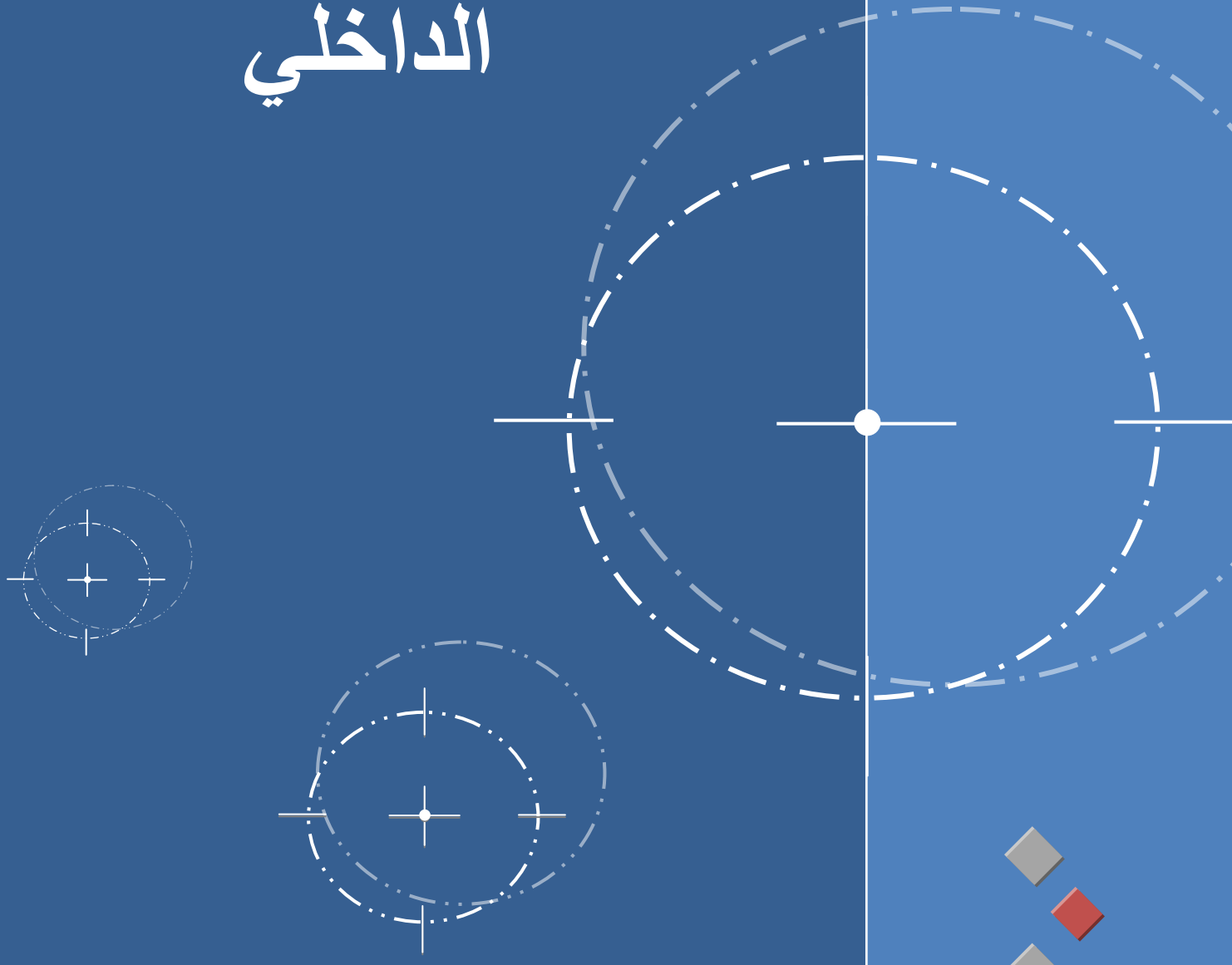
المملكة المغربية

وزارة الاقتصاد و المالية

2008

تقرير حول تطور الدين الداخلي



مديرية الخزينة و المالية الخارجية

مارس 2009

2008

تقرير حول تطور الدين الداخلي

وزارة الاقتصاد و المالية

مديرية الخزينة و المالية الخارجية

قسم الدين الداخلي

شارع محمد الخامس، الحي الإداري، الرباط، شالة

الهاتف : 25/29 37 67 72 (212) الفاكس : 26 72 97 37 (212)

