre de Janet Yellen pour succéder à Ben Bernanke à la tête de la Fed a relativement apaisé les inquiétudes des investisseurs jugeant que Yellen, qui a soutenu l'approche monétaire ultra-accommodante de

Ben Bernanke, a rassuré quant à la continuité de cette politique.

LA ZONE EURO, QUANT A ELLE, A ETE CONFRONTEE A UNE RECESSION PLUS PRONONCEE QUE PREVUE ET A UN RISQUE DE DEFLATION.

Dans ce contexte particulier, la BCE a réduit en mai puis en novembre 2013, son taux directeur de 25 pb pour le porter à 0,25%, tout en affirmant son engagement à assurer aux banques des liquidités illimitées jusqu'à mi-2014 et à maintenir ses taux à leurs niveaux actuels, voire plus bas pour une période prolongée (*Extended period*). L'introduction de ce « *Forward Guidance* », dans l'objectif de guider les anticipations du marché à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux plus bas, a constitué pour la première fois une rupture avec la politique de la BCE qui a souvent évité de prendre des engagements sur l'avenir. La zone euro a connu, par moment, des situations difficiles au cours de l'année 2013 avec notamment l'intensification de la crise financière chypriote, l'aggravation de la situation économique en Slovénie et la persistance des inquiétudes concernant l'impasse politique en Italie et au Portugal.

D'autres Banques centrales des pays développés ont mené des politiques monétaires non conventionnelles notamment la **Banque Centrale d'Angleterre (BoE)** à travers sa «*Forward guidance*» qui l'engage à ne pas augmenter son taux de base tant que le taux de chômage reste au-delà de 7%, la **Banque du Japon (BoJ)** à travers le doublement de sa base monétaire en deux ans (via l'achat de titres publics) et la **Banque Nationale de Suisse (SNB)** à travers la poursuite de sa politique mise en place en 2011 et consistant à maintenir la parité Euro/CHF au-dessus de 1,20.

RALENTISSEMENT DU RYTHME DE CROISSANCE DES PAYS EMERGENTS

S'agissant des pays émergents, ils ont observé en 2013 un ralentissement au niveau du rythme de leur croissance économique en raison d'une part, de la contraction du commerce international et d'autres part, de leurs déséquilibres structurels. Ainsi, certains de ces pays, principalement ceux exportateurs des matières premières, ont souffert de la persistance des prix bas de ces produits. D'autres pays comme le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie ont été confrontés à des risques inflationnistes, ce qui a conduit leurs banques centrales à opérer des resserrements de leurs conditions monétaires. Par ailleurs, l'annonce par la Fed en mai 2013 d'un possible ralentissement de ses injections de liquidité a déclenché un mouvement massif de retrait de capitaux ainsi qu'une remontée des taux obligataires, ce qui a déstabilisé certains des principaux pays émergents et a fait chuter leurs monnaies.

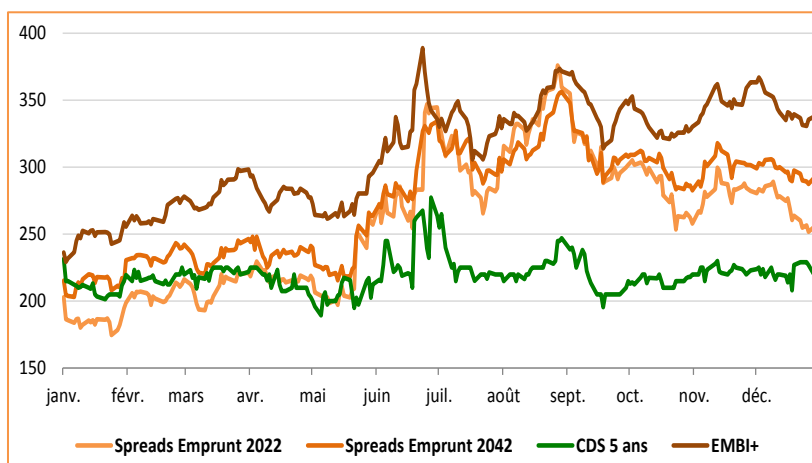
PRIMES DE RISQUE : NETTE HAUSSE A PARTIR DU MOIS DE MAI 2013

Après une nette détente observée vers la fin de l'année 2012, les primes de risque des pays émergents ont amorcé dès le début de l'année 2013 une tendance mitigée avant d'accuser une hausse notable à partir de la 3^{ème} semaine du mois de mai 2013. Cette hausse qui intervient, juste après la sortie du Maroc sur le marché l'international, s'explique essentiellement par les déclarations du président de la Fed concernant la politique monétaire de la Banque, notamment une orientation graduelle vers la fin de sa politique d'assouplissement monétaire.

Les inquiétudes des investisseurs quant à la publication de mauvais chiffres sur la croissance économique de certains pays comme la Chine et le Brésil ont également favorisé cette tendance haussière au cours de cette période, ce qui a provoqué une hausse des spreads des titres des pays émergents, reflétée notamment par un élargissement de l'indice EMBI+ qui a atteint son plus haut niveau de l'année, soit 389 pb. Dans le même sillage, mais dans une moindre mesure, les spreads des Eurobonds et du CDS 5 ans Maroc se sont également élargis.

La tendance haussière des spreads de l'indice EMBI+ et des Eurobonds Maroc s'est inversée à partir du 2^{ème} semestre avec, toutefois une certaine volatilité qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année.

Evolution des primes de risques en 2013



AGENCES DE NOTATION : POURSUITE DES ACTIONS DE RETROGRADATION

En dépit d'un contexte marqué par une légère amélioration aussi bien de la conjoncture économique mondiale que des marchés financiers, grâce notamment au maintien des apports de liquidités par les Banques centrales, les agences de notation ont poursuivi, mais dans une moindre mesure, les séries de rétrogradation des notations aussi bien de certains pays développés que des pays émergents. Ainsi, Moody's et Fitch ont retiré la note triple A du Royaume-Uni en moins de deux mois d'intervalle (respectivement février et avril 2013).



La Hollande a également perdu en avril 2013 son triple A attribué par S&P.

Des rétrogradations ont touché également certains pays émergents notamment l'Ukraine, la Croatie, Malte et la Tunisie. En revanche, d'autres pays ont connu une amélioration de leurs notes tels que l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, la Lituanie, la Lettonie, les Philippines, le Pérou et le Mexique. Dans ce contexte, les deux agences S&P et Fitch ont maintenu, au niveau «**Investment grade**», la note «**BBB-» du Maroc** pour sa dette à long terme en devises avec respectivement des perspectives négative et stable et ce, dans le cadre des consultations annuelles tenues en octobre 2013.



Stratégie de financement du Trésor



L'objectif fondamental de la gestion de la dette consiste à assurer au Trésor un financement stable et durable tout en réduisant, à terme, le coût et les risques y associés, en favorisant un arbitrage entre les sources de financement internes et externes et en contribuant au développement du marché des valeurs du Trésor.

ASSURER UN FINANCEMENT STABLE ET DURABLE AU TRESOR

Le premier objectif de la stratégie de gestion de la dette vise à permettre au Trésor de mobiliser, à tout moment, les ressources financières nécessaires pour couvrir ses besoins de financement et honorer, ainsi, ses engagements (paiement des salaires, remboursement de la dette à bonne échéance, paiement des fournisseurs, ...). Cet objectif revêt un caractère primordial dans la mesure où il engage la crédibilité de l'Etat aussi bien vis-à-vis des créanciers nationaux et étrangers que vis-à-vis de l'opinion publique. La réalisation de cet objectif permet également au Trésor de se conformer au contexte créé par l'entrée en vigueur, en 2006, des statuts actuels de Bank Al-Maghrib lui donnant plus d'indépendance et d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire et imposant au Trésor d'avoir

constamment un solde créditeur au niveau de son compte courant auprès de la Banque centrale.

REDUIRE A TERME LE COUT DE LA DETTE EN MINIMISANT LES RISQUES QUI LUI SONT ASSOCIES

Ce second objectif peut être scindé en deux sous objectifs :

a -réduction, à terme, du coût de financement du Trésor et donc des charges futures de la dette, ce qui se répercutera, in fine, sur les finances publiques et permettra de dégager des espaces budgétaires qui peuvent être réalloués à des dépenses d'investissements génératrices d'emploi et de bien-être social.

b -maîtrise des différents risques liés au portefeuille de la dette tels que les risques de taux d'intérêt, de taux de change (pour la dette extérieure) et de refinancement. Une forte

exposition à ces risques pourrait se traduire soit par une augmentation du coût de financement ce qui empêcherait la réalisation du sous-objectif susmentionné soit, à l'extrême, par un défaut de paiement et donc un manquement au premier objectif.

Dans ce cadre, la mise en œuvre de la stratégie de gestion des risques est basée sur l'optimisation de la structure du portefeuille de la dette du Trésor en tenant compte, notamment :

- des sources de financement (internes et externes) ;
- de la structure par maturité et du profil de remboursement ;
- de la composition par devises ; et
- de la structure par type de taux d'intérêt.

FAVORISER UN ARBITRAGE ENTRE LES RESSOURCES INTERNES ET EXTERNES

Cet arbitrage tient compte des conditions financières offertes par le marché intérieur et le marché financier international (MFI) dans le but de satisfaire aux exigences du deuxième objectif et ce, que ce soit en terme de réduction du coût qu'en terme de réduction des risques. En plus des conditions de marché, le Trésor prend, également, en considération lors du choix entre les financements internes et externes, les aspects qualitatifs liés aussi bien à la mobilisation des financements extérieurs (assistance technique, expertise et accompagnement, référence sur le marché financier international) qu'au développement du marché domestique.

L'arbitrage entre les financements internes et externes tient en compte également des considérations macroéconomiques liées notamment à la balance des paiements, aux avoirs extérieurs et à la liquidité sur le marché intérieur.

Dans ce cadre, la politique d'endettement extérieur du Trésor s'articule autour de trois principaux axes, à savoir :

- **le recours maîtrisé à l'endettement extérieur** en privilégiant les financements assortis de conditions financières concessionnelles (taux d'intérêt, durée et différé d'amortissement) octroyés par les créanciers bilatéraux et multilatéraux pour le financement des projets socio-économiques et des programmes de réformes ;
- **le recours prudent au marché financier international** pour atténuer la ponction du Trésor sur les ressources domestiques ou, le cas échéant, pour le traitement des dettes onéreuses. Ce recours s'inscrit également dans la stratégie du Trésor de diversifier sa base d'investisseurs étrangers à travers un recours aux différents compartiments de ce marché (euro, dollar, yen, sukuk) ;
- **la gestion active de la dette** à travers la conversion de dettes en investissements, le traitement des dettes onéreuses et l'utilisation des instruments de couverture contre les risques financiers.

CONTRIBUER AU DEVELOPPEMENT DU MARCHE DES VALEURS DU TRESOR

Cet objectif constitue, au fait, une condition sine qua non pour la réalisation de l'ensemble des objectifs précités. En effet, l'amélioration continue de la liquidité et de la profondeur du marché domestique se traduira, à moyen terme, par une réduction du coût d'endettement du Trésor et par l'émergence d'un marché de la dette intérieure efficient et moderne qui offre aux investisseurs des opportunités de placements fiables et au Trésor une source de financement stable.

Pour réaliser ces objectifs, les moyens mis en œuvre se présentent comme suit :

- **au niveau des nouvelles émissions**, le Trésor adopte une stratégie de financement prudente qui vise à réduire les risques associés à sa dette. Il veille ainsi à répartir ses mobilisations de manière adéquate entre les différentes maturités tout en tenant compte des besoins des investisseurs et des

conditions du marché et recourt à la technique d'assimilation sur des lignes futures (lignes atypiques) afin de favoriser le lissage de l'échéancier de la dette du Trésor ;

- **au niveau de la gestion active de la dette intérieure**, le Trésor peut recourir à des opérations de rachat et d'échange de dette afin de réduire le nombre de lignes en circulation et de lisser l'échéancier de la dette ce qui contribuera à la réduction du risque de refinancement et de liquidité et à développer la liquidité du marché secondaire ;
- **au niveau du développement du marché domestique**, le Trésor cherche à introduire, selon un séquençage approprié, toute mesure pouvant contribuer à renforcer la profondeur et la liquidité du marché des valeurs du Trésor. Parmi les dernières actions mises en place, il y lieu de citer (i) la création de lignes benchmark avec des gisements de 10 milliards DH et qui ont été portés à près de 15 milliards DH ; (ii) l'augmentation du gisement des autres lignes à moyen terme à 5 milliards DH et long terme autour de 10 milliards DH ; (iii) la réduction des délais de diffusion des résultats des séances d'adjudication grâce au déploiement du système de télé-adjudication et (iv) la mise en place d'instruments de gestion active de la dette intérieure (rachats et échanges).

Pour s'assurer que la stratégie de financement adoptée et les moyens mis en place contribuent à la réalisation des objectifs fixés, le Trésor s'appuie sur des indicateurs de coût et de risque. Ces indicateurs représentent des références qui aident à évaluer l'impact des décisions du Trésor sur le portefeuille de la dette intérieure, décisions qui tiennent également compte des conditions prévalant sur le marché.

Financement du Trésor En 2013



Conforme à sa stratégie de financement axée à la fois sur une présence régulière sur le marché domestique afin d'assurer son bon fonctionnement et sur l'arbitrage entre les différentes sources de financement, le Trésor s'est financé, en 2013, majoritairement sur le marché domestique et a profité d'une fenêtre favorable sur le marché financier international pour lever des fonds avec de bonnes conditions.

Ainsi, en 2013, les mobilisations brutes du Trésor se sont élevées à 198,3 milliards DH dont 175,2 milliards DH sur le marché domestique (88%) et 23,1 milliards DH d'origine extérieure.

Financement intérieur

CONDITIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN 2013

A l'instar de l'année 2012 et grâce aux interventions permanentes de la Banque centrale sur le marché monétaire, les taux JJ interbancaires sont restés stables autour du principal taux directeur de Bank Al-Maghrib malgré la poursuite du creusement du déficit de liquidité du système bancaire.

Liquidité du marché monétaire

En 2013, le déficit de trésorerie des banques s'est davantage creusé par rapport au niveau enregistré en 2012 en s'établissant à -67,5 milliards DH en moyenne mensuelle contre -61,5 milliards DH en 2012 et -21,3 milliards DH en 2011.

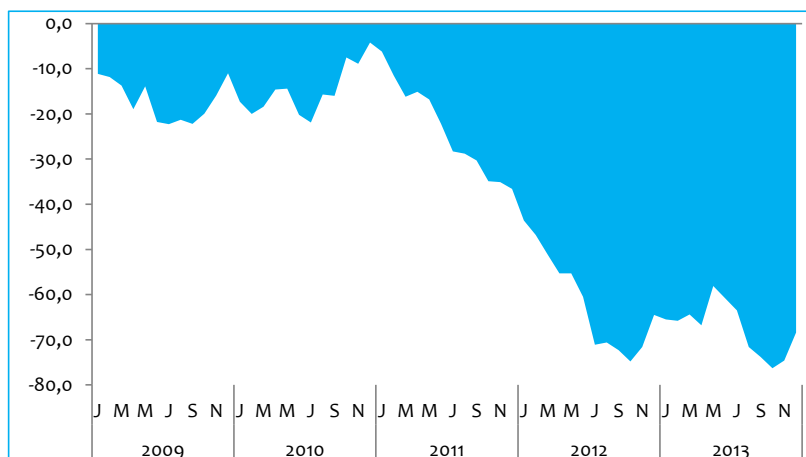
Evolution du Taux JJ interbancaire

En 2013, le taux JJ interbancaire a connu la même évolution qu'en 2012 avec une quasi-stabilité grâce aux interventions de la Banque centrale. Ainsi, le TMP interbancaire s'est établi à 3,06% en moyenne annuelle, en baisse de 13 pb par rapport au niveau de 3,19% enregistré en 2012.

Cette stabilité des taux interbancaires est le résultat de la politique monétaire accommodante adoptée par Bank Al-Maghrib et visant à maintenir les taux à des niveaux stables et toujours proches du taux directeur.

A cet effet, BAM s'est déployée tout au long de cette année pour résorber le déficit de liquidité des banques en injectant des montants atteignant 69,7 milliards DH contre 62,1 milliards DH en 2012 et ce, à travers le canal des avances à 7 jours et à 24h, des pensions livrées à 3 mois et des prêts garantis.

Evolution de la liquidité du système bancaire entre 2009 et 2013



Par ailleurs, le Trésor, par le biais des opérations de placements des excédents de son compte courant, a injecté une moyenne quotidienne de près de 2,6 milliards DH ce qui a permis par moment de neutraliser les effets de sorties de liquidités (IS, règlement d'adjudications, ...).

CONDITIONS DU MARCHÉ DES ADJUDICATIONS PREVALANT EN 2013

LE FINANCEMENT DU TRESOR SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE S'EST FAIT DANS DES CONDITIONS DIFFICILES AVEC TOUTEFOIS UNE AMELIORATION A PARTIR DU MOIS D'AOUT

En 2013, le financement du Trésor s'est fait dans des conditions difficiles en raison essentiellement de la combinaison des deux facteurs ci-après :

- l'importance des besoins de financement du Trésor conjugué à un manque de visibilité chez les investisseurs quant à l'évolution des finances publiques en raison principalement (i) de la réalisation, en 2012, d'un déficit budgétaire plus important que prévu et des craintes quant à l'évolution du déficit budgétaire en 2013 et (ii) du retard dans la mise en place de mesures de

réformes notamment celles en relation avec la caisse de compensation ; et

- la poursuite du creusement du déficit de la liquidité bancaire.

Dans ce contexte, les conditions de financement du Trésor se sont caractérisées par une concentration de la demande des investisseurs sur les maturités courtes conjuguée à des anticipations toujours haussières des niveaux de taux demandés principalement durant les sept premiers mois de l'année.

Toutefois, les actions introduites par le Gouvernement au cours de la deuxième moitié de 2013 relatives notamment à la réforme de la caisse de compensation et aux mesures de régulation de la dépense, dont principalement le gel de 15 milliards DH de crédits d'investissement et

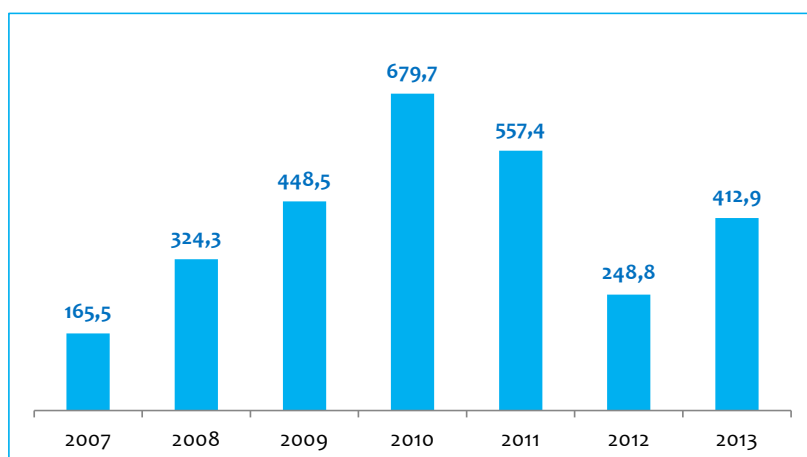
l'avancement de la date limite d'engagement des dépenses au 30 octobre 2013, ont permis une amélioration de la visibilité chez les investisseurs qui s'est traduite par une détente au niveau des conditions de financement du Trésor. En effet, la seconde moitié de 2013 a enregistré un repositionnement de ces investisseurs sur les maturités moyennes et longues accompagné d'une baisse des taux d'intérêt particulièrement vers la fin de l'année.

DEMANDE DES INVESTISSEURS

L'ANNEE 2013 A CONNU UN ENGOUEMENT DES INVESTISSEURS POUR LES BONS DU TRESOR AVEC UNE PROGRESSION A DEUX CHIFFRES DU VOLUME DEMANDE

Le volume des soumissions s'est établi à 412,9 milliards DH contre 248,8 milliards DH en 2012, soit une hausse de près de 66%. Cet engouement, dans un contexte de déficit de liquidité structurel, est en grande partie imputable à un repositionnement des investisseurs suite à la sortie du Trésor sur le MFI et aux mesures prises par le Gouvernement en matière d'assainissement des finances publiques en plus de l'absence d'autres alternatives d'investissement aussi rentables que les bons du Trésor.

