Royaume du Maroc
Ministère de l'Economie, des Finances et de la Réforme de l'Administration

المملكة المغربية
وزارة الاقتصاد والمالية وإصلاح الإدارة

~~AL MALIYA SPECIAL LOI DE FINANCES~~
DOCUMENTS ACCOMPAGNANT LE PROJET DE LF 2021
- RAPPORT DE LA DETTE DE 2019 -

Le rapport de la dette, qui est produit chaque année par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE), décrit le financement du Trésor aussi bien sur le marché domestique qu'auprès des bailleurs de fonds étrangers, analyse l'évolution du portefeuille de la dette en termes d'encours et de service de la dette ainsi qu'en termes de structure par instrument, par type de taux d'intérêt et par devises et évalue les indicateurs de coût et de risque suivis en matière de gestion de la dette. Ce document fait également un bilan de la gestion active des dettes intérieure et extérieure, en plus de la gestion active de la trésorerie publique menée par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures.

FINANCEMENT DU TRESOR

1. Financement intérieur

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

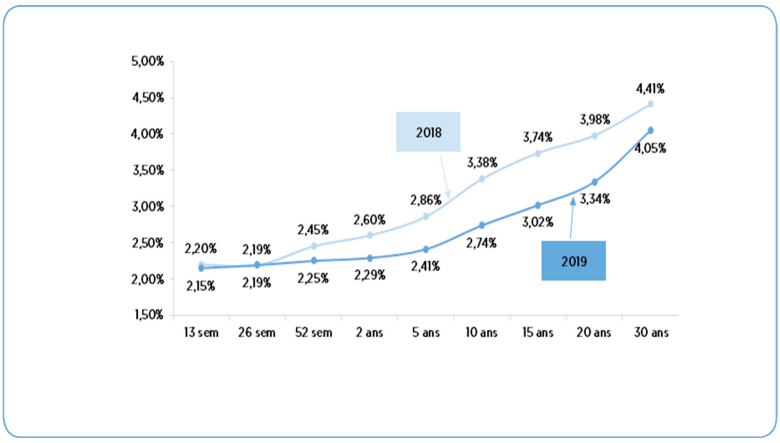
- assurer une présence régulière sur l'ensemble des maturités tout en répondant au mieux aux évolutions de la demande du marché ;
- veiller à ce que les indicateurs de risque de la dette intérieure restent, dans la mesure du possible, proches des niveaux retenus et validés au niveau du plan de financement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

Ainsi et au terme de l'année 2019, le volume global des émissions du Trésor sur le marché des adjudications s'est établi à 104,4 milliards DH contre 115,1 milliards DH un an auparavant, en baisse de 9,3% ou 10,7 milliards DH par rapport à 2018. Ce volume est réparti à hauteur de 67,3 milliards DH ou 64,4% des levées au titre des adjudications contre 94,7 milliards DH ou 82,3% en 2018 et 37,1 milliards DH (35,6%) au titre des émissions dans le cadre des opérations d'échange de BDT.

Par structure des levées, les maturités à 5 ans et plus ont représenté 76% du volume global levé enregistrant, ainsi, un niveau largement supérieur à celui de 2018 (47%).

En terme de taux retenus et à l'image des taux demandés par les investisseurs, ceux-ci se sont inscrits dans une tendance baissière, au cours de l'année 2019, avec une baisse moyenne de 37,0 pb comparé aux taux enregistrés à fin 2018.

Evolution annuelle des taux de rendement des BDT - Derniers TMP retenus -



2. Financement extérieur

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

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

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

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

Emission réussie sur le compartiment de l'Euro

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

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

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

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

Caractéristiques de l'émission souveraine sur le MFI

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

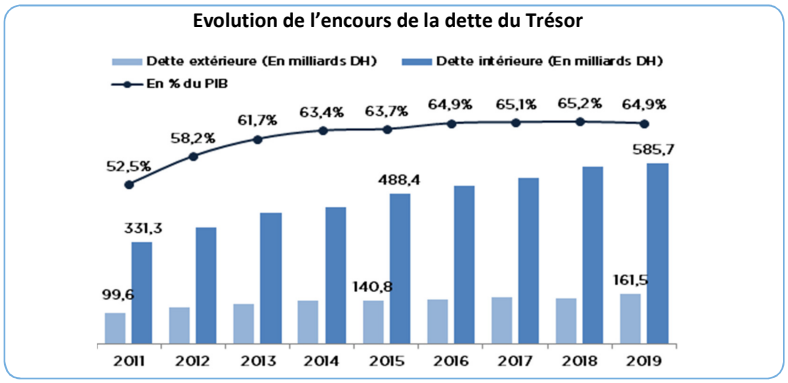
EVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR

1. Encours

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

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

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



2. Structure par instrument

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

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

3. Structure par taux d'intérêt

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

intérieure, qui est exclusivement assortie de taux fixe, représente la part dominante dans l'encours de cette dette (près de 78,4%).