2008

تقرير حول تطور الدين الداخلى

الفهرس

الأرقام الأساسية 5

تمويل الخزينة خلال سنة 2008 10

بنية الدين الداخلي العمومي 18

السـوق الثانـوي لسنـدات الخزينـة 29

عصرنة تدبير الدين والخزينة العمومية 34

ملحقات إحصائية 39

ترجمة بعض المصطلحات المستعملة

الإنجليزية	الفرنسية	العربية
Government bonds auction market	Marché des adjudications des bons du Trésor	سوق المزادات لسندات الخزينة
Reopening of bonds	Technique d'émission par assimilation	تقنية الإصدار عبر المماثلة
Central depositary	Dépositaire centrale	الوديع المركزي
Primary dealers	Intermédiaires en valeurs du Trésor	وسطاء سندات الخزينة
Guaranteed domestic debt	Dette intérieure garantie	الدين الداخلي المضمون من طرف الدولة
Index linkage	Indexation	المقايسة
Term to maturity	Durée de vie moyenne	المدة الزمنية المتوسطة المتبقية للسداد
Weighted average yield	Taux moyen pondéré à l'émission	معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار
Electronic auction system	Système de télé-adjudication	نظام الإرسال الإلكتروني للعروض في سوق المزادات
Outright transactions	Opérations fermes sur le marché secondaire des bons du Trésor	المعاملات الباتة في السوق الثانوي لسندات الخزينة
Repos	Opérations de pension livrée	عمليات الإستحفاظ
Turnover rate	Taux de rotation des bons du Trésor	معدل الدوران
Active debt management	Gestion active de la dette	التدبير النشيط للدين
Bonds Buy-back	Rachat des bonds du Trésor	شراء سندات الخزينة
Switch of bonds	Echange des bonds du Trésor	تبادل سندات الخزينة
Smoothing of debt repayment schedule	Lissage de l'échéancier de la dette	تمليس جدول السداد للدين
Over the counter	Opérations de gré à gré	المعاملات بالتراضي
Government cash management	Gestion de la trésorerie publique	تدبير الخزينة العمومية
Cash forecast	Prévisions de trésorerie	توقعات الخزينة
Trading floor	Salle des marchés	قاعة المعاملات المالية
Front office unit	Service des opérations de marché	مصلحة عمليات السوق
Back office unit	Service du Back office	مصلحة تتبع عمليات السوق

1 الأرقام الأساسية

مديونية الخزينة

الدين المتداول	2007	2008
	مليار درهم	
الدين الداخلي	259,6	252,7
الدين الخارجي*	10,2	5,6

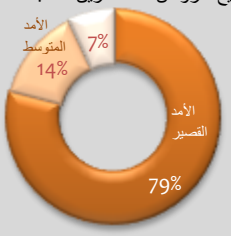
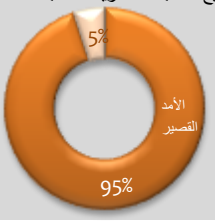
الدين الداخلي للخزينة

	2007	2008
	مليار درهم	
الإكتتابات	45,2	50,6
تحملات أصل الدين	47,1	57,4
الاكتتابات الصافية	-1,9	-6, 7

تحملات الدين	2007	2008
	مليار درهم	
تحملات فائدة الدين	16,5	15,6
نسبة إلى الموارد العادية	%10,7	%8,5

مؤشرات تكلفة ومخاطر الدين الداخلي	2007	2008
التكلفة المتوسطة للدين	%5,82	%5,35
معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار	%3,39	%3,72
المدة الزمنية المتبقية للسداد	6 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 10 أشهر
حصة الدين ذو المدى القصير	%18	%24

السوق الأولى لسندات الخزينة

	2007	2008	
حجم العروض	165,5 مليار درهم	324,3 مليار درهم	توزيع عروض المستثمرين حسب الأمد 
اكتتابات الخزينة	41,9 مليار درهم	46,5 مليار درهم	توزيع اكتتابات الخزينة حسب الأمد 
عدد الخطوط الجديدة المصدرة	11 خط	9 خطوط	

* الدين الخارجي المصدر في السوق المالية العالمية

السوق الثانوي لسندات الخزينة

	2007	2008	
حجم المعاملات في السوق الثانوي	7128 مليار درهم	6213 مليار درهم	الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة
حجم المعاملات الباتة	131 مليار درهم	74,1 مليار درهم	2007
حجم عمليات الإستحفاظ	6997 مليار درهم	6139 مليار درهم	365 مليون درهم
معدل دوران سندات الخزينة	27 مرة	25 مرة	2008
الحجم المتوسط للمعاملات	74 مليون درهم	70 مليون درهم	253 مليون درهم