Evolution de la demande des investisseurs entre 2007 et 2013



Cette hausse a atteint en moyenne +73,9 pb sur l'ensemble des maturités et a été plus prononcée sur le segment à 5 ans et plus avec une hausse moyenne de +106 pb par rapport aux derniers taux offerts en 2012.

Les bons du Trésor dont les taux offerts ont connu la plus forte hausse sont les titres à 20 ans avec +283 pb, suivis des titres à 15 ans avec +65,5 pb, des titres à 26 semaines (+55,9 pb), des titres

Par segment de maturité, cette demande s'est concentrée essentiellement sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans avec une part de 83% du volume global des soumissions contre 62% en 2012 (hors BDT à très court terme).

Pour ce qui est des maturités qui ont connu la plus forte demande, les bons du Trésor à 2 ans totalisent à eux seuls 32% des soumissions globales, suivis des bons à 26 semaines (21%), des titres à 13 et 52 semaines (19% et 12%) et des titres à 5 et à 10 ans (6% chacune).

Notons, par ailleurs, que le volume global offert lors de l'unique émission des BDT de maturité 35 jours, en début d'année, a atteint 5,5 milliards DH.

LES TAUX DEMANDES PAR LES INVESTISSEURS SUR LE MARCHÉ DES ADJUDICATIONS ONT POURSUIVI LEUR TENDANCE HAUSSIERE ENREGISTREE DEPUIS L'ANNEE 2011

En 2013, les taux demandés par les investisseurs ont évolué en trois phases :

- la première phase, qui correspond aux cinq premiers mois de l'année, a connu la poursuite de la tendance haussière des taux amorcée en 2011 et ce, en raison principalement de la hausse des besoins de financement du Trésor.

à 13 semaines (+54,8 pb) et des titres à 2 ans (+30,4 pb).

- la deuxième phase, correspondant aux mois de juin et juillet, a été marquée par un mouvement baissier des taux de rendement enclenché suite à la sortie du Maroc sur le marché financier international intervenue le 22 mai 2013 ; cette baisse des taux demandés a atteint en moyenne près de -16,7 pb avec -23 pb sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans et -8,2 pb sur les maturités 5 ans et plus.

- la troisième phase, qui a débuté à partir du mois d'août, s'est caractérisée par un retour de la tendance haussière des taux demandés notamment sur les maturités moyennes et longues qui ont enregistré une hausse moyenne de +23,3 pb.

Ainsi et au terme de l'année 2013, les taux demandés ont enregistré une hausse moyenne de près de +30 pb avec une hausse plus marquée sur les maturités 5 ans et plus (+54,6 pb en moyenne).

Evolution des taux demandés au cours de 2013 (fin de trimestre)

Maturités	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2013	Var 2013/2012
13 sem.	3,420%	3,969%	3,800%	3,482%	3,450%	+3
26 sem.	3,590%	4,104%	4,046%	3,770%	3,600%	+1
52 sem.	4,020%	4,254%	4,195%	4,134%	4,066%	+4,6
2 ans	4,436%	4,699%	4,629%	4,730%	4,565%	+12,9
5 ans	4,659%	4,853%	4,925%	5,017%	5,146%	+48,7
10 ans	5,005%	5,254%	5,493%	5,489%	5,696%	+69,1
15 ans	5,304%	5,639%	5,725%	5,766%	5,982%	+67,8
20 ans	5,672%	6,119%	8,499%	6,001%	6,001%	+32,9

POLITIQUE DE FINANCEMENT ADOPTEE PAR LE TRESOR

Face à ce contexte marqué par des conditions de financement défavorables et par l'augmentation des besoins de financement de l'Etat, le Trésor a adapté sa stratégie d'émission en adoptant une politique d'émission qui tient compte de la configuration du marché mais également des objectifs assignés à la gestion de la dette, quand cela a été possible et ce en :

- concentrant ses levées sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans essentiellement durant les 7 premiers mois de 2013 ;
- se positionnant davantage sur les maturités moyennes et longues, durant les cinq derniers mois de 2013, dans l'objectif de rallonger la durée de vie moyenne de la dette intérieure ;

- optimisant le recours à l'endettement à travers la réalisation de 22 opérations d'emprunt sur le marché interbancaire pour un volume global emprunté de 22,5 milliards DH et ce, pour couvrir des besoins ponctuels de trésorerie ; et
- réalisant des opérations de rachat pour lisser l'échéancier de la dette en atténuant les pics de remboursement du mois de janvier 2014.

EMISSIONS DU TRESOR EN 2013

HAUSSE IMPORTANTE DU VOLUME DES EMISSIONS DU TRESOR

Au terme de l'année 2013, le volume des émissions du Trésor sur le marché des adjudications a atteint 175,2 milliards DH contre 120,3 milliards DH en 2012, soit une hausse de 54,9 milliards DH (ou 46 %). Cette hausse s'explique essentiellement par la hausse des remboursements en principal des BDT émis par adjudication qui se sont établis à 118,9 milliards DH contre 77,8 milliards DH en 2012 dont une partie (49,2 MMDH) est liée à la concentration des levées du Trésor sur les maturités courtes qui devaient être refinancées au cours de la même année.

A l'image de l'année dernière, les levées du Trésor se sont concentrées sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans (hors maturités à très court

terme) avec une part de 76% contre 51% enregistrée en 2012 avec, toutefois, une disparité temporelle au niveau de la structure de ces levées.

En effet, durant les 7 premiers mois de 2013, le montant levé au titre des maturités moyennes et longues n'a pas dépassé 4,8 milliards DH ou 5% du volume global des levées durant cette période alors que les 5 derniers mois de 2013 ont enregistré une forte augmentation de ces maturités avec un montant émis de 36,1 milliards DH ou 47% du volume global des levées durant cette période.

Répartition des souscriptions par maturité

En MMDH	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Total	Part %
35 jours	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,0	3%
13 sem.	3,0	6,4	2,8	3,5	0,4	0,4	-	-	1,5	0,6	-	-	18,5	11%
26 sem.	1,8	5,6	4,1	5,4	6,7	2,6	3,1	4,4	1,4	0,4	-	0,1	35,5	20%
52 sem.	0,05	-	0,5	3,0	4,0	2,1	4,5	3,2	3,2	4,3	-	0,1	24,9	14%
2 ans	5,6	2,0	4,8	1,4	5,4	4,4	4,5	3,3	6,0	6,8	4,6	1,5	50,4	29%
5 ans	2,2	-	0,05	-	-	-	-	0,8	1,8	3,7	2,1	5,7	16,2	9%
10 ans	-	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	-	6,9	1,7	14,1	8%
15 ans	1,0	-	1,1	-	-	0,3	0,1	1,0	1,0	0,3	2,8	2,9	10,5	6%
20 ans	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	18,5	14,0	13,3	13,3	16,4	9,9	12,3	14,9	18,1	16,0	16,3	12,0	175,2	100%

Quant aux souscriptions nettes réalisées à fin décembre 2013, au titre des BDT émis par adjudication, elles se sont élevées à 56,3 milliards DH contre 42,5 milliards DH en 2012, soit une hausse de +7,3 milliards DH.

En MMDH	Souscriptions	Remboursements	Flux
Janvier	18,5	10,9	7,6
Février	14,0	10,8	3,2
Mars	13,3	5,3	8,0
Avril	13,3	7,4	5,9
Mai	16,4	14,0	2,4
Juin	9,9	6,4	3,5
Juillet	12,3	8,6	3,7
Août	14,9	10,3	4,6
Septembre	18,1	10,1	8,0
Octobre	16,0	11,5	4,5
Novembre	16,3	11,9	4,4
Décembre	12,0	11,7	0,3
Total	175,2	118,9	56,3

... CONJUGUEE A UNE HAUSSE DES TAUX DE RENDEMENT ADJUGES MOINS IMPORTANTE QU'EN 2012

Dans le sillage de l'évolution des taux demandés par les investisseurs, les taux retenus par le Trésor au cours de l'année 2013 se sont globalement inscrits en hausse comparativement à 2012 évoluant ainsi en trois phases distinctes :

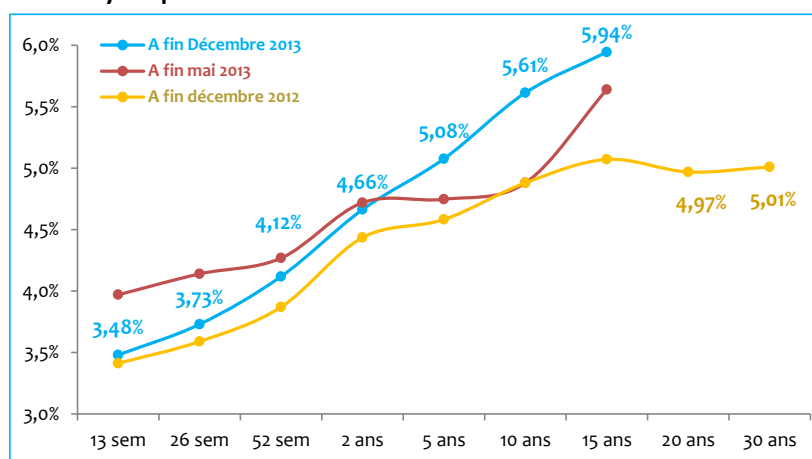
- une tendance haussière pendant les cinq premiers mois de l'année pendant laquelle les taux des maturités retenues par le Trésor ont connu une hausse moyenne de +42 pb. Par segment, les BDT de maturités inférieures ou égales à 2 ans ont enregistré une hausse de 44,8 pb. La hausse sur les BDT à 5 ans et à 15 ans a atteint 16,5 pb et 56,8 pb respectivement ;
- un mouvement baissier qui a débuté au mois de juin et s'est poursuivi le mois de juillet et ce, suite à la sortie sur le marché financier international. Durant cette deuxième phase, les taux retenus au titre des maturités inférieures ou égales à 2 ans

ont enregistré une baisse moyenne une hausse de -18,6 pb tandis que ceux des autres maturités sont restés pratiquement inchangés ; et

- une reprise de la tendance haussière des taux suite à la poursuite des levées importantes du Trésor sur le marché qui ont atteint une moyenne mensuelle de 15,5 milliards DH au cours des cinq derniers mois de l'année contre une moyenne de 14 milliards DH enregistrée pendant la période janvier - juillet 2014.

Au terme de cette troisième phase, les taux retenus ont enregistré une hausse de près de +14,1 pb. Cette tension des taux a été beaucoup plus prononcée sur les maturités 5 ans et plus qui ont connu une hausse de +44,9 pb tandis que les taux retenus sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans ont enregistré une baisse de -9 pb.

Taux moyens pondérés retenus



Ainsi et au terme de l'année 2013, la courbe des taux primaires a connu un mouvement de translation vers le haut par rapport à la courbe de fin 2012 mais avec des amplitudes différentes selon le segment de maturité. Ainsi, les BDT de

maturités supérieures à 5 ans ont connu une hausse moyenne de +70,0 pb alors que ceux de maturités inférieures ou égales à 2 ans ont connu une hausse moins importante atteignant 17,1 pb en raison principalement de la détente qu'ils ont enregistrée après la sortie sur le marché financier international intervenue le 22 mai 2013 et d'un

recours, par la suite, accru du Trésor aux maturités moyennes et longues.

Globalement, les TMP retenus en 2013 ont enregistré une hausse moyenne de +39,8 pb contre +53,4 pb enregistrée en 2012.

Evolution des TMP des bons émis par adjudication

	Déc. 12	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc. 13	Var. (pb)
13 sem	3,412%	3,900%	3,950%	3,957%	3,967%	3,970%	3,800%			3,480%	3,480%			+6,8
26 sem	3,590%	4,050%	4,082%	4,091%	4,104%	4,140%	4,000%	3,891%	3,816%	3,750%	3,750%		3,730%	+14,0
52 sem	3,870%	4,133%		4,251%	4,258%	4,268%	4,187%	4,103%	4,110M	4,110%	4,154%		4,118%	+24,8
2 ans	4,435%	4,505%	4,610%	4,617%	4,678%	4,719%	4,641%	4,559%	4,614%	4,647%	4,702%	4,706%	4,663%	+22,8
5 ans	4,582%			4,747%					4,902%	4,960%	5,037%	5,074%	5,076%	+49,4
10 ans	4,880%								5,350%	5,489%		5,588%	5,613%	+73,3
15 ans	5,071%	5,373%		5,639%			5,690%	5,660%	5,700%	5,765%	5,769%	5,866%	5,944%	+87,3



F inancement extérieur

EMISSION EN DOLLAR REUSSIE SUR LE MFI

Le Maroc a procédé le 22 mai 2013 à une augmentation du volume des titres de l'emprunt international mobilisé en décembre 2012, à travers l'émission de nouveaux titres portant les mêmes caractéristiques que les premiers. Par le biais de cette opération de réouverture, les volumes des deux tranches initiales, de 10 ans et de 30 ans, ont été augmentés de 500 et 250 millions dollar US respectivement. Le montant global de cet emprunt a été ainsi porté à 2,25 milliards dollar US.

Le Timing de cette sortie a été très approprié dans la mesure où les conditions se sont, par la suite, détériorées suite à l'annonce par la Fed de son intention d'opérer un changement d'orientation de sa politique monétaire. Ainsi, à l'instar des spreads des pays émergents, ceux des emprunts Maroc se sont élargis, par rapport aux niveaux observés à la date du lancement (22 mai) de l'émission, pour atteindre leurs niveaux les plus élevés à la fin du mois d'août, soit des augmentations de spreads de 156 pb et 121 pb respectivement pour les tranches 10 ans et 30 ans.



Concernant la notation de ce Tap, Standard & Poor's (S&P) et Fitch Ratings (Fitch) ont attribué la note « BBB - » (catégorie « Investment grade »), ce qui a conforté notre pays quant à sa capacité à mobiliser des fonds sur le MFI à des conditions favorables et ce, dans un contexte régional et international instable.

Cette émission, assortie de conditions de taux d'intérêt plus favorables que sur le marché domestique, a permis de consolider les avoirs extérieurs, réduire la pression sur la liquidité du marché monétaire et favoriser ainsi la détente des taux d'intérêt sur le marché intérieur.

Maturité	10 ans (11/12/ 2022)	30 ans (11/12/2042)
Montant	500 millions dollar US	250 millions dollar US
Coupon	4,25%	5,50%
Taux de rendement	4,216	5,567
Spread / US Treasury	220 pb	237,5 pb
Prix de lancement	100,26%	99,03%
Chefs de file conjoints	Barclays /BNP Paribas/Citi/ Natixis	

TIRAGES SUR EMPRUNTS EXTERIEURS

Les tirages mobilisés par le Trésor en 2013 ont porté sur un montant de 23,0 milliards DH contre 23,1 milliards DH en 2012. Ces ressources ont financé les appuis aux programmes de réformes structurelles et sectorielles pour un montant de 14,7 milliards DH, une partie des projets inscrits dans le Budget de l'Etat pour un montant de 1,9 milliard DH ; le reliquat étant constitué des recettes de l'emprunt sur le MFI qui ont contribué au financement du déficit budgétaire.

Le montant de 14,7 milliards DH mobilisés en 2013 pour les réformes témoigne des efforts considérables qui ont été déployés auprès des créanciers multilatéraux pour la mobilisation de ces fonds destinés au financement des réformes structurelles touchant plusieurs domaines parmi lesquels on peut citer :

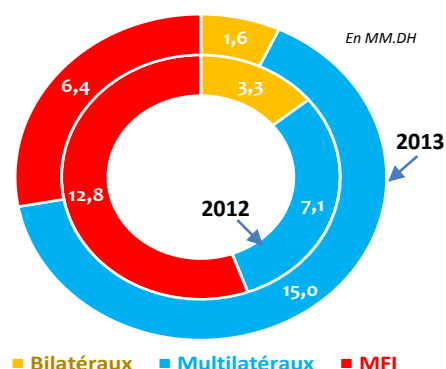
- la Croissance Verte qui a bénéficié d'un montant de 2 461 millions DH mobilisés auprès de la BIRD ;
- le Plan Maroc Vert pour un montant de 2 314 millions DH auprès de la BIRD, la BAD, la France et la BEI ;
- la Gouvernance pour un montant de 1 689 millions DH auprès de la BIRD ;

- le secteur financier pour un montant de 1 509 millions DH auprès du FMA ; et
- la Compétitivité pour un montant de 1 375 millions DH auprès de la BIRD.

Pour ce qui est des projets d'investissement, le montant de 1,9 milliard DH mobilisés en 2013 a financé principalement les secteurs :

- de l'Eau et barrages pour un montant de 545 millions DH auprès de la BIRD, la BAD, le FADES, le FKDEA, l'OPEC et le Japon ;
- des Routes et développement rural pour un montant de 510 millions DH auprès de la BIRD et de la France ; et
- des PME pour un montant de 417 millions DH auprès de la BIRD.

Tirages par catégorie de créanciers



En 2013, les flux nets des emprunts extérieurs du Trésor ont atteint un niveau de 15,0 milliards DH, soit une légère baisse de 0,2 milliard DH par rapport aux flux enregistrés en 2012.

Flux nets de la dette extérieure du Trésor par groupe de créanciers

M.DH	2012	2013	Var.
Marché financier international	12 839	6 422	-6 417
Bilatéraux	0	-1 771	-1 771
Multilatéraux	2 411	10 358	7 947
Total	15 250	15 009	-241

Cette quasi-stabilité des flux nets de de la dette extérieure recèle, toutefois, une évolution différenciée selon les sources de financement. En effet, alors que les mobilisations sur le MFI et auprès des créanciers bilatéraux ont baissé de près de 8,2 milliards DH entre 2012 et 2013, celles réalisées auprès des créanciers multilatéraux ont enregistré un rebond significatif de près de 8 milliards DH destinées essentiellement au financement des réformes structurelles engagées par notre pays.

Structure de la dette du Trésor



Profil de la dette du Trésor



Au terme de l'année 2013, l'encours de la dette du Trésor s'est élevé à 554,3 milliards DH contre 493,7 milliards DH à fin 2012, en hausse de 60,6 milliards DH ou 12%. A noter que cette hausse est moins importante que celle enregistrée en 2012 et qui a atteint 62,8 MM.DH ou 15% par rapport à 2011.

Par type de dette, l'encours de la dette intérieure a atteint 424,5 milliards DH à fin 2013, en hausse de 47,7 milliards DH ou 12,6% par rapport à 2012 et celui de la dette extérieure 129,8 milliards DH, en augmentation de 12,9 milliards DH ou 11,1% par rapport à 2012. De ce fait, la part de la dette intérieure dans le portefeuille de la dette du Trésor ressort à 77% et celle de la dette extérieure à 23 %.

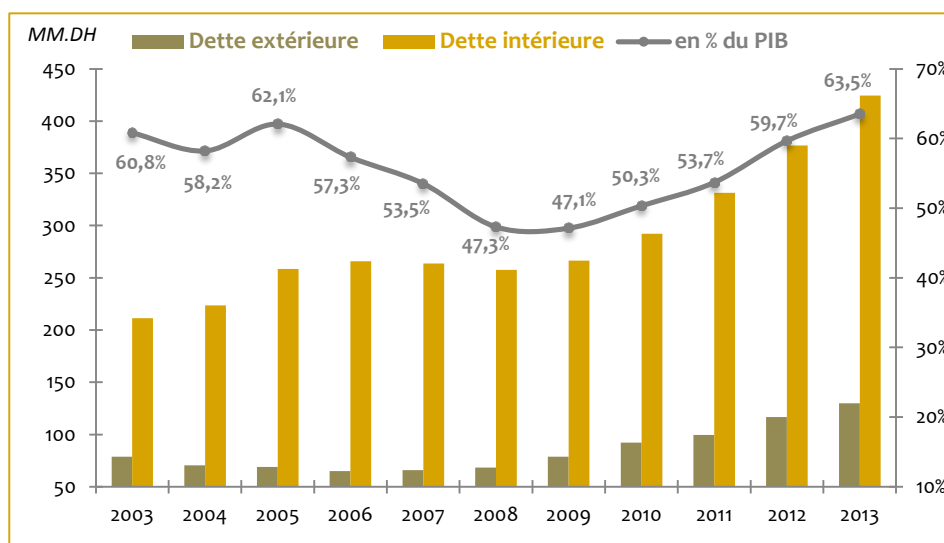
en ligne avec les objectifs retenus pour le portefeuille benchmark (80% dette intérieure/20% dette extérieure).