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

4. Structure par devises

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

Pour ce qui est de la dette extérieure, la part de celle contractée en Euro s'est établie à fin 2019 à 66,7% alors que celle contractée en dollar US et devises liées à 26,7% et celle des autres devises (Yen japonais, Dinar koweitien et autres) à 6,6% contre respectivement 63,2%, 29,0% et 7,8% à fin 2018.

5. Service de la dette du Trésor

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions, réglées durant l'année 2019, ont augmenté pour s'établir à 135,9 milliards DH contre 124,7 milliards DH en 2018, soit une hausse de 11,2 milliards DH ou 9%. Cette hausse résulte de l'effet combiné de la hausse des charges en principal de 8,7 milliards DH et la hausse des charges en intérêts de 2,5 milliards DH.

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

6. Indicateurs de coût

6.1. Coût moyen de la dette du Trésor

Le coût moyen de la dette du Trésor s'est établi à 3,9% en 2019, en stagnation par rapport à fin 2018.

6.2. Taux moyen pondéré des émissions par adjudication

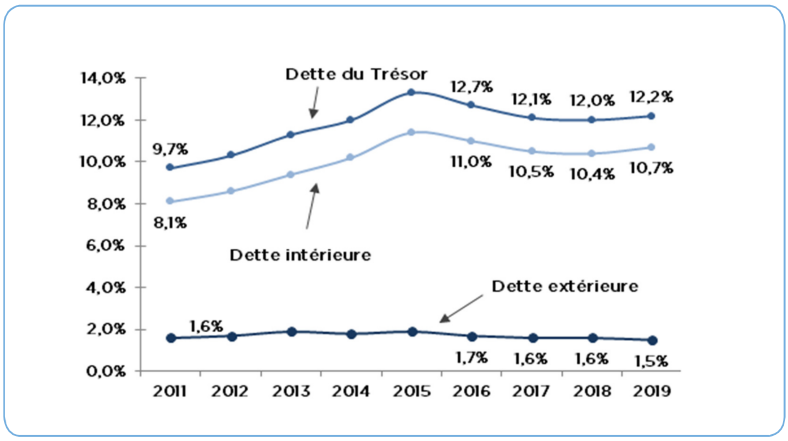
Le taux moyen pondéré des émissions des BDT (y compris les opérations de gestion active) s'est établi à 2,98%, en hausse de près de 21 pb à celui enregistré à fin 2018. Cette hausse, opérée dans un contexte caractérisé par une baisse des taux, est attribuable principalement à la configuration des levées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

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

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

Evolution du ratio Charges en intérêts / Recettes ordinaires

[5]



7. Indicateurs de risque

7.1. Part du court terme

À fin décembre 2019, la part du court terme dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 13,2% contre 11,4% en 2018, enregistrant ainsi une hausse de 1,8%. Cette hausse est due essentiellement à la hausse de la part à court terme de la dette intérieure qui ressort à 13,7% à fin 2019 contre 12,9% à fin 2018 en raison principalement de la configuration des souscriptions de 2005 (BDT à 15 ans) et 2015 (BDT à 5 ans) et du mode de remboursement in fine de cette dette.

Pour ce qui est de la part du court terme dans le portefeuille de la dette extérieure, celle-ci a augmenté de 6,2% pour s'établir à 11,7% à fin 2019.

Mis en forme : Espace Avant : 0 pt, Interligne : simple

7.2. Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor ressort à 6 ans et 11 mois, soit une augmentation de 6 mois par rapport à l'année précédente. Cette évolution est imputable principalement à l'augmentation de la DVM de la dette intérieure de 7 mois par rapport à son niveau de 2018, traduisant la concentration des levées du Trésor sur des maturités supérieures ou égales à 5 ans (76% des levées globales).

Evolution de la durée de vie moyenne –en années–

[6]

7.3. Taux de couverture mensuel des émissions sur le marché des adjudications

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

7.4. Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est apprécié à travers deux indicateurs, à savoir (i) la part de la dette nécessitant une refixation des taux et (ii) la part de la dette assortie de taux variables.