تواريخ إصدارات سندات الخزينة على السوق الأولى
2009

يناير	فبراير	مارس
6 13 20 27	3 10 17 24	3 10 17 24 31
أبريل	**مايو**	**يونيو**
7 14 21 28	5 12 19 26	2 9 16 23 30
يوليوز	**غشت**	**شتنبر**
7 14 21 28	4 11 18 25	1 8 15 22 29
أكتوبر	**نونبر**	**دجنبر**
6 13 20 27	3 10 17 27	2 8 15 22 29

- حصص مخصصة لإصدار سندات الخزينة قصيرة المدى
- حصص مخصصة لإصدار سندات الخزينة متوسطة و طويلة المدى
- حصص مخصصة لإصدار سندات الخزينة متوسطة و طويلة المدى بالإضافة إلى إصدار سندات20 و 30 سنة

المديونية العمومية الخزينة

بعدما عرف حجم الدين العمومي للخزينة (الدين الداخلي و الخارجي) انخفاضا للمرة الأولى في تاريخه بما يناهز 1,1 مليار درهم في متم سنة 2007، يكرس للمرة الثانية على التوالي هدا المنحى و يتم سنة 2008 بانخفاض جديد يصل إلى 4 ملايير درهم ليناهز 325,8 مليار درهم مقابل 329,8 مليار درهم السنة الماضية.

و يعزى هدا التطور في حجم الدين العمومي للخزينة إلى التغيرات التالية :

- الانخفاض التاريخي الذي عرفه حجم الدين الداخلي بما يعادل 6,7 مليار درهم ليصل إلى 257,1 مليار درهم ؛
- الارتفاع الطفيف لحجم الدين الخارجي بمقدار 2,75 مليار درهم ليصل إلى 68,7 مليار درهم.

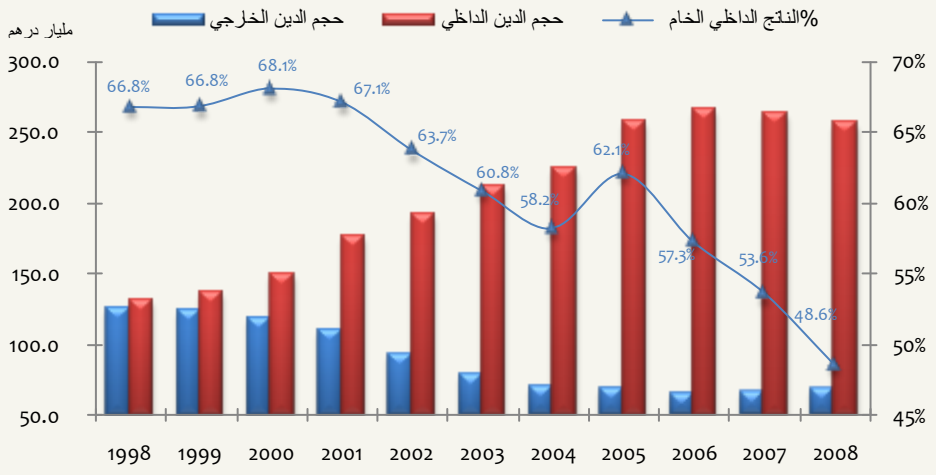
أما بالنسبة لبنية الدين، فإن حصة الدين الداخلي ضمن الحجم الإجمالي لمديونية الخزينة تناهز 79% محققة بذلك انخفاضا بنقطة واحدة مقارنة مع العام الماضي بينما نسبة الدين الخارجي وصلت إلى 21%.

و يعكس التراجع المسجل في المديونية خلال سنة 2008 إلى التحكم المستمر في عجز الميزانية رغم الظرفية الاقتصادية التي تميزت بموسم فلاحي دون المتوسط و بأعلى بمستوى قياسي لنفقات صندوق المقاصة.

و قد عرف معدل حجم الدين العمومي للخزينة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام تحسنا ملحوظا خلال السنوات العشر الأخيرة (ما عدا سنة 2005) و نزل عن عتبة 50% حيث استقر عند نسبة 48,6% مقابل 53,6% في متم سنة 2007، مسجلا انخفاضا يعادل 5 نقاط.

كما، حقق هدا المعدل تراجعا مهما ب 13,5 نقطة خلال السنوات الثلاثة الماضية أي تحسن متوسط سنوي يعادل 4,5 نقطة من الناتج الداخلي الخام وذلك بفضل النمو المستمر للناتج الداخلي الخام الجاري (8,8% كمعدل سنوي) و كذا التحكم الجيد في المالية العمومية.