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 63,5% à fin 2013 contre 59,7% à fin 2012. Ce ratio a atteint 48,6% au titre de la dette intérieure et 14,9% au titre de la dette extérieure contre respectivement 45,5% et 14,1% à fin 2012.

Ainsi et après le cycle d'amélioration continue enregistré sur la période 2000-2009 (68,1% en 2000 à 47,1% en 2009), le ratio de la dette du Trésor rapporté au PIB a entamé un trend haussier depuis 4 ans et ce, suite à l'augmentation des besoins de financement du Trésor comme conséquence de l'augmentation des déficits budgétaires réalisés au cours de ces dernières années.

Cette évolution est le résultat de la politique budgétaire contra-cyclique adoptée par le Gouvernement pour faire face à plusieurs chocs exogènes (crise économique-financière internationale, flambée des cours des matières premières et des produits de base, stagnation voire récession des économies des principaux pays européens partenaires sécheresse, contexte politique régional perturbé) et visant à privilégier la promotion de la demande intérieure dans ses deux composantes que sont l'investissement et la consommation, principal moteur de la croissance économique, afin notamment de suppléer à la baisse de la demande étrangère adressée à notre pays du fait de la contraction de l'activité économique chez nos partenaires européens.

Evolution de la dette du Trésor



STRUCTURE PAR INSTRUMENT

La dette du Trésor est composée essentiellement de dette négociable avec une part de 81% dont 75% au titre de BDT émis sur le marché des adjudications et 6% au titre des Eurobonds émis sur le MFI.

La dette non négociable représente 19% du portefeuille de la dette du Trésor et est constituée essentiellement de la dette extérieure contractée auprès des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux.

Répartition de l'encours de la dette du Trésor par instrument*

En M.DH	2012		2013		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dette négociable	386 661	78%	447 938	81%	61 277
Adjudications	356 721	72%	412 971	75%	56 250
Eurobonds	29 940	6%	34 967	6%	5 027
Dette non négociable	107 016	22%	106 324	19%	-692
Emprunts intérieurs	18 204	4%	9 861	2%	-8 343
Emprunts extérieurs	88 812	18%	96 463	17%	7 651
Total	493 677	100%	554 262	100%	60 585

*Cette répartition ne tient pas compte de la reclassification des Eurobonds détenus par les résidents.

STRUCTURE PAR MATURITE INITIALE

L'encours de la dette intérieure négociable est composé majoritairement (74%) de BDT de maturités supérieures ou égales à 5 ans. Le reste étant réparti à hauteur de 18,6% en bons à 2 ans, 5,6% en bons à 52 semaines et 2,0% en bons à 26 semaines.

La dette extérieure négociable du Trésor est constituée exclusivement des émissions obligataires sur le MFI ayant des maturités initiales de 10 ans et 30 ans.

Répartition de l'encours de la dette négociable du Trésor par maturité initiale

	13sem	26 sem	52 sem	2 ans	5 ans	10 ans*	15 ans	20 ans	30 ans*
Encours	60	8 903	24 891	83 222	94 328	120 510	86 640	21 461	7 924
Part	-	2%	5,6%	18,6%	21,1%	26,9%	19,3%	4,8%	1,8%

* y compris les eurobonds

STRUCTURE PAR TAUX D'INTERET

A fin 2013, l'encours de la dette du Trésor à taux fixes représente près de 91,4% de l'encours global, en quasi-stabilité par rapport à 2012.

Par intervalle de taux, la répartition en 2013 de la dette intérieure du Trésor montre que 68% de l'encours est assorti de taux d'intérêt fixes compris entre 4% et 6% alors que 27% de cet encours est assorti de taux d'intérêt inférieurs à 4%. Cette situation s'explique essentiellement par l'amélioration des conditions de financement du Trésor qui a permis le renouvellement des dettes anciennes assorties de taux élevés par l'émission de bons du Trésor à des taux moins élevés.

Pour ce qui est de la dette extérieure, la structure par type de taux d'intérêt se présente, à fin 2013, comme suit :

- 63,4% de la dette extérieure est assortie de taux d'intérêt fixes dont 13,8% avec des taux d'intérêt inférieurs à 3,5% et 48,9% avec des taux se situant entre 3,5 et 5,5% ;
- 36,6% de la dette extérieure est assortie de taux d'intérêt variables dont 34,2% indexés sur l'Euribor/Libor € à 6 mois et 1,9% sur le Libor \$us à 6 mois.

STRUCTURE PAR DEVICES

Le portefeuille de la dette du Trésor est dominé par la dette libellée en dirhams. En effet, la part de la dette libellée en dirhams s'est établie à 76% en 2013, soit la même part que l'année précédente.

Concernant le portefeuille de la dette extérieure du Trésor, l'évolution de sa composition par devises a été caractérisée, depuis les années 2000, par le renforcement de la part de la dette libellée en euro au détriment de celle en \$us et en Yen japonais.

Cette évolution s'est traduite par un rapprochement significatif de la structure par devises dudit portefeuille vers celle du portefeuille repère «Benchmark» (80% en euro et 20% en \$us et devises qui lui sont liées) permettant d'atténuer l'exposition aux fluctuations des cours de change des devises et de minimiser leur impact sur le stock et le service de cette dette.

Ainsi et à fin 2013, la part de la dette libellée en euro dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 77,2% contre 36,9% en 2000.

Quant aux parts des dettes libellées en dollar US et devises liées et en yen japonais, elles ont fortement régressé passant de 54,6% en 2000 à près de 16,8% à fin 2013.

L'amélioration de la composition du portefeuille de la dette extérieure du Trésor par devise est le résultat à la fois de la politique de financement extérieur du Trésor qui privilégie le choix de l'euro comme devise de base des nouveaux emprunts mobilisés notamment auprès de la BIRD et la BAD et de la stratégie de gestion active de la dette extérieure poursuivie depuis près de deux décennies à travers notamment la conversion en euro de certains prêts de la BIRD et le swap en euro de l'emprunt obligataire mobilisé sur le marché financier international en 2012 portant sur un montant de 1 milliard \$us.

Structure de l'encours de la dette du Trésor par devises

En M.DH	2012		2013	
	Volume	Part	Volume	Part
MAD	374 925	76%	422 338	76%
EUR	91 461	18%	102 365	18%
USD	15 487	3%	18 411	3%
KWD	3 627	1%	3 365	1%
JPY	3 737	1%	3 405	1%
Autres	4 439	1%	4 379	1%
Total	493 677	100%	554 262	100%



SERVICE DE LA DETTE DU TRÉSOR

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions réglées durant l'année 2013 se sont élevées à 151,6 milliards DH, soit une hausse de 44,4 milliards DH ou 41% par rapport à 2012 (107,2 MM.DH). Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation des charges en principal de la dette intérieure en relation avec la structure des levées des années précédentes.

LES CHARGES EN INTERETS ET COMMISSIONS

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à 23,3 milliards DH, en hausse de 2,6 milliards DH par rapport à 2012 (20,7 milliards DH). Rapportées au PIB, les charges en intérêts représentent 2,6% contre 2,5% en 2012. Par rapport aux recettes ordinaires, elles représentent 11,4% à fin 2013, en hausse de 1 point comparativement à 2012.

Pour ce qui est des charges en intérêts et commissions de la dette intérieure payées en 2013, celles-ci ont augmenté de près de 2,1 milliards DH pour se situer autour de 19,4 milliards DH. Cette hausse s'explique essentiellement par

l'augmentation de l'encours des bons du Trésor en 2012 avec un flux net de 42,5 milliards DH.

Quant au taux de réalisation des charges en intérêts et commissions par rapport aux prévisions de la loi de Finances 2013, il se situe aux alentours de 99,3%.

S'agissant de la dette extérieure du Trésor, les charges en intérêts et commissions se sont établies en 2013 à 3,9 milliards DH contre 3,4 milliards DH en 2012, soit une hausse de 0,5 milliard DH (14%).

Cette hausse découle principalement de la hausse des intérêts facturés au titre des Eurobonds en raison notamment de la réouverture de l'émission en dollar sur le MFI et qui ont été atténués par le recul des charges réglées au titre des emprunts à taux flottants, notamment l'EURIBOR à 6 mois, dont le taux moyen facturé durant l'année 2013 a baissé de 116 pb par rapport à 2012.

Charges en intérêt et commissions par source de financement

En M.DH	2012		2013		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dette intérieure	17 335	84%	19 418	83%	2 083
Adjudications	15 067	73%	16 864	72%	1797
Autres	2 269	11%	2 554	11%	285
Dette extérieure	3 395	16%	3 882	17%	487
Créanciers bilatéraux	1 114	5%	954	4%	-160
Créanciers multilatéraux	1 466	7%	1 280	6%	-186
MFI	815	4%	1648	7%	833
Charges totales	20 730	100%	23 300	100%	2 570

LES CHARGES EN PRINCIPAL

Les charges en principal de la dette du Trésor se sont établies, en 2013, à 128,3 milliards DH contre 86,5 milliards DH en 2012, soit une hausse de 41,8 milliards DH ou 48%.

Les charges en principal payées en 2013 au titre de la dette intérieure ont totalisé près de 120,3 milliards DH, en hausse de 41,7 milliards DH par rapport à 2012.

Cette hausse des amortissements est imputable essentiellement à l'augmentation des remboursements au titre des BDT de maturités 2 ans, 26 semaines et 13 semaines ; elle-même imputable à la structure des mobilisations de 2011 concernant les tombées des BDT à 2 ans et de 2013 pour les deux autres maturités.

Quant aux amortissements de la dette extérieure du Trésor, ils se sont établis à 8,0 milliards DH contre 7,9 milliards DH en 2012, soit une hausse limitée de près de 0,1 milliard DH. Cette augmentation a concerné essentiellement les remboursements réalisés au profit des créanciers bilatéraux.

Charges en principal par source de financement

<i>En M.DH</i>	2012		2013		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dettes intérieure	78 604	91%	120 333	94%	41 729
Adjudications	77 768	90%	118 937	93%	41 168
Autres	835	1%	1 396	1%	561
Dettes extérieure	7 897	9%	8 006	6%	109
Créanciers bilatéraux	3 258	4%	3 361	3%	103
Créanciers multilatéraux	4 639	5%	4 645	4%	6
Total	86 500	100%	128 338	100%	41 838



Indicateurs de coût et de risques

Le pilotage de la gestion de la dette s'exerce dans un cadre qui s'appuie sur la stratégie de financement précédemment mentionnée et qui est déclinée en objectifs dont l'appréciation de leur degré de réalisation s'effectue grâce au suivi des indicateurs de coût et de risque ci-après.

INDICATEURS DE COUT

Le coût moyen de la dette du Trésor

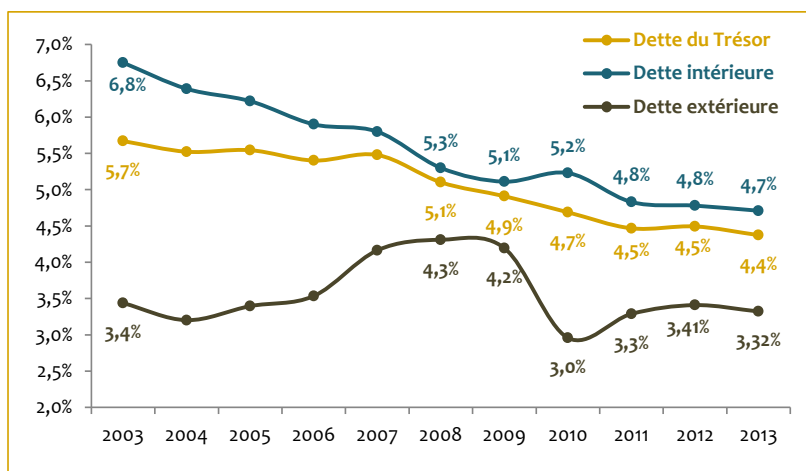
Le coût moyen de la dette du Trésor (ou coût apparent) ressort à 4,4% en 2013, en baisse de près de 10 pb par rapport à son niveau enregistré en 2012.

Cette baisse est imputable à la baisse du coût moyen de la dette aussi bien intérieure et extérieure. Pour ce qui est de la dette intérieure et malgré la hausse des taux d'intérêt enregistrée en 2013, le coût moyen de la dette intérieure s'est établi à 4,71% en légère baisse de 7 pb par rapport à l'an passé (4,78%) en raison essentiellement du renouvellement de dettes à long terme assorties de taux d'intérêt élevés et arrivant à échéance par de nouvelles émissions à des taux d'intérêt moins élevés.

A cet effet, il y a lieu de souligner que la répartition de l'encours de la dette intérieure par taux d'intérêt entre 2011 et 2013 fait ressortir que la part de l'encours des BDT assortie de taux d'intérêt supérieurs ou égaux à 8% a diminué passant de 1,5% en 2011 à 0,5% en 2012 puis à 0,3% en 2013..

Pour ce qui est de la dette extérieure, son coût moyen s'est établi à 3,3% contre 3,4% en 2012, soit une baisse de 10 pb. Cette légère baisse s'explique essentiellement par la détente observée au niveau des taux d'intérêt flottants en euros facturés en 2013 (34,2% du portefeuille de la dette extérieure du Trésor) et qui ont enregistré en moyenne une baisse de 116 pb par rapport à leur niveau de 2012.

Evolution du coût moyen de la dette du Trésor

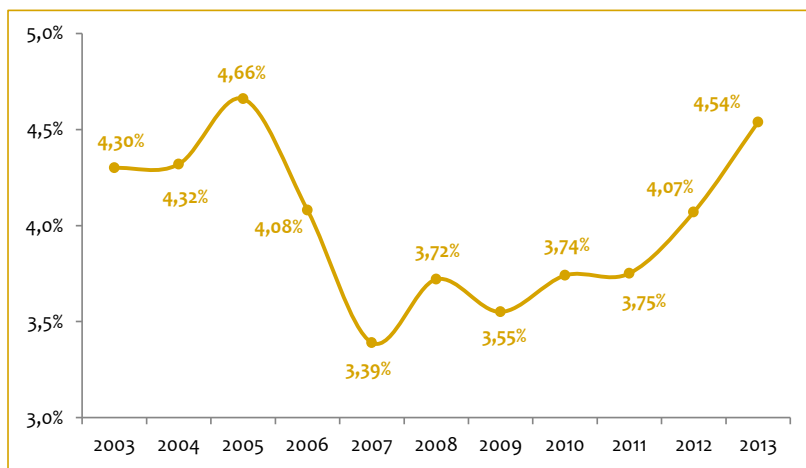


Le taux moyen pondéré des émissions par adjudication

En 2013, le taux moyen pondéré des émissions réalisées sur le marché des adjudications, non compris les émissions à très court terme, ressort à 4,54%, soit une augmentation de 47 pb par rapport à celui enregistré à fin 2012 (4,07%). Cette hausse s'explique essentiellement par la tendance haussière des taux primaires constatée au cours de 2013.

Par terme, cet indicateur s'est établi à 4,04% pour les émissions des BDT à CT, à 4,73% pour le MT et 5,63% pour le LT contre respectivement 3,51%, 4,08% et 4,55% en 2012.

Evolution du TMP à l'émission

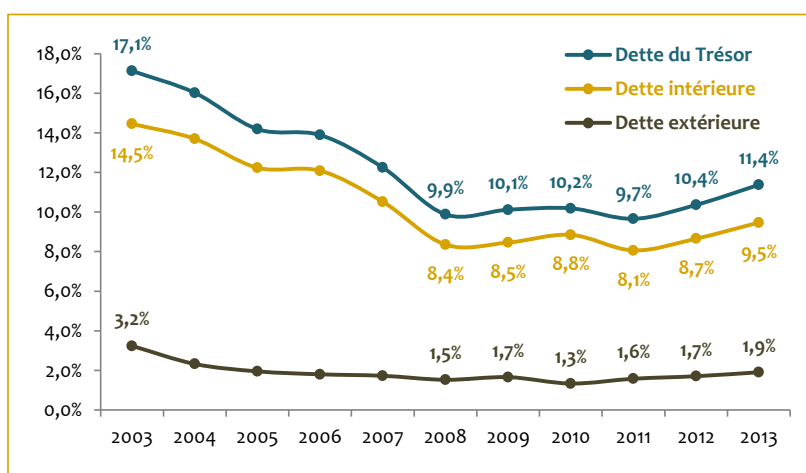


Charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires

A fin 2013, le ratio des charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires hors TVA des collectivités locales, s'est établi à 11,4% contre 10,4% en 2012, soit une hausse de 1 point.

Cette évolution est surtout imputable à la hausse du ratio des charges en intérêts/recettes ordinaires de la dette intérieure qui s'est établi à 9,5% à fin 2013 contre 8,7% à fin 2012 ; laquelle s'explique essentiellement par une hausse des charges en intérêt en 2013 par rapport à 2012 plus importante (12%) que celle des recettes ordinaires (2%).

Evolution du ratio Charges en intérêts / Recettes ordinaires



Sensibilité du Portefeuille de la dette extérieure du Trésor par rapport aux fluctuations des taux d'intérêt.

Sur la période 2003-2013, le coût apparent de la dette extérieure du Trésor s'est situé en moyenne aux alentours de 3,6% pour s'établir à 3,3% à fin 2013 contre 3,4% en 2003. Cette stabilisation du coût apparent est d'autant plus appréciable qu'elle s'est accompagnée d'une amélioration significative de la durée moyenne de remboursement qui est passée de 5,7 ans en 2003 à 9 ans en 2013, ce qui atteste de l'optimisation du coût financier lié à l'endettement extérieur du Trésor.

Par ailleurs et sur la même la période, la structure de la dette extérieure par type de taux d'intérêt a été caractérisée par une contraction des dettes assorties des taux semi-fixes dont la part est passée de 13,3% en 2003 à 0,1% en 2013 et ce, grâce à l'amélioration relative de la proportion des dettes à taux fixes qui s'est établie en 2013 à 63,4% contre 51% enregistrée au début de la période d'analyse.

Cependant, la dette assortie de taux flottant s'est maintenue autour d'une proportion moyenne de 35,6% passant de 35,8% en 2003 à 36,4% en 2013 (dont 34,2% en Euro, 2,1 % en \$US et 0,1% en ¥).

De ce fait, les risques liés aux fluctuations des taux d'intérêt sur le portefeuille de la dette extérieure du Trésor sont maîtrisés. En effet, les simulations réalisées sur la base d'un choc de 100 pb sur les niveaux des taux flottants font ressortir une hausse limitée du service de la dette extérieure du Trésor ne dépassant pas 3,9% en 2013 et 6,4% en 2014.

INDICATEURS DE RISQUE

Risque de refinancement (roll-over)

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

Part du court terme

La part du court terme dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 16,8% en hausse de 1,3 point de pourcentage par rapport au niveau enregistré en 2012.

Cette légère augmentation s'explique essentiellement par la hausse de la part du CT dans le portefeuille de la dette intérieure qui est passée de 18% à 20% à fin 2013 en raison notamment de la concentration des levées du Trésor sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans au cours de ces deux dernières années.

Quant à la dette extérieure, la part des remboursements à moins d'un an au titre du principal s'est maintenue à 6,2% du total de l'encours de cette dette.

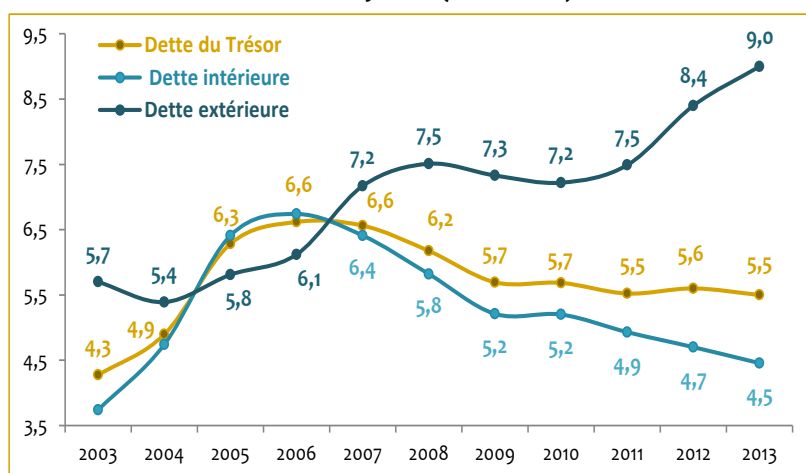
Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor s'est établie à 5 ans et 6 mois, en baisse d'un mois par rapport à 2012.