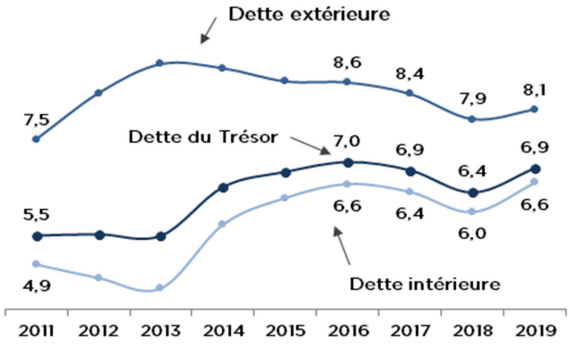
- **Part de la dette nécessitant un refixing**

La part de la dette du Trésor devant faire l'objet d'une refixation de son taux d'intérêt en 2020 est composée de la dette à taux variable (extérieure exclusivement) et de la dette à taux fixe à court terme (intérieure et extérieure) devant être refinancée en 2020. À fin 2019, cette dette s'est élevée à près de 153,9 milliards DH, soit près de 21,0% de l'encours de la dette du Trésor en hausse de 2 points par rapport à fin 2018.

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

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

À fin 2019, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 35% contre 37% à fin 2018. Cette évolution s'explique par la poursuite de concrétisation des opérations de conversion, déjà conclues avec la Banque mondiale, qui permettent de convertir des taux d'intérêt prêteurs



flottants en des taux d'intérêt fixes et ce, pour se couvrir contre les hausses éventuelles de taux Libor sur les durées restantes desdits emprunts.

7.5. Risque de change

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

EVOLUTION DE LA DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE

1. Encours

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

À rappeler que, l'encours de la dette extérieure publique est composé de l'encours de la dette extérieure du Trésor, des établissements et entreprises publics (EEPs), du Secteur bancaire public et des emprunts extérieurs garantis par l'État des collectivités territoriales (CTs) et des Institutions d'Utilité publique (IUPs).

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

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

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

2. Structure par créanciers

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

3. Structure par emprunteurs

À fin 2019, la dette extérieure publique hors Trésor représente 52,5% du total de la dette extérieure publique. Les EEPs demeurent le 1er groupement d'emprunteurs du secteur public avec un encours de 174,8 milliards DH. Cinq principaux emprunteurs détiennent une part de plus de 80%, à savoir l'ONEE (25%), l'OCP (20%), l'ONCF (14%), l'ADM (11%) et MASEN (11%).

4. Structure par devises

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

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

~~7.~~5. Structure par taux d'intérêt

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

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

~~8.~~6. Tirages sur emprunts extérieurs

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

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

~~9.~~7. Service de la dette extérieure publique

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

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

GESTION ACTIVE DE LA DETTE DU TRESOR

La gestion active mise en place par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures vise essentiellement la réduction du coût et l'atténuation des risques inhérents au portefeuille de la dette.

1. Gestion active de la dette intérieure

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

En termes d'impact des opérations de gestion active de la dette intérieure réalisées en 2019 sur les indicateurs de coût et de risque, lesdites opérations ont engendré :

- une légère hausse des charges en intérêts de la dette intérieure payées en 2019 de près de 22 millions DH. Cette hausse provient de l'effet combiné de la baisse des charges en intérêts payées en 2019 de près de 193,9 millions DH, suite au rachat par anticipation des tombées de cette même année et d'une augmentation desdites charges de près 215,8 millions DH, suite au rachat des tombées de 2020 ;

- une atténuation du risque de refinancement lié à la dette du Trésor à travers (i) la réduction des tombées des mois concernés par les opérations d'échange de BDT de près de 3,1 milliards DH en moyenne par mois en 2019 et de près de 2,4 milliards DH en moyenne par mois en 2020 et (ii) le rallongement de la DVM de la dette intérieure de près de 5 mois et 16 jours.

2. Gestion active de la dette extérieure

Dans le cadre des actions de gestion active de la dette extérieure, les principales activités menées durant l'année 2019 ont porté sur la poursuite de la réalisation des projets financés à travers les accords de conversion de dettes en investissements publics conclus avec l'Italie. Ainsi, un total de 5,8 millions DH a été converti en 2019 dans le cadre de l'accord du 9 avril 2013 conclu avec l'Italie réparti comme suit :

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

Le cumul des montants traités via ces opérations initiées en 1996, avoisine les 85 milliards DH.

GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE

1. Opérations réalisées en 2019

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

Dans le sillage de la hausse des disponibilités du CCT de près de 8% en 2019, le volume global placé auprès des banques a enregistré une progression de 11% pour atteindre 900,2 milliards DH en 2019 contre 811,4 milliards DH en 2018. Alors que la rémunération moyenne obtenue par la Direction du Trésor sur ses opérations de placement s'est établie à 2,21% contre 2,33% en 2018, soit une baisse de près de 11,4 pb.

2. Recettes perçues au titre de la gestion active de la trésorerie

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

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

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

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