تطورمعدل حجم الدين العمومي للخزينة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام



2

تمويل الخزينة خلال سنة 2008

2-1- شروط تمويل الخزينة داخل سوق المزادات خلال سنة 2008

تميز سوق سندات الخزينة بارتفاع طلب المستثمرين وذلك رغم ظرفية السوق النقدي و التي تميزت بتقلص السيولة البنكية. ورافق هذا الارتفاع في الطلب ، ارتفاع أسعار الفائدة المقترحة مقارنة بالمستوى الذي كانت عليه سنة 2007.

1- عروض المستثمرين

سجل طلب المستثمرين لسندات الخزينة ارتفاعا ملحوظا خلال سنة 2008 حيث بلغ حجم الطلبات 324,3 مليار درهم مقابل 165,5 مليار درهم السنة الفارطة، أي تقريبا الضعف.

تطور عروض المستثمرين بين 2007 و 2008 (بمليون درهم)

وجاء هذا التهافت على سندات الخزينة في ظرفية غير ملائمة للسوق النقدي الذي تأثر بتقلص السيولة البنكية، ويمكن تفسير هذا الاهتمام بما يلي:

1. التوقعات التي كانت تشير إلى تراجع أسعار الفائدة في سوق المزادات خلال الستة أشهر الأولى لسنة 2008 و التي شجعت المستثمرين على تسريع وثيرة طلب

هاته السندات حيث بلغ حجم طلبات المستثمرين خلال نفس الفترة 54% من إجمالي الطلبات السنوية.

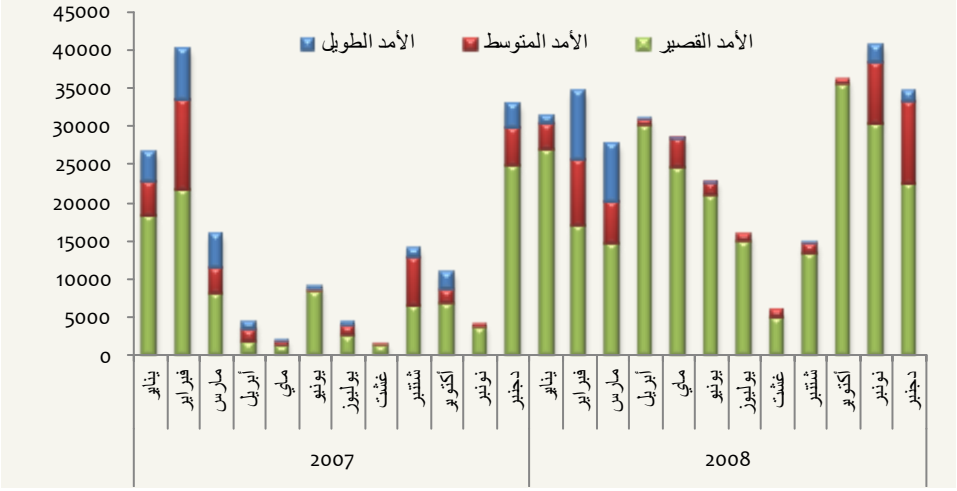
2. قلة سندات الخزينة المتداولة في السوق الثانوي خلال سنة 2008 نتيجة تقلص مديونية الخزينة خلال السنتين الماضيتين.

3. الخصاص الكبير في سندات الخزينة التي يتم وضعها كضمان للحصول على تمويلات البنك المركزي لتغطية العجز اليومي لخزينة البنوك ، والذي تفاقم خلال الثلاث أشهر الأخيرة لسنة 2008 حيث وصل إلى حدود 28 مليار درهم في ظرفية تميزة بضعف نشاط السوق الثانوي.

4. تراجع أسعار البورصة خلال سنة 2008 و الذي دفع المستثمرين إلى التوجه إلى الاستثمارات الآمنة وخاصة سندات الخزينة.

أما فيما يخص توزيع الطلب على سندات الخزينة حسب الأمد، فقد تركز طلب المستثمرين على سندات الخزينة ذات الأمد القصير حيث بلغت 79% من إجمالي الطلب مقابل 63% خلال 2007. وفيما يخص طلبات المستثمرين لسندات الخزينة ذات الأجل المتوسط والطويل فقد شكلت نسبة لا تفوق 21% من حجم الكلي للطلبات خلال 2008 مقابل 37% خلال 2007.

توزيع الطلب على سندات الخزينة حسب الأمد (بمليون درهم)



كما عرفت سندات الخزينة لمدة 13 أسبوع و 52 أسبوع إقبالا مهما حيث شكل هذين النوعين من السندات لوحدهما 60% من الحجم الإجمالي للطلبات.

واحتلت سندات الخزينة لمدة 26 أسبوع المركز الثالث بنسبة (19%) متبوعة بالسندات لمدة 5 سنوات (9%) وتليها سندات الخزينة لمدة سنتين (6%) وأخيرا سندات الخزينة لمدة 10 سنوات (4%).