Par type de dette, la durée de vie moyenne de la dette intérieure s'est établie à 4 ans et 5 mois en baisse de 3 mois par rapport à 2012. Cette baisse s'explique essentiellement par la concentration des levées du Trésor sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans avec une part de 76%.

Concernant la dette extérieure et compte tenu du caractère amortissable des emprunts contractés auprès des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux (remboursements étalés sur la durée des prêts et non in fine), la durée de remboursement restante moyenne s'élève à fin 2013 à 9 ans, en hausse de près de 7 mois par rapport à fin 2012.

Evolution de la durée de vie moyenne (en années)



Risque de financement ou de liquidité

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

Taux de couverture mensuel des émissions sur le marché des adjudications

En 2013, le taux de couverture mensuel des émissions du Trésor par les soumissions des investisseurs s'est établi à 240% contre 210% en 2012. Cette hausse s'explique par la hausse de la demande des investisseurs sur le marché des adjudications.

Pour ce qui est des financements extérieurs, au-delà des financements classiques (bilatéraux et multilatéraux) qui ont un caractère stable, il y a la capacité du pays à accéder au MFI et à mobiliser des fonds avec des conditions favorables.

Durant ces dernières années, le Maroc a fait preuve d'une capacité remarquable de lever sur ce marché tout en améliorant constamment le coût de son financement et en diversifiant aussi bien sa base d'investisseurs (marché de l'euro, marché du dollar) que ses instruments (10 ans, 30 ans). Cette capacité a été préservée grâce à la stabilité politique du pays, à la résilience de son économie et à sa capacité à poursuivre les réformes structurelles, ce qui lui a permis de maintenir sa notation dans la catégorie « investment grade » par les agences de notation malgré les contextes régional et international perturbés.

Risque de taux d'intérêt

A fin 2013, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'élève à 36,6%, s'écartant de 6,6% de la composition cible du Benchmark. Cet écart est dû essentiellement au choix effectué par le Trésor, au cours des dernières années, de se financer à des taux variable auprès des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux et ce, pour bénéficier des niveaux historiquement bas des taux d'intérêt suite aux politiques monétaires accommodantes notamment de la Fed et de la BCE.

Cet écart aurait pu être plus important si le Trésor n'avait pas recouru aux opérations de swap de taux d'intérêt réalisées. En effet, 7 opérations de swap de taux ont été réalisées, en 2010 et 2011, par le Trésor en vue de fixer le taux d'intérêt d'une part de la dette extérieure du Trésor assortie de taux variables. Ceci a permis au Trésor de réduire la part des prêts à taux variables à 31,8% à fin 2012.

En 2013, après l'annonce par la Fed du maintien du niveau de son taux directeur au moins jusqu'à 2014 et les décisions prises par la BCE (baisse de son taux directeur à 2 reprises et son engagement à maintenir ce taux à son niveau actuel pour une période prolongée en vue de relancer la croissance économique dans la zone euro), il avait été jugé opportun de sursoir temporairement aux opérations de swap de taux d'intérêt en 2013. Même si cette décision a impactée la structure du portefeuille dont la part à taux variables s'est écartée de 6,6% des objectifs du Benchmark, elle a permis au Trésor de profiter des niveaux très bas des taux d'intérêt dans un contexte moins favorable au risque d'augmentation des taux.

Risque de change

A fin 2013, la composition du portefeuille de la dette extérieure en termes de devises est de 77,2% en euro et 16,8% en dollar américain s'approchant davantage de la structure cible du Benchmark qui préconise une part de 80% en euro et 20% en dollar américain. Ceci est le résultat conjugué du choix approprié des devises pour les nouveaux prêts et de la gestion active de la dette extérieure

à travers notamment le recours aux opérations de swap de devises.

Sensibilité du Portefeuille de la dette extérieure du Trésor par rapport aux fluctuations des cours des devises

L'évolution de la composition par devises du portefeuille de la dette extérieure du Trésor a été caractérisée par le renforcement de la part de la dette extérieure libellée en Euro auquel le dirham est lié à 80%, au détriment de celle en \$US et en Yen japonais qui demeurent les sources de volatilité de l'encours et ce, conformément à l'objectif retenu en matière de gestion de la dette extérieure qui vise à faire converger la structure par devises dudit portefeuille vers celle du portefeuille repère « Benchmark » qui permet d'optimiser les coûts et les risques qui y sont associés. La composition en devises du Benchmark est liée à celle du panier du dirham et partant à la structure des échanges extérieurs de notre pays avec le reste du monde.

L'évaluation du degré de sensibilité du stock de la dette extérieure du Trésor aux fluctuations des devises internationales composant ladite dette, fait ressortir la nette amélioration du profil par devises.

En effet, en 2012 et 2013 et malgré la grande volatilité du Yen et du \$us par rapport à l'Euro et qui s'est traduite par des variations absolues du Yen et du \$US et devises liées par rapport au dirham allant respectivement de 12% à 20% et de 2% à 3%, l'impact de change sur l'encours de la dette extérieure du Trésor s'est limité à près de 0,3% en 2012 et à près de 0,8% en 2013 et ce, grâce au rapprochement de sa structure en devises à celles du Benchmark.

Ledit impact aurait été équivalent à 1,1% et à 2,2% en 2012 et 2013 respectivement, si la structure en devises de 2003 avait été maintenue inchangée.

Part de la dette à taux variable

La part de la dette à taux variable dans le portefeuille de la dette du Trésor ne dépasse pas 8,6%.

Part de la dette nécessitant un refixing

La part de la dette du Trésor nécessitant un refixing de son coût de financement (dette à taux variable et dette à court terme) est de l'ordre de 25.4%, inférieure au seuil de 30% jugé tolérable.



Dette intérieure garantie

A fin 2013, la dette intérieure assortie de la garantie de l'Etat a atteint 19,6 milliards DH contre 18,1 milliards DH à fin décembre 2012, enregistrant ainsi une hausse de 1,5 milliard DH ou de 8%.

Cette hausse résulte de l'émission de deux emprunts obligataires en 2013 pour un montant global de 2200 millions DH dont 1 200 millions DH par Autoroute du Maroc et 1 000 millions DH par Tanger MED atténuée par les remboursements réalisés par les établissements publics au titre des émissions antérieures pour un montant de 651 millions DH.

A fin 2013, les principaux établissements bénéficiant de la garantie de l'Etat pour la mobilisation d'emprunts intérieurs sont Autoroute du Maroc et Tanger MED avec des parts de 68% et 13% respectivement de l'encours total de la dette garantie.

Par maturité résiduelle, l'encours de la dette garantie est essentiellement à long terme avec une part de 80%.

Concernant le montant des tombées de la dette intérieure garantie, il a atteint 1 574 millions DH en 2013 dont 651 millions DH au titre du principal, en quasi stabilité par rapport à 2012, et 923 millions DH au titre des intérêts, en hausse de 14% par rapport à 2012.

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

- le ratio dette intérieure garantie /PIB ressort à 2,21% à fin 2013 contre 2,18% à fin 2012 enregistrant, ainsi, une augmentation de 0,03 point de PIB par rapport à 2012 ;
- la durée de vie moyenne à fin décembre 2013 s'est établie à 11 ans et 10 mois, en baisse de 3 mois par rapport à fin 2012 (12 ans et 1 mois) ;
- le coût moyen de la dette garantie à fin 2013 a atteint 5,11% en baisse de 2 points de base relativement à 2012 (5,13%).

Au total, l'encours de la dette intérieure publique marque une hausse de près de 12,5% pour passer de 394,9 milliards DH à fin 2012 à près de 444,1 milliards DH à fin 2013. La dette garantie représente ainsi près de 4,4% de la dette intérieure publique contre 4,6% à fin 2012.

Gestion active de la dette du Trésor



Dette intérieure du Trésor

Dans le cadre de la gestion active de la dette intérieure, la Direction du Trésor recourt à des opérations de rachat et d'échange de BDT dans l'objectif :

- d'atténuer le risque de refinancement à travers le lissage de l'échéancier de la dette intérieure en réduisant les pics de remboursement ; et
- de renforcer la liquidité des valeurs du Trésor sur le marché secondaire dans le but de diminuer, à moyen terme, le coût d'endettement du Trésor et ce, à travers une réduction du nombre de lignes en circulation et l'augmentation de leurs encours.

Après les opérations d'échange inaugurales réalisées en 2011, la Direction du Trésor a pu mettre en place, à la fin de l'année 2013, les premières opérations de rachat.

Caractéristiques des opérations

Les opérations de rachat ont été réalisées les 26 et 27 décembre 2013 en concertation avec les banques IVT. Les lignes rachetées ont concerné des BDT à 13 semaines et 2 ans avec date d'échéance le 06/01/2014 et des BDT à 26 semaines arrivant à échéance le 20/01/2014. Le montant total racheté s'est établi à 2 586,3 milliards DH.

Impact sur la trésorerie

Les deux opérations de rachat dont le règlement est intervenu le 30/12/2013 ont permis de baisser le solde du CCT de fin d'année d'un montant de 2,7 milliards DH qui s'est ainsi établi à près de 2,9 milliards DH le 30/12/2013 au lieu de 5,6 milliards DH.

Economie en terme de charge en intérêts

Les opérations de rachat ont permis de réaliser des économies au titre des charges en intérêts de la dette intérieure de janvier 2014 de près de 2,5 millions DH, dans la mesure où le Trésor n'a remboursé que le coupon couru entre la date de paiement du dernier coupon des lignes rachetées et la date de règlement des opérations au lieu de payer la totalité des intérêts.

Impact sur l'encours de la dette

Les opérations de rachat ont eu un impact direct sur l'encours de la dette intérieure. Ainsi et au terme de l'année 2013, l'encours de la dette a été réduit de 2,6 milliards DH s'établissant à 424,5 milliards DH et le ratio de la dette intérieure par rapport au PIB réduit de 0,3% atteignant 48,6%.

Au final, ces premières opérations de rachat ont été positives à plusieurs égards. Elles ont, ainsi, permis d'atteindre les objectifs suivants :

- Un reprofilage de l'échéancier de la dette intérieure en atténuant les pics de remboursement du mois de janvier 2014 et induisant une baisse équivalente du besoin de financement de ce mois ;
- Une amélioration de l'indicateur relatif à l'encours de la dette par rapport au PIB ;
- Une réduction des disponibilités du CCT ; et
- Des économies en termes de charges en intérêts.



Dette extérieure du Trésor

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 2013 a été caractérisée par le traitement d'un montant de l'ordre de 60,4 millions DH portant ainsi le montant total traité dans ce cadre depuis 1996 à près de 73 milliards DH.

Ainsi, les principales actions entreprises au cours de cette année ont concerné essentiellement :

- la poursuite des opérations de financement des projets retenus dans le cadre des Accords de conversion conclus avec l'Espagne et l'Italie ; et
- la conclusion d'un nouvel Accord de conversion de dettes en investissements publics avec l'Italie portant sur une enveloppe de 15 millions € .

Poursuite de la réalisation des projets financés à travers les Accords de conversion conclus avec l'Espagne et l'Italie

Les projets financés dans le cadre des Accords de conversion de dettes en investissements publics conclus avec l'Espagne (50 millions €) et l'Italie (20 millions €) ont permis de convertir, au titre de l'année 2013, 60,4 millions DH de dettes dues par le Maroc à ces créanciers, en investissements publics. Ce montant est réparti comme suit :

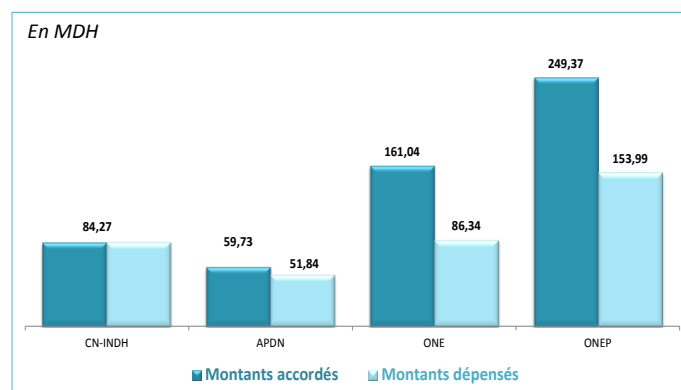
- 54,7 millions DH convertis dans le cadre du Programme de conversion de dettes conclu avec l'Espagne à travers le financement de projets d'assainissement liquide réalisés par la Branche eau de l'Office Nationale de l'Electricité et de l'Eau Potable au niveau des villes de Chefchaouen et Saidia (21,3 millions DH) et de projets d'acquisition et d'installation d'équipements électriques au profit de la Branche électricité de l'Office (33,4 millions DH) ;
- 5,8 millions DH ont été convertis dans le cadre de l'Accord conclu avec l'Italie dont 3,4 millions DH au titre du Programme de renforcement des capacités des associations marocaines réalisé par l'Agence de Développement Social et 2,46 millions DH dans le cadre de projets relevant de l'INDH.

Ainsi et à fin 2013, le montant total converti pour l'ensemble des projets financés à travers le Programme de conversion de dettes conclu avec l'Espagne a atteint 376,4 millions DH, soit un taux d'utilisation de 68%. Pour ce qui est de l'Accord conclu avec l'Italie, le montant total converti a atteint 199,5 millions DH soit un taux d'utilisation de 89%.

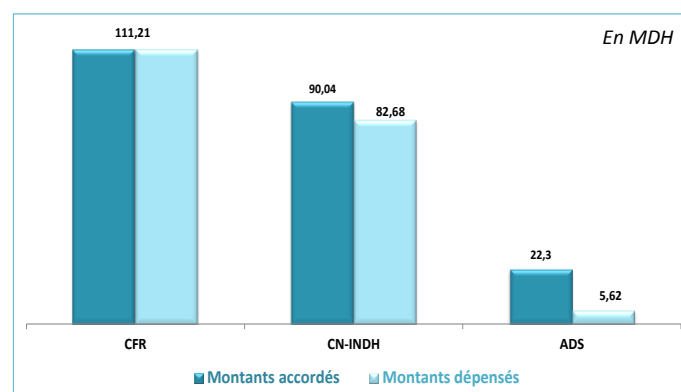
Conclusion d'un nouvel Accord de conversion en investissements publics avec l'Italie

Suite aux résultats probants des 3 premiers Accords conclus entre le Maroc et l'Italie en 2000, 2004 et 2009, les deux pays ont procédé, en date du 9 avril 2013, à la conclusion d'un quatrième

Situation de l'enveloppe de 50 M€ du Programme de conversion de dettes conclu avec l'Espagne



Situation de l'enveloppe de 20 M€ de l'Accord de conversion de dettes conclu avec l'Italie



Accord de conversion de dettes en investissements publics portant sur une enveloppe de 15 millions €. L'enveloppe de cet Accord a été dédiée au financement de :

- projets relevant de la deuxième phase de l'Initiative National pour le Développement Humain pour un montant de 12 millions €;
- projets de préservation du patrimoine archéologique à hauteur d'un montant de 2 millions € ; et
- formations au profit du personnel médical pour un montant de 1 million €.

Dette extérieure publique



Profil de la dette extérieure publique



En 2013, la dette extérieure publique s'est caractérisée par la poursuite de sa tendance haussière entamée depuis 2007 et a enregistré un encours de 234,7 milliards DH, soit une progression de 10,3% ou 22 milliards DH par rapport à 2012. Cette évolution est due au recours à des ressources extérieures, notamment celles assorties de conditions financières concessionnelles et avantageuses, pour couvrir les besoins de financement tant du Trésor que des établissements et entreprises publics dans un contexte marqué par des déficits budgétaire et du compte courant de la balance des paiements.

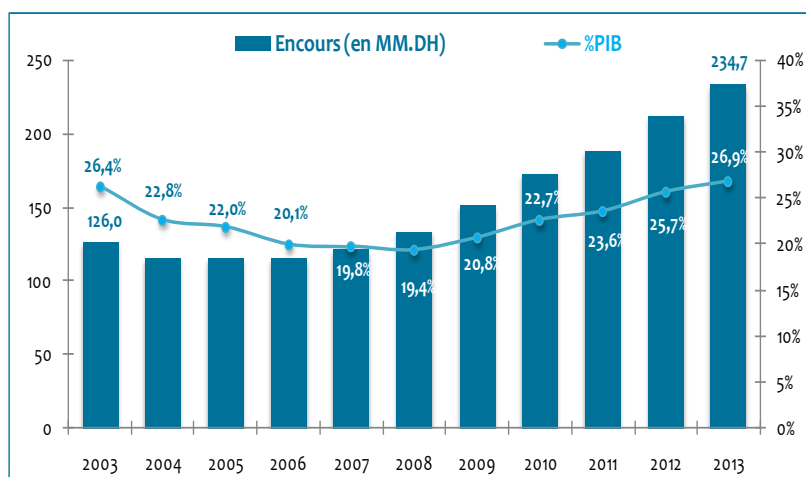
L'augmentation de l'encours de la dette extérieure publique s'explique essentiellement par :

- le solde positif des flux nets des financements extérieurs qui a atteint 26,2 milliards DH ;
- la baisse de près de 0,3 milliard DH de l'encours détenu par les résidents en Eurobonds € émis en 2007 et en 2010, induisant une hausse équivalente de l'encours de la dette extérieure publique ;
- le gain de change de 3,1 milliards DH dû principalement à l'appréciation du Dirham par rapport au Yen japonais de 20,4% et au Dollar US et devises liées de près de 3,4%; et la baisse de 1,4 milliard DH de l'encours des Eurobonds en \$US, suite à la baisse de leur prix sur le MFI par rapport au début de l'année.

Pour sa part, le ratio de la dette extérieure publique par rapport au PIB s'est établi à 26,9%, en hausse de 1,2point du PIB par rapport à son niveau de 2012 (25,7%).

Exprimé en Dollar US et en Euro, le stock de la dette extérieure publique s'élève à fin 2013 respectivement à 28,8 milliards \$US et à 20,9 milliards EUR.

Evolution de l'encours de la dette extérieure publique



STRUCTURE PAR CREANCIERS

Les institutions internationales de développement constituent le premier groupe créancier avec un encours de 119,8 milliards DH, soit une part de 51% de la dette extérieure publique, suivies des créanciers bilatéraux avec 77 milliards DH ou 32,8% du total de la dette et des créanciers privés (MFI et banques commerciales) avec 37,9 milliards DH ou 16,2% du total.

Les principaux créanciers multilatéraux se présentent comme suit :

- La BM occupe la première place avec un encours de 34,7 milliards DH, soit 28,9% du total de la dette multilatérale ;
- La Banque Africaine de Développement (BAD) contribue à hauteur de 27,5% du total de la dette multilatérale, soit un encours de 32,9 milliards DH ;

- La BEI détient 24,1 milliards DH, soit 20,1% du total de la dette multilatérale.

Les principaux créanciers bilatéraux sont comme suit :

- la France, premier créancier bilatéral, contribue à hauteur de 35 milliards de DH, soit 45,4% du total de la dette bilatérale ;
- le Japon détient 9,5 milliards DH, soit 12,4% du total de la dette bilatérale.

A fin 2013 et hors MFI, cinq bailleurs de fonds détiennent plus des deux tiers du total de l'encours de la dette extérieure publique, à savoir:

Créanciers	Part (%)
France	17,8%
BIRD	17,6%
BAD	16,7%
BEI	12,2%
FADES	6,5%

STRUCTURE PAR EMPRUNTEURS

Par débiteurs, le Trésor demeure le principal emprunteur avec un encours, à fin 2013, de 129,8 milliards DH, soit une part de 55,3% du total de la dette extérieure publique.

Le trend haussier qui a caractérisé l'évolution du stock de la dette extérieure du Trésor depuis 2008 avec un accroissement annuel moyen de 12%, s'est poursuivi en 2013. Ceci est dû principalement à la politique d'arbitrage entre les financements internes et externes adoptée par le Trésor au cours des dernières années et qui vise à atténuer la pression exercée sur les ressources domestiques et éviter l'effet d'éviction du secteur privé tout en contribuant à la reconstitution d'un niveau confortable des réserves de change.

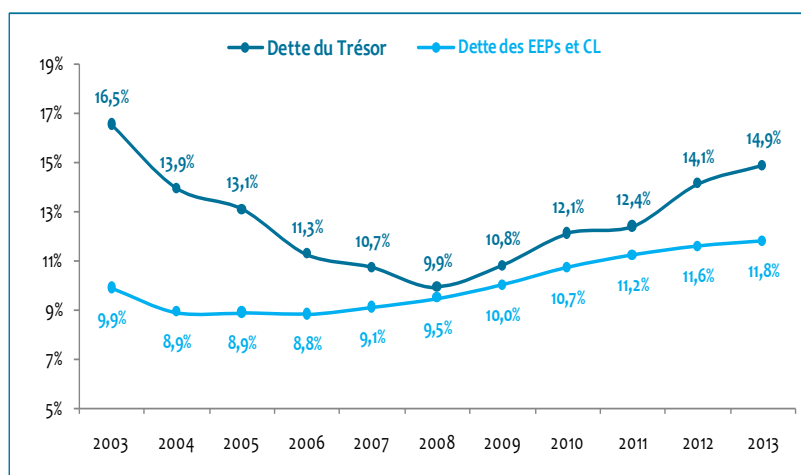
Toutefois et malgré l'accroissement du stock de la dette extérieure du Trésor qui a été enregistré au cours des dernières années, le recours aux financements extérieurs reste maîtrisé et obéit à des critères de sélectivité qui donnent la priorité aux financements assortis de meilleures conditions financières (taux d'intérêt, maturité et différés d'amortissement) comme ceux contractés auprès des créanciers multilatéraux. Le reliquat des besoins de financement se fait sur le marché financier international avec un choix adéquat du timing dans un objectif d'optimisation des conditions financières.

Pour sa part, la dette des établissements et entreprises publics (EEPs) constitue 44,7% de la dette extérieure publique avec un encours de 104,9 milliards DH.

Emprunteurs	Part (%)
ONEE	36,5%
ADM	22,6%
ONCF	8,3%
OCP	7,7%

L'encours de la dette extérieure des EEPs a connu également un trend haussier amorcé depuis 2007 avec une progression annuelle moyenne de 11% et ce, du fait du recours plus important des EEPs à ces concours financiers pour couvrir les besoins de financement croissants de leurs ambitieux programmes d'investissement.

Evolution de l'encours de la dette extérieure du Trésor et des EEP et CL





Tirages sur emprunts extérieurs

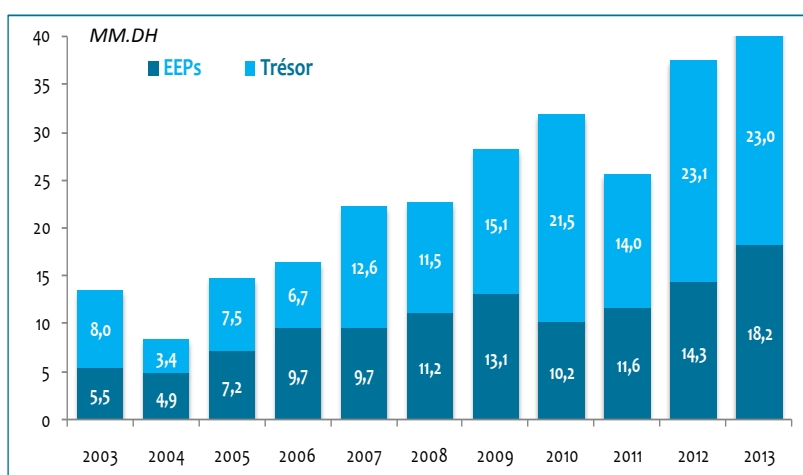
Les tirages sur emprunts extérieurs mobilisés par le secteur public durant l'année 2013 ont atteint un montant de 41,2 milliards DH contre 37,5 milliards DH en 2012, soit une hausse de 9,9%.

Les tirages d'origine multilatérale ou régionale représentent 57% du total des tirages, soit 23,6 milliards DH contre 10,4 milliards DH pour ceux d'origine bilatérale.

Les tirages mobilisés par le Trésor en 2013 ont porté sur un montant de 23,0 milliards DH dont 14,7 milliards DH sous forme d'appuis aux programmes de réformes structurelles et sectorielles et 1,7 milliard DH pour le financement des projets du Budget.



Evolution des tirages sur emprunts extérieurs du secteur public



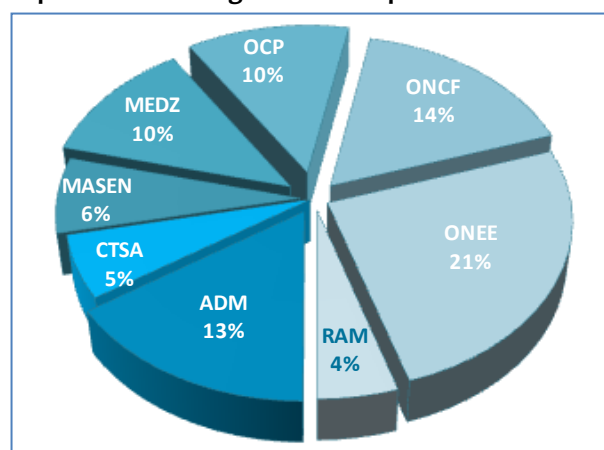
S'agissant des EEPs, les tirages mobilisés se sont établis à près de 18,2 milliards DH, en hausse de 27,3% par rapport à leur niveau de 2012 (14,3 milliards DH). Ces tirages ont concerné principalement l'ONEE (3,7 milliards DH), l'ONCF (2,6 milliards DH), l'ADM (2,4 milliards DH) et l'OCP (1,8 milliard DH).

La répartition des tirages des EEPs sur emprunts extérieurs publics, réalisés en 2013, par principaux emprunteurs est illustrée par le graphique ci-contre.

Par secteur d'activité, trois secteurs ont bénéficié de plus de la moitié des financements mobilisés par les EEPs au cours de l'année 2013.

Il s'agit, notamment, du transport avec un montant de 4 317 millions DH ou 23,7% du total, suivi de l'eau et l'électricité avec un montant de 3 765 millions DH (20,7%) et de l'infrastructure routière avec un montant de 2 673 millions DH (14,7%).

Répartition des tirages mobilisés par les EEPs



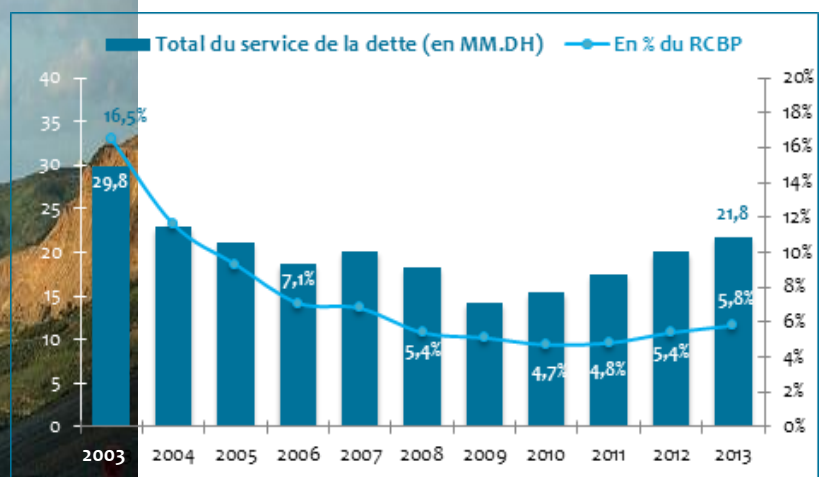
Secteur	Montant en M.DH	Part
Eau et Electricité	3 765	20,71%
Transport Ferroviaire	2 570	14,14%
Autoroutes	2 412	13,27%
Développement territorial	2 327	12,80%
Mine	1 783	9,81%
Infrastructure portuaire	1 645	9,05%
Energie solaire	1 125	6,19%
Transport Urbain	950	5,23%
Transport Aérien	797	4,38%
Secteur de l'habitat	280	1,54%
Routes rurales	261	1,43%
Secteur de la pêche	78	0,43%
Infrastructure aéroportuaire	73	0,40%
Autres	112	0,61%
Total	181 79	100,00%



SERVICE de la dette extérieure publique

Les charges de la dette extérieure publique en amortissements, intérêts et commissions réglées durant l'année 2013 se sont élevées à 21,8 milliards DH contre 20,0 milliards DH en 2012, soit une hausse de 1,8 milliard DH.

Rapporté aux recettes courantes de la balance de paiements, le service de la dette représente, en 2013, 5,8% contre 5,4% en 2012 et 16,5% en 2003.

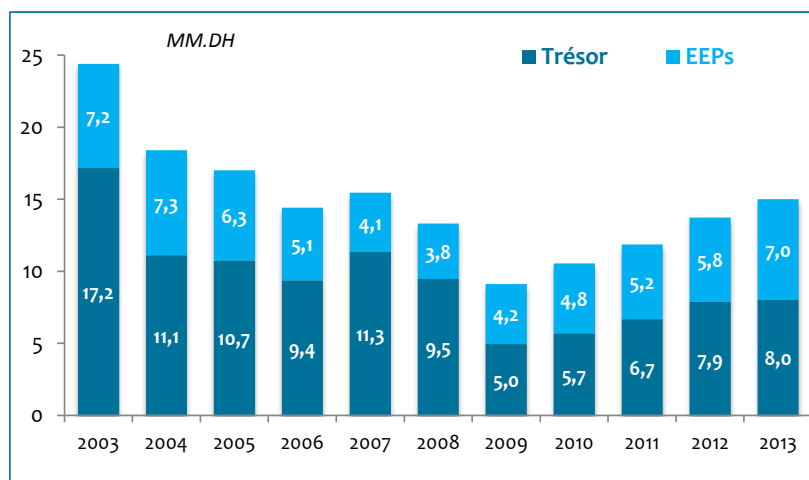


AMORTISSEMENTS

Les amortissements de la dette extérieure publique se sont établis, à fin 2013, à 15,0 milliards DH contre 13,7 milliards DH en 2012, soit une hausse de 1,3 milliard DH. Cette augmentation a principalement concerné le FMA et s'explique par le remboursement anticipé de certains emprunts contractés auprès de ce créancier.

En ce qui concerne la dette des EEPs, les paiements en principal se sont élevés à 7,0 milliards DH, en hausse de 1,2 milliard DH par rapport à leur niveau observé en 2012. Cette augmentation a concerné principalement les remboursements effectués par l'ONEE (+308 millions DH) et la RAM (+528 millions DH).

Evolution des charges en principal de la dette extérieure publique



Catégorie de créanciers	Amortissements (MM.DH)	Part (%)
Bilatéraux	5,7	38%
dont la France	1,9	13%
Multilatéraux	7,9	53%
dont FMA	1,8	12%
Banques Commerciales	1,4	9%

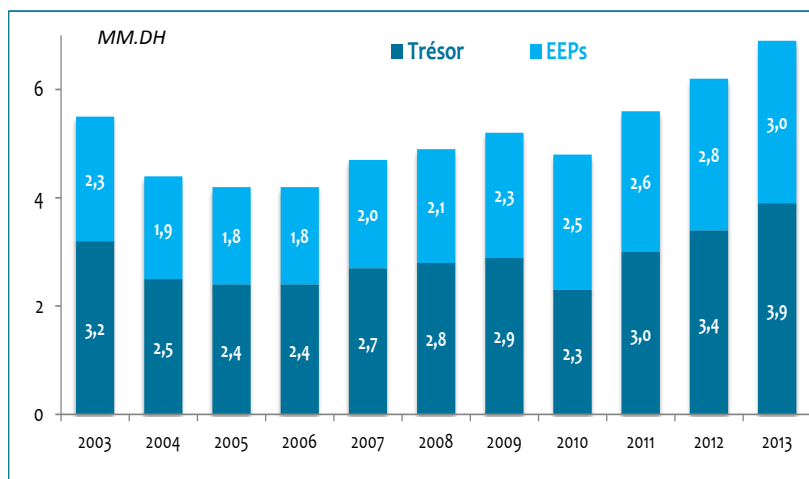
CHARGES EN INTERETS ET COMMISSIONS

Les charges en intérêts et commissions de la dette extérieure publique se sont établies à 6,9 milliards DH, contre 6,2 milliards DH en 2012, soit une hausse de 0,7 milliard DH.

Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de l'encours de la dette extérieure publique en 2012 et les tirages réalisés lors du 1^{er} semestre 2013.

Réparties par emprunteurs, les charges en intérêts et commissions payées par le Trésor en 2013 se sont élevées à 3,9 milliards DH contre 3,0 milliards DH réglés par les EEPs, dont notamment l'ONEE avec 1,0 milliard DH et l'ADM avec 0,8 milliard DH.

Evolution des charges en intérêts et commissions de la dette extérieure publique



Catégorie de créanciers	Charges en intérêts et commissions (MM.DH)	Part (%)
Bilatéraux	2,0	29%
Multilatéraux	3,1	45%
Banques Commerciales	1,8	26%

Marché secondaire de bons du Trésor



Activités sur le marché secondaire de BDT

Après le tassement enregistré en 2012, l'activité sur le marché secondaire a été caractérisée par un regain de dynamisme des échanges fermes durant l'année 2013. En effet, le volume des transactions fermes est passé de 142,3 milliards DH en 2012 à 158,9 milliards DH en 2013, soit une progression de 12%.

Quant au volume traité sur le marché de la pension livrée sur les bons du Trésor, il a connu une hausse de 14% passant de 7 084 milliards DH à fin 2012 à 8 077 milliards DH à fin 2013.

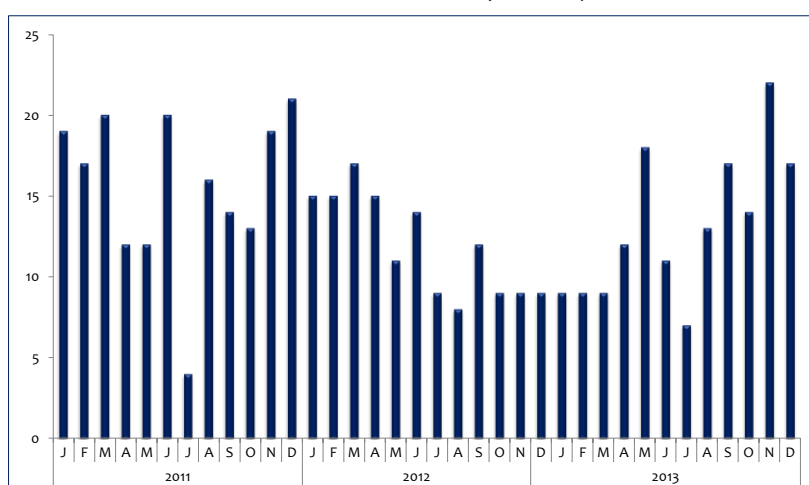
S'agissant de la liquidité du marché secondaire, elle est restée quasiment stable ; en témoigne le taux de rotation de 0,35 enregistré à fin 2013, soit le même niveau qu'en 2012. Le volume moyen des opérations s'est établi à 82 millions DH contre 99 millions DH en 2012.

VOLUME DES ECHANGES FERMES

Les transactions fermes ont connu une hausse de 12% par rapport à 2012 passant de 142,3 milliards DH à 158,9 milliards DH. Cette évolution peut être expliquée par la progression de l'alimentation du marché secondaire en papier neuf, en témoigne le volume d'émissions nettes qui est passé de 42,5 milliards DH en 2012 à 56,3 milliards DH en 2013, soit une hausse de 14 milliards DH.

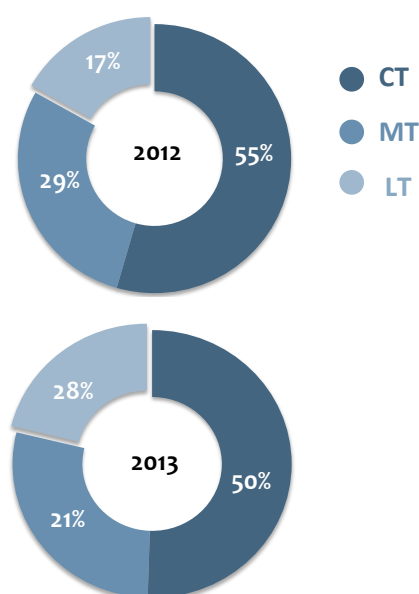
La structure des échanges s'est caractérisée par une évolution importante des transactions réalisées sur les titres à court terme dont la part est passée à près de 62% en 2013 contre 47% en 2012, marquant ainsi une progression de 15 points. Cette évolution du court terme s'est faite au détriment des parts des transactions sur le MT et le LT dont les parts sont passées de 30% et 23% en 2012 à respectivement 21% et 17% en 2013.

Volume mensuel des transactions fermes (MM.DH)



En terme de volume, les échanges fermes sur le court terme se sont établies à 98,5 milliards DH en 2013 contre 66,6 milliards DH en 2012, enregistrant ainsi une progression de 32 milliards DH (ou 48%). Cette hausse découle essentiellement de l'augmentation importante des émissions sur le primaire sur ce segment de maturité avec un volume qui a quasiment doublé pour atteindre 83,9 milliards DH.

Répartition par terme résiduel des transactions fermes



LIGNES ECHANGEES

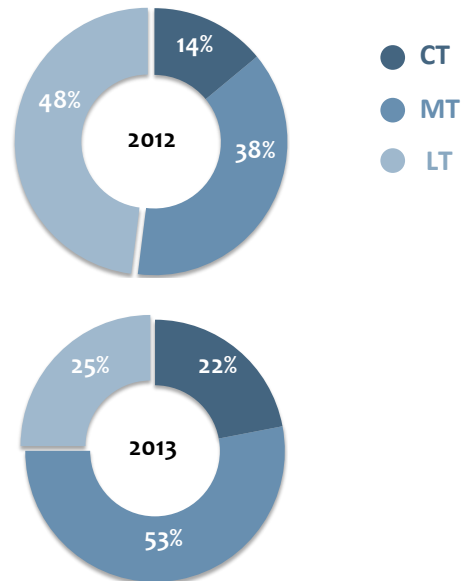
Le nombre des lignes qui ont été échangées en 2013 a atteint 165 (contre 145 en 2012) toute maturité confondue. En plus des lignes à court terme qui se sont accaparées près de 62% du volume global traité, les lignes Benchmark ont été parmi les lignes les plus prisées par les investisseurs et ont réalisé une part de 14% du volume globale traité. Le taux de rotation moyen des lignes à court terme a atteint 0,99 fois, suivies des lignes benchmarks avec un taux de 0,51 fois dépassant celui du portefeuille global de la dette (0,35 fois).

TRANSACTIONS REPOS

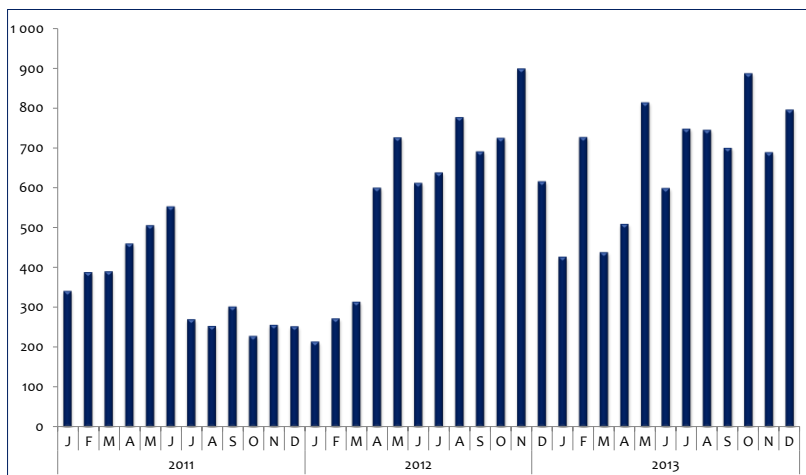
L'activité sur le marché secondaire des bons du Trésor reste, largement, dominée par les transactions repos qui représentent 98% des transactions totales. Ainsi et à fin 2013, l'activité sur le marché de la pension livrée a enregistré une hausse de 14% en comparaison à son niveau à fin 2012, pour atteindre un total de 8 077 milliards DH (cessions et acquisitions).

Concernant les titres ayant servis de garantie pour ces transactions, les maturités à moyen terme ont été les plus utilisées dans les échanges par les opérateurs. Elles ont représenté près de 47% du volume global échangé tandis que les parts du court terme et du long terme ont atteint 28% et 24% respectivement à fin 2013.

Répartition par terme résiduel des transactions repos



Volume mensuel des transactions repo (MM.DH)





Liquidité du marché secondaire des BDT

Démarrage de la cotation électronique des BDT à travers la plateforme E-Bond de Bloomberg

La cotation électronique des bons des Trésor par les Intermédiaires en Valeurs du Trésor, a démarré le 07 octobre 2013 marquant, ainsi, le lancement d'une étape supplémentaire dans la construction d'un marché efficient de la dette publique, dans le souci d'une gestion au moindre coût de la dette.

La concrétisation de ce projet fait suite à une série de réunions et de discussions menées depuis 2010 avec les représentants des IVT, de l'ASFIM et de la Banque centrale au termes desquelles plusieurs actions ont été entreprises à savoir :

- La définition d'un modèle de marché qui tient compte des spécificités du contexte marocain et qui repose sur la combinaison de deux modèles : le B2B (Business to Business) et le B2C (Business to Customers) dans un même système hybride composé

Les indicateurs de liquidité du marché secondaire représentés par le taux de rotation, la taille moyenne et le volume moyen quotidien des opérations fermes ont connu des évolutions mitigées.

TAUX DE ROTATION

Rappelons que ce taux est le rapport entre le volume des titres négociés sur le marché secondaire, au cours d'une période donnée, et l'encours de ces titres. Calculé sur la base des transactions fermes, ce taux s'est établi à 0,35 à fin 2013 soit le même taux enregistré à fin 2012, ce qui signifie que 35% de l'encours de la dette émise par adjudications a été échangé sur le marché.

TAILLE MOYENNE DES OPERATIONS FERMES

La taille moyenne des opérations fermes est le rapport entre le volume global des transactions fermes et le nombre de transactions effectuées au

des deux compartiments et servant d'infrastructure à un marché unique.

- L'élaboration du CPS de la plateforme de cotation qui décrit les principales fonctionnalités du système cible en se basant sur le modèle choisi.
- L'élaboration d'une nouvelle convention IVT.
- L'élaboration du règlement de marché.
- L'élaboration du cadre juridique et opérationnel de la Repo Facility.
- La sélection et le déploiement du système de cotation après la consultation de plusieurs fournisseurs de plateformes de cotation et de trading. Le choix s'est porté sur la plateforme E-Bond de Bloomberg en raison principalement de:
 - sa prise en charge du modèle de marché adopté par la place à savoir un système hybride composé des deux compartiments B2B et B2C;
 - sa large couverture des besoins des utilisateurs en matière des spécifications fonctionnelles;
 - l'absence de coût marginal puisque aucun frais supplémentaire ne sera occasionné pour les utilisateurs possédant déjà un poste Bloomberg ;
 - la notoriété de la plateforme Bloomberg qui a su s'imposer comme l'un des principaux outils de négociation électronique au monde, ce qui fait de ce système le moyen le plus approprié pour une large diffusion d'informations sur le marché marocain des BDT.

Après la sélection du système, les travaux de son déploiement se sont déroulés selon les trois phases suivantes :

- une phase d'installation et de paramétrage du module B2B : qui a consisté à l'adaptation et le paramétrage du système selon le modèle de marché choisi par la place et en fonction des spécifications fonctionnelles du CPS notamment en matière d'engagements

cours d'une période donnée. Elle permet de mesurer la capacité des investisseurs d'exécuter des transactions avec des montants élevés. En 2013, la taille moyenne des opérations fermes a atteint 82 millions DH contre 99 millions DH en 2012, soit une régression de 17%.

VOLUME QUOTIDIEN MOYEN DES OPERATIONS FERMES

Le volume quotidien moyen des opérations fermes est passé de 593 millions DH en 2012 à 661 millions DH en 2013, en progression de 11%.

de cotation déterminées par le Trésor en concertation avec les IVT

- une phase de formation comprenant :
 - o une formation d'initiation organisée à la Direction du Trésor au profit de l'ensemble des utilisateurs potentiels du système (DTFE, IVT, OPCVM, BAM et Maroclear) ;
 - o une formation plus approfondie à travers l'organisation des séances individuelles au profit de chaque IVT.
- une phase de mise en production du module B2B qui a consisté en l'affichage et la négociation des prix fermes à l'achat et à la vente des BDT pour un panel de lignes défini par le Trésor en concertation avec les IVT et selon les règles spécifiées pour la cotation obligatoire. Durant cette phase un certain nombre d'ajustements et de rectifications ont été opérés en vue de fiabiliser ce module B2B.

Après l'opérationnalisation du compartiment B2B, la prochaine étape consiste à mettre en production le module B2B afin de permettre aux clients, principalement les OPCVM et les banques non IVT, d'intervenir sur la plateforme E-Bond de Bloomberg en demandant des cotations aux Market Makers que sont les IVT.



Gestion active de la trésorerie



En 2013, le recours de la DTFE aux opérations de gestion active de la trésorerie s'est fait dans un contexte caractérisé, d'une part, par la poursuite du creusement du déficit de liquidité bancaire qui a été régulièrement résorbé par les injections de Bank Al-Maghrib et, d'autre part, par l'amélioration des disponibilités du CCT qui sont passées d'un solde prévisionnel moyen quotidien de 6,8 milliards DH en 2012 à 7,4 milliards DH en 2013 (hors opérations de placement).

OPERATIONS REALISEES EN 2013

Au terme de l'année 2013, la DTFE a réalisé 288 opérations de gestion active de la trésorerie dont 266 opérations de placement et 22 opérations d'emprunt.

	Opérations de placement		Opérations d'emprunt
	En blanc	Prise en pension	En blanc
Nombre d'opérations annoncées	42	227	22
Dont réalisées	41	225	22
Part	14%	79%	7%

VOLUME PLACE ET REMUNERATION

Volume placé

Le volume global placé par la DTFE sur le marché monétaire a atteint 539,3 milliards DH contre 411,6 milliards DH enregistrés en 2012, soit une hausse de 31%..

Par type d'opération, le volume placé au titre des prises en pension s'est établi à 501,4 milliards DH contre 315,8 milliards DH en 2012, soit une hausse de 59%. La part des opérations repo dans le total des opérations de placement du Trésor est ainsi passée de 77% en 2012 à 93% en 2013.

L'encours quotidien moyen de ces opérations s'est établi à 2,5 milliards DH contre 1,9 milliard DH en 2012.

Pour ce qui est des dépôts en blanc, leur volume a atteint 37,9 milliards DH en baisse de près de 60% par rapport au volume enregistré en 2012. Leur encours quotidien moyen a atteint près de 0,2 milliard DH contre 0,3 milliard DH l'an passé. Cette baisse est due essentiellement au fait que la DTFE privilégie les opérations de prise en pension.

Répartition du volume placé par nature d'opération

	Dépôts en blanc			Prises en pension			Total 2013	Var. 2012/2013	
	En M.DH	2012	2013	Var.	2012	2013			Var.
Volume placé		95 830	37 889	-60%	315 760	501 446	+59%	539 335	+31%▲
Part		23%	7%	▼	77%	93%	▲		
Encours moyen par jour		305	152	-50%	1 934	2 450	+27%	2 604	+16%▲

Taux des placements du Trésor

Au cours de l'année 2013, le taux quotidien moyen des opérations de placement (prise en pension de BDT et dépôt en blanc) s'est établi à 2,84%.

Par type d'opération, le taux quotidien moyen des opérations de prise en pension s'est établi 2,79% contre 2,86% en 2012. Pour les dépôts en blanc, ce taux s'est établi à 3,06% contre 3,26% en 2012.

Comparé au taux de référence (1 jour) de Bank Al-Maghrib, les taux des opérations de prise en pension réalisées par la DTFE ont été inférieurs auxdits taux de référence avec un écart moyen de -8,6 pb.

Concernant les opérations réalisées par la DTFE au titre des dépôts en blanc, les taux de ces opérations se sont inscrits légèrement en baisse en 2013 par rapport à ceux traités entre les banques sur le marché interbancaire avec un écart moyen de près de -0,9 pb.

DUREES DES OPERATIONS 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 d'un jour est prépondérant avec une part de 62% contre 57% en 2012. Le nombre d'opérations réalisées sur un horizon supérieur à 3 jours s'est établi à 31% contre 16% l'année passée.

OPERATIONS D'EMPRUNTS EN BLANC

En 2013, la DTFE a eu recours à 22 opérations d'emprunt en blanc (sur 1 jour) pour un volume global de 22,4 milliards DH contre 50,9 milliards DH en 2012. Le taux moyen des dites opérations s'est établi à 3,2% et le volume moyen par opération à 1,02 milliard DH.

Le recours à ces emprunts s'est fait sur la base d'un besoin identifié dès le début de la journée et non suite à une dégradation imprévue du solde du compte courant du Trésor. A signaler que le mois de janvier a connu la réalisation de 6 opérations d'emprunt pour un montant de 5,4 milliards DH, soit près de 27% des opérations réalisées durant cette année et ce, suite à une accélération du rythme des dépenses pendant ce mois.

INTERETS PERÇUS PAR LE TRESOR

La gestion active de la trésorerie (placement des excédents de trésorerie et rémunération du SCCT), a permis à la DTFE de réaliser, au cours de l'année 2013, des recettes atteignant 114 millions DH (nets d'impôts) dont 61,4 millions DH (54% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement.



Actions et mesures de réforme



L'année 2013 a été consacrée à la finalisation des actions de réforme entamées au cours des dernières années ainsi qu'à l'initialisation de nouvelles actions.

Ces actions concernent aussi bien celles en relation avec le développement du marché des valeurs du Trésor que celles liées à l'amélioration du cadre organisationnel de la gestion de la dette.

1- Mesures de réforme liées au développement du marché des valeurs du Trésor

Les principales actions mises en place ont concerné les volets suivants :

- a. **Amélioration de la transparence et de la prévisibilité de la politique d'émission des BDT sur le marché domestique** à travers notamment :
 - Le réaménagement du calendrier d'émission des bons du Trésor sur le marché domestique en concertation avec les banques IVT afin de réduire le nombre de lignes offertes lors de chaque séance d'adjudication en alternant entre les maturités courtes, moyennes et longues.

Nouveau calendrier des émissions de BDT

	1 ^{er} Mardi	2 ^{ème} Mardi	3 ^{ème} Mardi	Dernier Mardi	Dernier Mardi de chaque trimestre
13 sem.	●		●		
26 sem.		●		●	●
52 sem.	●	●	●		
2 ans	●		●	●	●
5 ans		●			
10 ans				●	●
15 ans		●			
20 ans				●	●
30 ans					●

- L'amélioration de la communication avec le marché en (i) instaurant des conférences Call hebdomadaires avec les IVT à la veille de chaque séance d'adjudication pour les informer des besoins de financement du Trésor pour la séance en question et avoir leur avis sur le potentiel de la demande ainsi que sur les préférences des investisseurs en terme de maturités et (ii) réservant une page dédiée au Trésor marocain sur le site Bloomberg(MIFM) informant les investisseurs du calendrier mensuel des émissions du Trésor, des besoins mensuels du Trésor, des communiqués des séances d'adjudication et de gestion active de la dette, des résultats des adjudications, des opérations de gestion active de la dette et de la trésorerie et également du portefeuille de la dette intérieure émise sur le marché des adjudications et de la dette extérieure émise sur le marché financier international.

- b. **Démarrage, en octobre 2013, de la cotation électronique des bons du Trésor sur le compartiment B2B du système E-Bond de Bloomberg.** Grâce à cet outil, tous les BDT peuvent être cotés et négociés électroni-

quement, ce qui devrait renforcer encore la liquidité et la transparence de notre marché de la dette. La concrétisation de ce projet a vu le jour grâce à l'engagement aussi bien du Trésor que des banques Intermédiaires en Valeurs du Trésor. Le démarrage de la cotation sur ce compartiment s'inscrit dans le cadre des nouveaux engagements des IVT qui ont, entre autres, l'obligation de coter des prix fermes à l'achat et à la vente pour un panel de lignes prédéfini et selon des règles spécifiques arrêtées en commun accord avec le Trésor.

- c. **Finalisation de la convention liant la Direction du Trésor aux IVT et du Règlement de marché relatif au système électronique de cotation des BDT.** La nouvelle convention IVT, qui vise surtout à instaurer une véritable activité de market making sur le marché des valeurs du Trésor à travers le renforcement des engagements de ces intermédiaires en contrepartie de l'octroi de nouveaux privilèges, sera signée par les IVT au courant de 2014. Quant au Règlement de marché, qui comprend notamment les règles à respecter par les membres de marché habilités à accéder aux différents compartiments (B2B et B2C), les instruments à coter, les obligations de cotation des market makers et les procédures de

trading, il fera l'objet d'un échange de lettre entre la DTFE et les opérateurs de marché.

- d. **Définition du cadre juridique de la « facilité de mise en pension de titres » qui sera mise en place au profit des banques IVT qui ont des obligations de cotation** : Après l'introduction d'une autorisation explicite au niveau de la loi de finances pour permettre au Trésor de mettre en pension les BDT, une étude juridique a été réalisée par un cabinet d'avocat de renommée internationale « Fasken Martineau » dans le cadre de l'assistance technique de la Banque Mondiale et ce, pour s'assurer que le cadre juridique actuel encadrant les opérations de pension livrée au Maroc ne constitue aucun obstacle pour l'introduction de cette facilité. L'étude juridique ayant conclu à l'absence d'entraves, un arrêté d'application a été élaboré et des discussions ont été menées avec la Trésorerie Générale du Royaume au sujet aussi bien de cet arrêté que du cadre comptable afférent à cet instrument.

2- **Mesures de réforme liées à l'amélioration du cadre organisationnel de la gestion de la dette. Ces mesures ont concerné les deux projets suivants :**

- a. **Projet de mise en place d'un nouveau système intégré de gestion du processus d'endettement et de la trésorerie.** L'année 2013 a été marquée par la mise en exploitation, le 22 novembre, du nouveau système intégré de gestion du processus d'endettement et de la trésorerie publique appelé «TADBIR» pour Treasury and Debt Businesses' Integrated Ressources. L'objectif escompté étant de promouvoir une gestion de la dette et de la trésorerie répondant aux standards internationaux en la matière. Ainsi et par le biais de ce nouveau système, l'ensemble du processus d'endettement public (interne et externe) depuis les phases de programmation et d'engagement des financements jusqu'au

remboursement total de la dette sera pris en charge. La couverture fonctionnelle dudit système englobe également l'exécution des opérations de gestion active de la dette et de la trésorerie publique ainsi que la gestion des flux de trésorerie à travers le suivi de ces flux et l'établissement et l'actualisation des prévisions de trésorerie.

- b. **Projet d'assistance technique octroyée par la BAD pour la réorganisation du pôle dette relevant de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures.** A ce titre, il y a lieu de signaler qu'après la signature de la convention d'accord de don le 31 mai 2013 en marge des assemblées annuelles de la BAD tenues à Marrakech, les actions menées pendant cette année s'articulent autour de deux principaux axes à savoir :

- l'organisation par le bureau national de la BAD au Maroc d'une réunion de lancement du projet afin d'exposer à l'équipe projet, les procédures **opérationnelles** de la BAD concernant les volets relatifs à la passation des marchés, aux décaissements et au suivi/évaluation du projet ;
- la mise en place de toutes les procédures administratives nécessaires pour le recrutement du consultant en acquisitions et passation des marchés qui se chargera de veiller au bon déroulement de toutes les phases du projet sur le plan administratif et accélérera le processus de leur mise en place.

MISE EN ŒUVRE DU SYSTEME INTEGRE DE GESTION DU PROCESSUS D'ENDETTEMENT ET DE LA TRESORERIE PUBLIQUE

La mise en place du système intégré de gestion du processus d'endettement et de la trésorerie publique « TADBIR » initié par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures, constitue un des principaux projets stratégiques identifié par le schéma directeur du système d'information de ladite Direction et constitue également une composante importante du projet de mise en place d'une salle de marchés.

Le produit WALL STREET SUITE

La mise en œuvre de ce système a été confiée, dans le cadre d'un appel d'offres ouvert à la société OMNIDATA en vue d'implémenter le progiciel WALL STREET SUITE (WSS).

Ce progiciel, mondialement connu, est déjà opérationnel chez :

- un ensemble de Banques centrales, dont principalement :
 - Bank Al-Maghrib ; et
 - la Banque de France.
- des agences de gestion de la dette
 - Agence allemande ;
 - Agence portugaise ;
 - le Trésor Finlandais.
- chez certains organismes financiers internationaux tels que la Banque Européenne d'Investissement (BEI).

Le produit WALLSTREET SUITE est composé de 3 modules :

- **Le module CLM (Commercial Loan Module) fonctionnant en client/serveur et qui permet :**
 - la programmation des financements, la gestion des décaissements et de la dette (Echéanciers) ;
 - le monitoring et le suivi des Bailleurs de Fonds (Banque Mondiale, Banque Européenne d'Investissement, ...) ;

- le monitoring des indicateurs de risques et des limites de crédit en temps réel ;
 - la possibilité de configurer et d'automatiser des flux de transactions ; et
 - la définition du portefeuille modèle et la modélisation de la stratégie.
- **Le module TRM (Transaction and Risk Management) fonctionnant en client/serveur permet :**
 - une gestion automatisée des processus Front-to-back Office ;
 - la gestion des instruments et structures financières complexes ;
 - la valorisation des positions en temps réel ;
 - l'établissement et le suivi des risques ;
 - un échange de données rapide et sécurisé avec les principaux fournisseurs de données financières et plateformes de trading ; et
 - une segmentation des droits et accès par pôle d'activité : workflow & flux de validation.
 - **Le module CMM (Cash Management Module), fonctionnant en mode web, permet:**
 - l'établissement des prévisions et l'actualisation des flux de trésorerie ;
 - la consolidation et l'analyse des flux de trésorerie ; et
 - le rapprochement des réalisations.

Les partenaires du projet

La mise en œuvre de ce projet intègre la mise en place d'échanges automatisés de données avec plusieurs partenaires concernés par des aspects liés aux financements extérieurs, à la gestion de la dette et à la gestion de la trésorerie.

Les partenaires concernés par ces échanges sont l'Administration des Douanes et Impôts Indirects ; la Direction Générale des Impôts ; la Direction du Budget ; la Direction des Entreprises

Publiques et de la Privatisation ; la Direction des Affaires Administratives et Générales ; la Trésorerie Générale du Royaume et Bank Al-Maghrib.

La mise en œuvre du projet

La mise en œuvre de ce projet, qui a débuté en 2010 et s'est étalée sur 4 ans, s'est déroulée sur 6 phases :

- La phase initialisation du projet;
- La phase étude générale et prototypage ;
- La phase étude de convergence ;
- La phase de paramétrage et développement ;
- La phase de reprise de données ;
- La dernière phase, en l'occurrence la phase d'intégration et de mise en exploitation a été clôturée le 31/12/2013 et a permis de lancer l'exploitation de ce nouveau système en parallèle avec les anciennes applications.

Les apports du système

- C'est un système intégré qui va permettre une analyse consolidée de l'ensemble du portefeuille de la dette, une actualisation en temps réel des prévisions de la trésorerie publique et une meilleure visibilité sur les potentiels de financement selon différents critères de sélection.

- Les processus de gestion mis en place respectent les standards internationaux et permettent une gestion front to back telle que celle adoptée au niveau des salles de marchés et un renforcement des contrôles.
- Les échanges automatisés avec la plupart des parties prenantes dans le processus de gestion de la dette de la trésorerie publique à travers des interfaces en entrée et en sortie vont participer à minimiser les risques opérationnels et à assurer une célérité dans le traitement des informations.
- L'analyse et la gestion de différents types de risques en l'occurrence le risque de marché, le risque de contrepartie et le risque de liquidité s'appuient sur le calcul et le suivi d'indicateurs de risques analytiques et stochastiques, la génération de plusieurs scénarii de marché et d'opérations et l'étude de leur impact.

La gestion des flux de la trésorerie publique sera accompagnée par une plus grande automatisation de la collecte des prévisions fournies par les directions concernées ce qui devrait contribuer à optimiser la gestion de la trésorerie de l'Etat et partant à une gestion plus rationnelle des deniers publics.



EVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR A FIN JUIN 2014

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Le premier semestre 2014 a été marqué par une reprise confortée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, une croissance mitigée dans la zone euro et au Japon et par un ralentissement de la croissance économique dans les pays émergents et ce, dans un contexte caractérisé par des incertitudes (tensions géopolitiques, crise ukrainienne) qui continuent de peser sur l'économie mondiale.

Dans la zone euro, le rythme de l'activité s'est affaibli au cours de la 1ère partie de cette année particulièrement en Allemagne et en Italie, pénalisée notamment par la crise ukrainienne et par la persistance des tensions géopolitiques. Face aux risques de déflation, la BCE a abaissé au début du mois de septembre 2014 son taux directeur pour le ramener de 0,15% à 0,05%, soit son plus bas niveau historique. L'Espagne et les Pays-Bas sont les seuls pays de la région qui ont connu au cours de ce 1er semestre une progression de leurs activités.

Aux Etats-Unis, après la révision à la baisse de ses prévisions pour l'année 2014 en raison d'un 1er trimestre difficile au cours duquel le PIB a reculé de 1%, dû notamment à un hiver particulièrement rigoureux, la Fed est restée optimiste soulignant que l'activité économique devrait se redresser par la suite à un rythme modéré particulièrement après une forte progression de l'activité enregistrée au 2^{ème} trimestre.

La croissance au Royaume Uni est restée, en revanche, soutenue depuis la 2ème partie de 2013 avec une progression de 0.8% au 1^{er} et 2^{ème} trimestre de cette année. Au Japon, l'activité économique est restée fragile, impactée notamment par les effets de la 1ère hausse de la TVA sur la consommation des ménages.

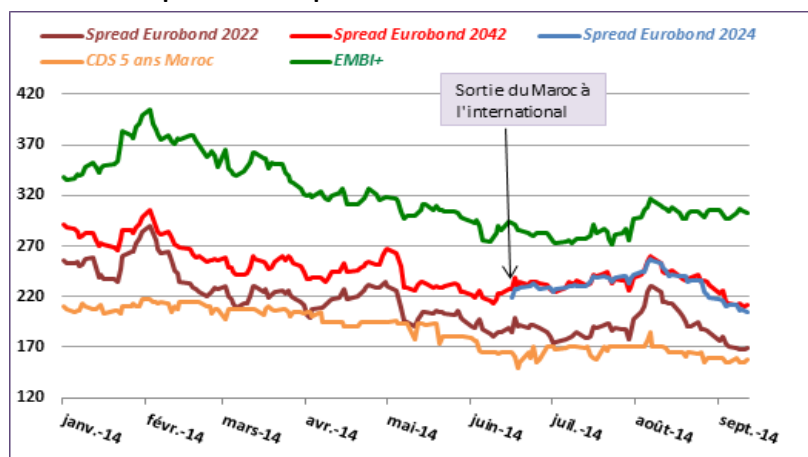
Pour ce qui est des pays émergents, la persistance des tensions géopolitiques notamment avec la Russie constitue un facteur de vulnérabilité pour l'activité économique dans ces pays notamment en Chine, au Brésil et en Turquie. L'Inde, en revanche, a fait l'exception avec une amélioration plus marquée de son activité économique, selon les récents indicateurs conjoncturels.

EVOLUTION DES PRIMES DE RISQUE

L'indice EMBI+ a inversé son trend haussier, amorcé à partir de janvier 2014, pour observer au cours du premier semestre de la même année une tendance globalement baissière. Cette baisse qui reflète le regain d'appétit pour le risque a été favorisée notamment par les différentes actions menées par les banques centrales de plusieurs pays émergents afin de soutenir leurs économies et d'enrayer les mouvements de fuite de capitaux.

Dans le même sillage, mais dans une moindre mesure, les spreads des Eurobonds et du CDS 5 ans Maroc ont observé globalement une tendance légèrement baissière, avec toutefois une certaine volatilité qui s'est poursuivie tout au long du semestre.

Evolution des primes de risques



ACTION DES AGENCES DE NOTATION AU COURS DU 1^{ER} SEMESTRE DE L'ANNEE 2014

Dans un contexte marqué par une poursuite modérée de la reprise de l'activité économique mondiale au cours du 1er semestre 2014, les agences de notation ont procédé à une amélioration des perspectives ou des notes de certains pays développés notamment l'Espagne, l'Italie, la Belgique, le Luxembourg, l'Allemagne et les Pays Bas. Des rehaussements ont touché également les pays périphériques de la zone euro tels que la Grèce, le Portugal et l'Irlande. En revanche, d'autres pays ont connu une rétrogradation de leurs perspectives ou de leurs notes tels que le Brésil, le Venezuela, la Turquie, la Croatie, la Bulgarie, la Russie, l'Ukraine, la Serbie, l'Afrique du sud et l'Argentine.

Dans ce contexte, l'agence S&P a relevé la perspective de la notation du Maroc de «négative» à «stable», tout en confirmant les notes «BBB-/BBB-» pour sa dette à long terme en devises et en monnaie locale et ce, dans le cadre de sa consultation semestrielle tenue en mai 2014. Pour sa part, l'agence Fitch a maintenu les notes «BBB- et BBB» du Maroc respectivement pour ses dettes à long terme en devises et en monnaie locale avec "perspective stable".

FINANCEMENT DU TRESOR EN S1 2014

Sur le marché domestique

Au cours du premier semestre de 2014, le marché des adjudications a été caractérisé par l'amélioration des conditions de financement du Trésor en raison de la combinaison de plusieurs facteurs à savoir :

- l'importance des excédents du CCT enregistrés depuis la fin de l'année 2013

due à l'encaissement de recettes exceptionnelles au titre des tirages extérieurs et des dons en provenance des pays du Golf, ce qui a permis au Trésor de réduire son recours à l'endettement au cours de cette période ;

- le regain de confiance des investisseurs en l'évolution des finances publiques suite, d'une part, à la mise en place par le Gouvernement des mesures notamment celles liées à la réforme de la caisse de compensation (l'indexation partielle des prix des produits pétroliers liquides, la couverture des prix de gasoil) et, d'autre part, à la réduction du déficit budgétaire entre 2012 et 2013 passant de 7,0% du PIB à 5,4% et à l'engagement du Gouvernement en 2014 à préserver les équilibres macroéconomiques et réduire davantage le déficit budgétaire (LF 2014 : 4,9%).

Ceci s'est traduit par des retombées directes sur les conditions de financement du Trésor qui se sont caractérisées par :

- une baisse importante des taux demandés par les investisseurs par rapport à fin décembre 2013. Cette baisse a atteint -84,3 pb.
- une forte hausse du volume global des soumissions par rapport à la même période de 2013 s'établissant à 343,1 milliards DH à fin juin 2014 contre 184,1 milliards à fin juin 2013, soit une hausse de +186%.
- la baisse du volume global des émissions du Trésor à fin juin 2014 par rapport à la même période de 2013 (-46%) avec une concentration sur les maturités supérieures ou égales à 5 ans (76%).
- une baisse importante des taux retenus par rapport à fin décembre 2013 (-79 pb).

Sur le marché financier international

Le Maroc a réalisé avec succès une émission obligataire sur le marché financier international d'un montant de 1 milliard d'euros assortie d'une maturité de 10 ans et d'un spread de 215 pb, offrant ainsi un rendement de 3,702% (coupon 3,5%).

Le succès qu'a connue cette émission, sursouscrite deux fois, traduit un retour réussi sur le marché de l'euro après une absence de près de quatre ans et confirme la confiance dont jouit le Maroc auprès de la communauté financière internationale.

Le Timing de l'émission a été approprié visant comme objectifs d'acter d'une part, la performance de l'économie marocaine, récemment saluée aussi bien par le Fonds Monétaire International que par les agences de notation Standard and Poor's et Fitch Ratings et d'autre part, de saisir les conditions favorables qui ont prévalu sur le marché financier international notamment une baisse des spreads des Eurobonds et une amélioration du risque lié au CDS 5 ans Maroc.

Cette opération a connu également une large diversification en termes de profil d'investisseurs. Les Gestionnaires de Fonds viennent en tête avec 55% du volume total de l'émission suivis des Banques (22%), des compagnies d'assurances (15%) et d'autres investisseurs (8%).

Cette émission, assortie de conditions de taux d'intérêt plus favorables que sur le marché domestique, a permis de consolider les avoirs extérieurs et réduire la pression sur la liquidité du marché monétaire.

A noter que les deux agences Standard & Poor's (S&P) et Fitch Ratings (Fitch) ont attribué à cette émission les notes « BBB- » (catégorie « Investment grade »), confirmant ainsi la capacité de notre pays à accéder au MFI dans un contexte régional et international instable.

Principales caractéristiques de l'émission

Maturité	10 ans (19 juin 2024)
Montant	1 Milliard d'euro
Coupon	3,5%
Taux de rendement	3,702%
Spread / Mid Swap	215 pb
Date d'émission	13 juin 2014
Date de règlement	19 juin 2014
Chefs de file conjoints	BNP Paribas / Commerzbank / Natixis

EVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR A FIN JUIN 2014

A fin juin 2014, l'encours de la dette du Trésor (intérieure et extérieure) s'est établi à 587,4 milliards DH contre 554,3 milliards DH, soit une progression de 33,1 milliards DH ou 6%. Cette évolution s'explique par l'augmentation de l'encours de la dette intérieure et extérieure de respectivement 5,4% et 7,6%.

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à près de 13,6 milliards DH à fin juin 2014, en hausse de près de 9,6 milliards DH par rapport aux charges de fin 2013.

Quant aux charges en principal, elles se sont établies à 56,8 milliards DH à fin juin 2014 dont 55,4 milliards (ou 97,5%) au titre de la dette intérieure.

EVOLUTION DES INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUES

TMP à l'émission

A fin juin 2014, le TMP à l'émission des BDT a enregistré une hausse de près de +26,4 pb s'établissant à 4,80% contre 4,54% à fin décembre 2013. Cette hausse est due principalement au retour du Trésor sur les maturités à 5 ans et plus, dont la part dans les émissions globales réalisées au cours des six premiers mois de 2014, a atteint 76% contre 6% pendant la même période de 2013.

Durée de vie moyenne

La durée de vie moyenne de la dette Trésor s'est établie à 6 ans et 3 mois en hausse de près de 9 mois par rapport à fin décembre 2013 (5 ans et 6 mois) et ce, en raison de la hausse qu'a enregistré la durée de vie moyenne de la dette intérieure.

GESTION ACTIVE DE LA DETTE

Dettes intérieure

Au cours du premier semestre de 2014, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a réalisé 15 opérations de gestion active de la dette intérieure pour un montant global de 23,9 milliards DH dont 11 au titre des opérations d'échange (22,8 MM.DH) et 4 au titre de rachat de BDT (1,1 MM.DH).

Le recours de manière régulière à ces opérations pendant cette période a été essentiellement favorisée par la baisse des besoins de financement du Trésor et les excédents importants du CCT qui ont atteint 17,4 milliards DH en moyenne quotidienne à fin juin 2014 (hors opérations de placement) et avait pour objectifs :

- le lissage des tombées de la dette de 2014 et 2015 qui connaissent des pics de remboursement importants, ce qui permet de réduire d'autant le risque de refinancement pour les mois en question, et

- le rallongement de la durée de vie moyenne du portefeuille de la dette intérieure profitant du repositionnement des investisseurs sur les maturités moyennes et longues.

Il est à noter, par ailleurs, que les opérations d'échange de titres n'engendrent pas de gains financiers et n'ont pas d'impact sur la trésorerie mais permettent un reprofilage de la structure de la dette.

Résultats obtenus :

Les opérations de rachat et d'échange de BDT réalisées à fin juin 2014 ont permis de réaliser des résultats très satisfaisants dont notamment :

- L'accroissement de l'activité du marché primaire sur le segment long terme en répondant à une demande de la place pour les maturités longues tout en actant une baisse des taux sur cette partie de la courbe. Ainsi lors de ces opérations, un montant globale de 23,1 milliards DH a été échangé permettant le remplacement de titres à courtes échéances par des titres longs (10, 15 et 20 ans) ;
- Le lissage de l'échéancier de la dette intérieure en atténuant les pics de remboursement de 2014 et du premier trimestre 2015 de 23,9 milliards DH ce qui a fait baisser d'autant les besoins des mois de cette période ;
- L'augmentation de la durée de vie moyenne du portefeuille de la dette intérieure de 7 mois en substituant une dette de maturité résiduelle inférieure à 9 mois par une dette de maturité résiduelle allant jusqu'à 20 ans ;
- Habituer le marché aux opérations de gestion active de la dette intérieure en perspective des remboursements importants qu'engendre la mise en œuvre de la politique d'émission de lignes benchmark.

Dette extérieure

Le 1^{er} semestre 2014, a été caractérisé par la poursuite de la réalisation des projets financés à travers les Accords de conversion de dettes en investissements publics conclus avec l'Espagne et l'Italie.

En effet, un montant de l'ordre de 21 millions DH a été converti au cours du 1^{er} semestre 2014 dans le cadre du Programme de conversion de dettes en investissements publics conclu avec l'Espagne dont 14,8 millions DH au titre des projets d'assainissement liquide réalisés par la Branche eau de l'Office Nationale de l'Electricité et de l'Eau Potable au niveau des villes de Chefchaouen et Saidia et 6,3 millions DH dans le cadre du projet d'acquisition et d'installation d'équipements électriques au profit de la Branche électricité de l'Office.

EVOLUTION DE L'ACTIVITE SUR LE MARCHE SECONDAIRE

Durant le 1^{er} semestre de 2014, l'activité sur le marché secondaire des bons du Trésor a été marquée par un dynamisme important des échanges fermes (+51%) avec un volume de 102,8 milliards DH contre 68,2 milliards DH enregistré au titre de la même période en 2013.

Pareillement, le volume des opérations temporaires sur BDT a enregistré une hausse de 40,7%, en comparaison avec la même période de 2013, pour atteindre un total de 4 943,8 milliards DH.

Ce dynamisme s'explique par la détente des conditions de financement sur le marché des adjudications qui a été marqué par une progression des soumissions, le recul des souscriptions et, par conséquent, une baisse importante des taux adjugés. Il s'explique également par la politique d'émission poursuivie par le Trésor qui avait pour objectif de maintenir une présence régulière sur le marché primaire, en dépit de la situation excédentaire de son Compte Courant, ce qui a permis d'alimenter

continuellement le marché secondaire en papier neuf.

La progression des échanges fermes durant ce 1^{er} semestre a eu un impact positif sur les indicateurs de liquidité du marché ; en témoigne l'amélioration du taux de rotation qui a atteint 29% à fin juin 2014 contre 20% à fin juin 2013. De même, le volume moyen quotidien et la taille moyenne des opérations ont enregistré des hausses, de 52% et de 12% respectivement, pour s'établir à 857 millions DH et 89,1 millions DH.

L'amélioration de la liquidité s'est matérialisée également par la détente des conditions de financement sur ce marché. En effet, le 1^{er} semestre de 2014 a été caractérisé par un net mouvement baissier des taux secondaires sur tous les segments de la courbe et qui a atteint en moyenne 84 pb par rapport aux taux enregistrés à fin 2013.

GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE PUBLIQUE

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

- Le recours de la Direction du Trésor aux opérations de gestion active de la trésorerie s'est fait dans un contexte caractérisé par l'importance des disponibilités du compte courant du Trésor (CCT) qui s'est établi à 17,1 milliards DH en moyenne quotidienne entre janvier et juin 2014, contre 3,8 milliards DH au cours de la même période de 2013. Cette situation a été conjuguée au maintien d'un niveau élevé du déficit de la liquidité bancaire en S1 2014, quoiqu'en amélioration par rapport à 2013 (+8,4 MM.DH en moyenne mensuelle) en raison de l'encaissement de recettes des emprunts réalisés sur le marché financier international par le Trésor et l'OCP.

- La mise en place de 287 opérations de placement dont 220 opérations de prise en pension.
- L'encours quotidien des placements s'est établi à 13,5 milliards DH à fin juin 2014 contre près de 2,6 milliards DH en 2013.
- Le taux moyen des placements s'est établi à 2,96%, en hausse de +12 pb par rapport à celui réalisé en 2013 (2,84%).



Annexes statistiques



Dettes du Trésor

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
ENCOURS												
Dettes du Trésor	290 121	293 972	327 529	330 834	329 779	325 806	345 177	384 605	430 923	493 677	554 262	587 377
Variation en %	2,2%	1,3%	11,4%	1,0%	-0,3%	-1,2%	5,9%	11,4%	12,0%	14,6%	12,3%	6,0%
En % du PIB	60,8%	58,2%	62,1%	57,3%	53,5%	47,3%	47,1%	50,3%	53,7%	59,7%	63,5%	-
Dettes intérieure	211 197	223 616	258 488	265 777	263 833	257 547	266 439	292 252	331 342	376 805	424 457	447 752
Variation en %	10,4%	5,9%	15,6%	2,8%	-0,7%	-2,4%	3,5%	9,7%	13,4%	13,7%	12,6%	5,4%
En % du PIB	44,3%	44,3%	49,0%	46,0%	42,8%	37,4%	36,4%	38,3%	41,3%	45,5%	48,6%	-
Dettes extérieure	78 924	70 356	69 041	65 057	65 946	68 259	78 738	92 353	99 581	116 872	129 804	139 625
Variation en %	-14,7%	-10,9%	-1,9%	-5,8%	1,4%	3,5%	15,4%	17,3%	7,8%	17,4%	11,1%	7,6%
En % du PIB	16,5%	13,9%	13,1%	11,3%	10,7%	9,9%	10,7%	12,0%	12,4%	14,1%	14,9%	-

CHARGES EN INTERETS

Dettes du Trésor	17 393	17 406	17 369	18 802	19 203	18 404	17 461	17 739	18 572	20 611	23 165	13 586
Variation en %	-4,2%	0,1%	-0,2%	8,3%	2,1%	-4,2%	-5,1%	1,6%	4,7%	11,6%	12,4%	-
en % du PIB	3,7%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	2,7%	2,4%	2,3%	2,3%	2,5%	2,7%	-
En % des ROs	17,1%	16,0%	14,2%	13,9%	12,2%	9,9%	10,1%	10,2%	9,7%	10,4%	11,4%	-
Dettes intérieure	14 211	14 879	14 980	16 362	16 494	15 562	14 598	15 410	15 535	17 335	19 418	11 884
Variation en %	3,6%	4,7%	0,7%	9,2%	0,8%	-5,7%	-6,2%	5,6%	0,8%	11,6%	12,0%	-
En % du PIB	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%	2,2%	-
En % des ROs	14,0%	13,7%	12,2%	12,1%	10,5%	8,4%	8,5%	8,8%	8,1%	8,7%	9,5%	10,8%
Dettes extérieure	3 182	2 527	2 389	2 440	2 709	2 842	2 863	2 329	3 037	3 395	3 882	1 702
Variation en %	-28,3%	-20,6%	-5,5%	2,1%	11,0%	4,9%	0,7%	-18,7%	30,4%	11,8%	14,3%	-
En % du PIB	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	-
En % des ROs	3,1%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,6%	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	-

INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUE

Coût apparent (En %)

Dettes du Trésor	5,7%	5,5%	5,5%	5,4%	5,5%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	-
Intérieure	6,8%	6,4%	6,2%	5,9%	5,8%	5,4%	5,1%	5,2%	4,8%	4,8%	4,7%	-
Extérieure	3,4%	3,2%	3,4%	3,5%	4,2%	4,3%	4,2%	3,0%	3,3%	3,4%	3,3%	-

Durée de vie moyenne (En années)

Dettes du Trésor	4 A 4 M	5 A 1 M	6 A 4 M	6 A 8 M	6 A 7 M	6 A 2 M	5 A 7 M	5 A 8 M	5 A 6 M	5 A 7 M	5 A 6 M	6 A 3 M
Intérieure	3 A 9 M	4 A 10 M	6 A 5 M	6 A 9 M	6 A 5 M	5 A 10 M	5 A 3 M	5 A 2 M	4 A 11 M	4 A 8 M	4 A 5 M	5 A 5 M
Extérieure	5 A 9 M	5 A 5 M	5 A 10 M	6 A 2 M	7 A 3 M	7 A 7 M	7 A 4 M	7 A 3 M	7 A 6 M	8 A 5 M	9 A	8 A 10 M

STRUCTURE DE LA DETTE DU TRESOR

Structure par source de financement (en %)

Dettes Intérieures	72,8%	76,1%	78,9%	80,3%	80,0%	79,0%	77,2%	76,0%	76,9%	76,3%	76,6%	76,2%
Dettes Extérieures	27,2%	23,9%	21,1%	19,7%	20,0%	21,0%	22,8%	24,0%	23,1%	23,7%	23,4%	23,8%

Structure par maturité résiduelle (en %)

Court terme	23,9%	18,6%	13,0%	15,4%	16,9%	20,2%	23,6%	17,5%	13,9%	15,5%	16,8%	15,2%
Moyen terme	45,3%	47,6%	41,0%	33,3%	30,7%	27,2%	28,5%	38,1%	43,4%	41,3%	39,9%	36,1%
long terme	30,8%	33,8%	46,0%	51,3%	52,4%	52,6%	47,9%	44,4%	42,7%	43,2%	43,3%	48,6%

Structure par devises (en %)

Dirham marocain	72,8%	76,1%	78,9%	80,3%	80,0%	78,9%	77,2%	75,2%	76,3%	75,9%	76,2%	75,9%
Euro	14,5%	13,8%	12,3%	12,9%	15,5%	16,0%	17,5%	18,8%	18,1%	18,5%	18,5%	19,1%
Dollar US et devises liées	8,6%	6,7%	5,7%	4,5%	2,6%	2,8%	2,7%	3,2%	2,9%	3,1%	3,3%	3,2%
Dinar Koweïtien	2,3%	1,8%	1,8%	1,3%	1,2%	1,3%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Yen Japonais	1,4%	1,3%	1,0%	0,8%	0,5%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%
Autres	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,8%	1,0%	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%

Structure par types de taux d'intérêt (en %)

Taux fixe	86,7%	88,9%	90,3%	90,9%	91,9%	90,4%	90,2%	92,1%	92,2%	92,5%	91,4%	92,1%
Taux variable	13,3%	11,1%	9,7%	9,1%	8,1%	9,6%	9,8%	7,9%	7,8%	7,5%	8,6%	7,9%

Dettes intérieure du Trésor

2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 S1 2014

ENCOURS

Dettes intérieure	211 197	223 616	258 488	265 777	263 833	257 547	266 439	292 252	331 342	376 805	424 457	447 752
% PIB	44,3%	44,3%	49,0%	46,0%	42,8%	37,4%	36,4%	38,3%	41,3%	45,5%	48,6%	-

REPARTITION PAR PRODUIT

Adjudications	197 100	214 825	251 518	259 954	259 625	252 677	257 937	277 815	314 211	356 721	412 971	428 488
Bons à 6 mois	2 873	1 398	1 218	1 029	50	50	50	50	50	50	50	50
Emprunts conventionnels	7 503	4 763	3 165	1 894	623	-	-	-	-	-	-	-
Emprunts nationaux	730	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Anciens emprunts oblig.	886	286	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Autres	2 106	2 344	2 588	2 900	3 534	4 821	8 452	14 387	17 082	20 034	11 436	19 213

REPARTITION PAR TERME RESIDUEL

Dettes du Trésor												
Court terme	60 836	43 808	33 509	42 793	46 619	61 105	76 102	61 171	52 539	68 958	84 983	81 163
Moyen terme	9 3758	108 776	104 444	84 648	83 685	69 143	75 118	121 307	159 962	170 853	186 974	177 353
Long terme	56 602	71 032	120 535	138 336	133 529	127 300	115 219	109 774	118 842	136 994	152 500	189 236

CHARGES DE LA DETTE INTERIEURE

Charges en principal	54 534	69 650	49 753	36 261	47 133	57 359	71 117	84 907	71 097	78 604	120 333	55 428
Adjudications	39 319	57 471	42 861	30 318	42 215	53 418	67 651	81 236	67 147	77 768	118 937	53 830
Autres	15 215	12 179	6 892	5 943	4 918	3 941	3 466	3 671	3 950	835	1 396	1 598
Charges en intérêts	14 211	14 879	14 980	16 362	16 494	15 562	14 548	15 410	15 535	17 335	19 418	11 884
Adjudications	11 368	12 599	13 403	14 832	15 213	13 944	12 968	13 592	13 656	15 067	16 864	10 679
Autres	2 843	2 280	1 577	1 530	1 281	1 618	1 598	1 817	1 879	2 269	2 554	1 205

INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUES

Durée de vie moyenne	3 A 9 M	4 A 10 M	6 A 5 M	6 A 9 M	6 A 5 M	5 A 10 M	5 A 3 M	5 A 2 M	4 A 11 M	4 A 8 M	4 A 5 M	5 A 5 M
Coût moyen apparent	6,76%	6,40%	6,23%	5,88%	5,82%	5,35%	5,11%	5,23%	4,83%	4,78%	4,71%	-
TMP à l'émission*	4,39%	4,32%	4,66%	4,08%	3,39%	3,72%	3,55%	3,73%	3,75%	4,07%	4,54%	4,81%
Part du court terme	29%	20%	13%	18%	18%	24%	29%	21%	16%	18%	20%	18%

INDICATEURS DU MARCHÉ SECONDAIRE

Opérations fermes	68	100	98	124	131	74	121	173	188	142	159	103
Opérations repos	2 707	4 323	4 497	4 183	6 997	6 139	5 298	4 995	4 058	7 084	8 077	4 944
Taux de rotation BDT (%)	15	21	19	17	27	25	44	55	53	35	35	29(**)
Taille moy des opérations	105	126	119	102	74	70	95	115	106	99	82	89

DETTE INTERIEURE GARANTIE

Encours	13 175	12 869	11 073	9 509	9 197	11 765	13 691	15 475	18 051	19 611	20 283
% PIB	2,6%	2,4%	1,9%	1,5%	1,3%	1,6%	1,8%	1,9%	2,2%	2,2%	-

* hors émissions à très court terme

** Taux de rotation semestriel

Dettes intérieure du Trésor

2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 S1 2014

ENCOURS DES LIGNES EMISES PAR ADJUDICATION

Encours	197 100	214 825	251 518	259 954	259 625	252 677	257 937	277 815	314 211	356 721	412 971	4 28 488
TCT										6022		-
13 semaines	700	1 010	-	400	2 180	1 150	800	1 950	4 540	2 670	60	550
26 semaines	5 210	1 153	470	1 600	2 000	1 925	3 900	3 300	1 200	700	8 903	1 250
52 semaines	17 621	15 892	8 064	4 350	17 128	31 855	54 246	28 962	10 620	6 279	24 891	19 586
2 ans	26 942	12 611	4 823	4 437	10 536	6 700	11 993	33 673	62 581	73 896	83 222	73 619
5 ans	69 154	83 849	83 974	76 020	55 799	41 501	29 436	48 286	59 783	82 880	94 328	101 602
10 ans	48 521	55 499	76 044	80 896	73 777	71 391	64 589	70 050	78 610	83 574	90 692	95 943
15 ans	28 927	42 193	66 031	72 890	76 840	76 790	71 608	69 658	73 042	76 465	86 640	100 546
20 ans	24	2 619	12 111	17 361	18 791	18 791	18 791	19 361	21 261	21 461	21 461	32 617
30 ans	-	-	-	2 000	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 775	2 775	2 775

SOUSCRIPTIONS SUR LE MARCHE DES ADJUDICATIONS

Total des levées	65 929	75 196	79 553	38 754	41 887	46 469	72 911	101 114	103 543	120 279	175 187	69 347
TCT							3 500	3 000	4 100	25 042	4 958	-
13 semaines	6 798	2 376	450	700	3 860	9 538	2 650	4 187	8 490	8 130	18 494	850
26 semaines	9 197	2 145	626	1 900	4 313	4 539	8 827	7 132	1 200	2 600	35 529	1 250
52 semaines	17 049	17 545	10 844	4 350	17 128	29 842	34 903	27 962	11 650	6 279	24 891	2 750
2 ans	8 288	4 323	1 400	3 037	6 600	100	11 993	21 680	40 401	31 496	50 404	6 300
5 ans	14 947	22 395	11 141	4 965	2 350	2 450	11 038	25 483	19 857	25 502	16 249	15 060
10 ans	5 869	10 553	21 763	9 693	1 682			9 925	9 730	14 360	14 137	14 311
15 ans	3 780	13 265	23 838	6 859	3 950			1 175	6 215	6 470	10 525	17 669
20 ans		2 595	9 491	5 250	1 430			570	1 900	200		11 157
30 ans				2 000	575					200		-

TAUX MOYENS PONDERES DES BONS EMIS PAR ADJUDICATION*

TMP annuel	4,30%	4,32%	4,66%	4,08%	3,39%	3,72%	3,55%	3,73%	3,75%	4,07%	4,54%	4,81%
13 semaines	3,40%	2,42%	2,48%	2,56%	3,58%	3,51%	3,28%	3,36%	3,32%	3,37%	3,88%	3,16%
26 semaines	3,54%	2,65%	2,61%	2,63%	3,48%	3,69%	3,49%	3,44%	3,33%	3,45%	4,03%	3,24%
52 semaines	3,85%	3,02%	2,88%	2,98%	3,30%	3,78%	3,47%	3,56%	3,46%	3,72%	4,16%	3,51%
2 ans	4,00%	3,44%	3,21%	3,10%	3,27%	3,65%	3,66%	3,67%	3,65%	3,98%	4,63%	3,94%
5 ans	4,83%	4,50%	3,96%	3,75%	3,17%	3,92%	3,82%	3,93%	3,88%	4,20%	5,02%	4,51%
10 ans	5,71%	5,10%	4,78%	4,28%	3,40%	-	-	4,17%	4,16%	4,51%	5,52%	5,19%
15 ans	6,15%	5,69%	5,34%	4,91%	3,65%	-	-	4,34%	4,36%	4,64%	5,77%	5,70%
20 ans	-	6,08%	5,99%	5,20%	3,81%	-	-	4,45%	4,41%	4,97%		5,81%
30 ans	-	-	-	3,98%	3,97%	-	-			5,01%		-

* Hors émissions à très court terme

Dettes extérieures du Trésor

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
ENCOURS									
En Dirham marocain	65 057	65 946	68 259	78 738	92 353	99 581	116 872	129 804	139 625
En Dollar US	7 693	8 550	8 429	10 017	11 051	11 610	13 858	15 926	17 002
En Euro	5 839	5 806	6 070	6 958	8 268	8 966	10 484	11 558	12 453
En % du PIB	11,3%	10,7%	9,9%	10,7%	12,0%	12,4%	14,1%	14,9%	-

STRUCTURE DE LA DETTE (EN%)

<i>Structure par maturité initiale et par créanciers</i>									
Moyen et long terme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Créanciers bilatéraux	30,8%	28,9%	35,5%	36,6%	35,6%	33,6%	28,5%	23,7%	21,2%
Pays de l'UE	18,8%	18,7%	24,0%	26,6%	22,9%	21,5%	18,8%	16,1%	14,3%
Pays arabes	3,5%	3,2%	3,5%	2,8%	2,4%	2,2%	1,9%	1,5%	1,3%
Autres pays	8,5%	7,0%	8,0%	7,2%	10,3%	9,9%	7,8%	6,1%	5,6%
Créanciers multilatéraux	54,4%	55,6%	58,1%	55,9%	49,5%	52,9%	47,5%	50,6%	45,7%
Marché Financier International	14,8%	15,5%	6,4%	7,5%	14,9%	13,5%	24,0%	25,7%	33,1%
Court terme	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Structure par devises</i>									
Euro	65,5%	77,6%	75,9%	76,8%	75,0%	75,8%	76,6%	77,2%	78,9%
Dollar US et devises liées	22,7%	13,0%	13,6%	12,0%	13,2%	12,4%	13,3%	14,2%	13,5%
Dinar Koweïtien	6,8%	6,2%	6,2%	4,5%	3,8%	3,6%	3,1%	2,6%	2,5%
Yen Japonais	4,0%	2,7%	3,9%	3,3%	3,6%	3,7%	3,2%	2,6%	2,4%
Autres	1,0%	0,5%	0,4%	3,4%	4,4%	4,5%	3,8%	3,4%	2,7%
<i>Structure par types de taux d'intérêt</i>									
Taux Fixe	53,7%	59,3%	54,0%	57,1%	67,3%	66,5%	68,2%	63,4%	66,8%
Taux variable	46,3%	40,7%	46,0%	42,9%	32,7%	33,5%	31,8%	36,6%	33,2%

SERVICE DE LA DETTE

<i>Charges totales</i>	11 802	14 058	12 311	7 817	8 025	9 712	11 292	11 888	5 777
En % des recettes ordinaires	8,7%	9,0%	6,6%	4,5%	4,6%	5,1%	5,7%	5,8%	5,8%
Contre-valeur en millions \$US	1 336	1 710	1 579	963	950	1 198	1 305	1 409	1 409
<i>Charges en principal</i>	9 362	11 349	9 469	4 954	5 696	6 675	7 897	8 006	4 075
Créanciers bilatéraux	3 550	3 053	2 085	2 305	2 571	2 362	3 258	3 361	1 558
Pays de l'UE	1 964	1 904	1 417	1 605	1 774	1 561	1 867	2 153	1 063
Pays arabes	902	288	213	227	238	247	281	252	121
Autres pays	684	861	455	473	559	554	1 110	956	374
Créanciers multilatéraux	3 485	3 079	2 776	2 649	3 125	4 313	4 639	4 645	2 517
Marché Financier International	2 327	5 217	4 608	-	-	-	-	-	-
<i>Charges en intérêts</i>	2 440	2 709	2 842	2 863	2 329	3 037	3 395	3 882	1 702
Créanciers bilatéraux	698	795	624	1 024	930	1 053	1 114	954	419
Pays de l'UE	425	555	406	790	638	661	699	603	274
Pays arabes	69	75	72	75	74	67	78	66	31
Autres pays	204	165	146	159	218	325	337	285	114
Créanciers multilatéraux	1 197	1 438	1 677	1 535	1 086	1 172	1 466	1 280	564
Marché Financier International	545	476	541	304	313	812	815	1 648	719

TIRAGES DE LA DETTE

<i>Tirage de la dette</i>	6 663	12 597	11 482	15 055	21 533	13 954	23 146	23 015	12 051
Créanciers bilatéraux	1 603	2 348	6 627	7 348	5 941	2 514	3 257	1 590	302
Pays de l'UE	1 162	1 927	5 491	6 364	1 999	1 943	2 157	863	187
Pays arabes	390	232	408	191	65	188	237	32	63
Autres pays	51	189	728	793	3 877	383	863	695	52
Créanciers multilatéraux	5 060	4 669	4 855	7 707	4 406	11 440	7 050	15 003	582
Marché Financier International	0	5 580	0	0	11 186	0	12 839	6 422	11 167

Dettes extérieures publiques

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
ENCOURS									
En Dirham marocain	115 927	122 043	133 557	152 267	173 805	189 108	212 713	234 746	262 193
En Dollar US	13 709	15 823	16 492	19 372	20 798	22 048	25 222	28 801	31 926
En Euro	10 405	10 744	11 876	13 456	15 559	17 028	19 082	20 903	23 384
En % du PIB	20,1%	19,8%	19,4%	20,8%	22,7%	23,6%	25,7%	26,9%	-

STRUCTURE DE LA DETTE (EN%)

Structure par créanciers									
Moyen et long terme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%
Créanciers bilatéraux	37,0%	36,4%	40,4%	40,1%	39,6%	38,7%	35,2%	32,8%	29,1%
Pays de l'UE	24,4%	24,3%	26,6%	27,8%	25,1%	24,4%	23,4%	23,4%	20,5%
Pays arabes	4,0%	4,3%	4,7%	4,0%	3,8%	3,9%	3,2%	2,7%	2,4%
Autres pays	8,6%	7,8%	9,1%	8,3%	10,7%	10,4%	8,6%	6,7%	6,2%
Créanciers multilatéraux	49,7%	50,7%	52,4%	52,4%	49,4%	51,7%	49,2%	51,0%	45,6%
Marché Financier International	13,3%	12,9%	7,2%	7,5%	11,0%	9,6%	15,6%	16,2%	25,3%
Court terme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Structure par emprunteurs									
Dettes du Trésor	56,1%	54,0%	51,1%	51,7%	53,1%	52,7%	54,9%	55,3%	53,3%
Dettes garanties	43,9%	46,0%	48,9%	48,3%	46,9%	47,3%	45,1%	44,7%	45,7%
Etablissements publics	40,8%	43,5%	46,9%	46,9%	45,8%	46,5%	44,5%	44,3%	46,4%
Secteur bancaire	2,5%	2,0%	1,6%	1,1%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%
Collectivités locales	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Structure par devises									
Euro	65,5%	72,3%	70,4%	72,7%	70,8%	71,3%	72,7%	73,8%	70,2%
Dollar US et devises liées	17,0%	11,0%	11,4%	10,0%	10,4%	9,7%	11,1%	12,5%	17,7%
Dinar Koweïtien	9,3%	9,5%	9,7%	8,2%	8,5%	8,8%	8,0%	7,1%	4,0%
Yen Japonais	6,2%	5,5%	6,9%	6,2%	7,0%	7,0%	5,6%	4,2%	6,3%
Autres	2,0%	1,7%	1,6%	2,9%	3,3%	3,2%	2,6%	2,4%	1,8%
Structure par types de taux d'intérêt									
Taux Fixe	53,7%	59,3%	54,0%	57,1%	67,3%	66,5%	68,2%	63,4%	77,3%
Taux variable	46,3%	40,7%	46,0%	42,9%	32,7%	33,5%	31,8%	36,6%	22,7%

SERVICE DE LA DETTE

Charges totales	18 617	20 141	18 279	14 225	15 372	17 533	19 958	21 847	10 628
En % des RCBP	7,1%	6,8%	5,4%	5,1%	4,7%	4,8%	5,4%	5,8%	-
Contre-valeur en millions \$US	2 107	2 449	2 345	1 752	1 819	2 163	2 307	2 590	1 296
Charges en principal	14 419	15 455	13 311	9 104	10 545	11 866	13 721	14 958	7 310
Créanciers bilatéraux	5 269	4 576	3 633	3 964	4 477	4 382	5 488	5 693	2 733
Pays de l'UE	3 359	3 068	2 551	2 819	3 135	2 947	3 374	3 759	1 885
Pays arabes	1 147	541	458	487	547	566	623	674	327
Autres pays	763	967	624	658	795	869	1 491	1 260	521
Créanciers multilatéraux	5 894	4 428	4 305	4 341	5 217	6 652	7 408	7 912	4 212
Marché Financier International	3 256	6 451	5 373	799	851	832	825	1 353	365
Charges en intérêts	4 198	4 686	4 968	5 121	4 827	5 667	6 237	6 889	3 318
Créanciers bilatéraux	1 273	1 429	1 332	1 778	1 781	1 961	2 102	1 983	999
Pays de l'UE	830	987	862	1 264	1 186	1 224	1 316	1 313	693
Pays arabes	133	165	184	210	219	235	250	221	107
Autres pays	310	277	286	304	376	502	536	449	199
Créanciers multilatéraux	2 122	2 508	2 852	2 810	2 505	2 686	3 117	3 068	1 523
Marché Financier International	803	749	784	533	541	1 020	1 018	1 838	796

TIRAGES DE LA DETTE

Tirage de la dette	16 361	22 320	22 633	28 114	31 751	25 533	37 495	41 194	31 722
Créanciers bilatéraux	5 178	6 426	11 098	11 881	9 793	7 096	9 030	10 371	1 474
Pays de l'UE	3 185	4 087	8 653	9 660	4 499	5 543	7 015	8 528	926
Pays arabes	1 338	1 397	1 221	668	566	786	306	425	136
Autres pays	655	942	1 224	1 553	4 728	767	1 709	1 418	412
Créanciers multilatéraux	9 413	9 224	10 918	15 191	10 086	18 160	14 513	23 605	3 961
Marché Financier International	1 770	6 670	617	1 042	11 872	277	13 952	7 218	26 287