2- ارتفاع أسعار الفائدة المقترحة

استمر ارتفاع أسعار الفائدة المقترحة من طرف المستثمرين في سوق سندات الخزينة خلال 2008 بنفس الوثيرة التي عرفتها ا لسنة الماضية رغم تحسن الأسس الماكرواقتصادية لبلادنا.

و قد تركزت جل طلبات المستثمرين التي تراوحت أسعار فائدتها ما بين 3,5% و 4,5% حيث بلغت 86% من الحجم الكلي للطلبات مقابل 34% في سنة 2007. كما تميزت سنة 2008 بغياب طلبات المستثمرين ذات أسعار فائدة تقل عن 3% بالنظر إلى السنة الماضية حيث شكلت هذه الفئة من العروض 28% من العرض الإجمالي لسنة 2007 أو ما يناهز 46 مليار درهم. و يرجع هذا التحول في طلبات المستثمرين نحو مستويات أعلى لأسعار الفائدة إلى ما يلي :

- توقعات المستثمرين خلال الربع الثالث لسنة 2008 بخصوص ارتفاع محتمل لسعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب بسبب ارتفاع ضغوطات التضخم. و قد تم بالفعل رفعه من 3,25% إلى 3,50% عند اجتماع مجلس إدارة بنك المغرب في أواخر شهر شتنبر 2008.
- تدني مستوى سعر الفائدة للأمد المتوسط والطويل في السوق الأولي مقارنة بالسوق الثانوي.

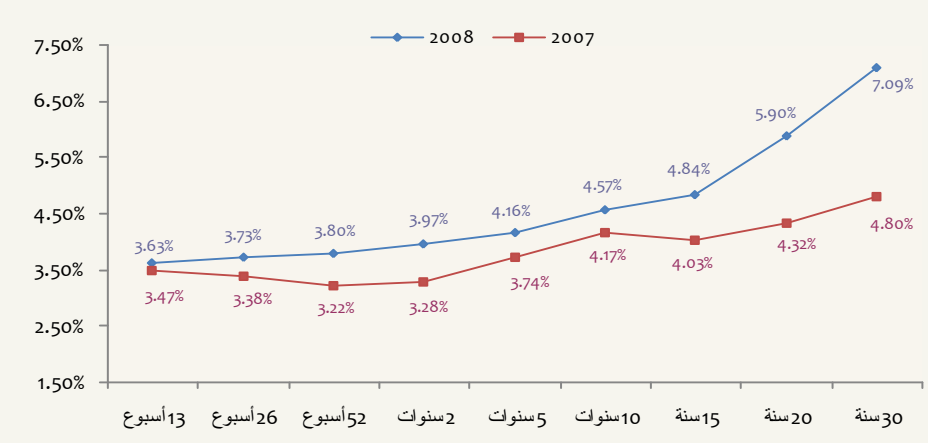
توزيع عروض المستثمرين حسب الأسعار المطلوبة

2008		2007		
الحصة	الحجم	الحصة	الحجم	
%8,7	28 184	%60,2	99 720	[%3,50 - %2,50]
%86,2	279 684	%34,1	56 433	[%4,50 - %3,50]
%3,7	12 058	%4,7	7 827	[%5,50 - %4,50]
%0,7	2 350	%0,8	1 370	[%6,50 - %5,50]
%0,6	2 050	%0,1	200	[%7,50 - %6,50]
%100	**324 326**	**%100**	**165 550**	**المجموع**

نتيجة لكل هذا، ارتفع معدل سعر الفائدة المقترح بالنسبة لم تختلف الآجال، مقارنة بسنة 2007، حيث تأرجح بين 3,63% و 3,80% بالنسبة لسندات الخزينة ذات الأ مد القصير وبين 3,97% و 4,16% بالنسبة لسندات الخزينة ذات الأ مد المتوسط وبين 4,57% و 7,09% بالنسبة لسندات الخزينة ذات الأمد الطويل.

مقارنة بالمستوى الذي كان عليه سنة 2007، ارتفع هذا المعدل إلى 59 نقطة أساس بالنسبة للأمد القصير، 68 نقطة أساس بالنسبة للأمد المتوسط و 219 نقطة أساس بالنسبة للأمد الطويل.

تطور معدل سعر الفائدة المرجح المقترح من طرف المستثمرين حسب الأمد



2-2- سياسة التمويل المعتمدة من طرف الخزينة

على غرار سنة 2007 تأثرت سياسة تمويل الخزينة خلال سنة 2008 بعاملين أساسيين هما :

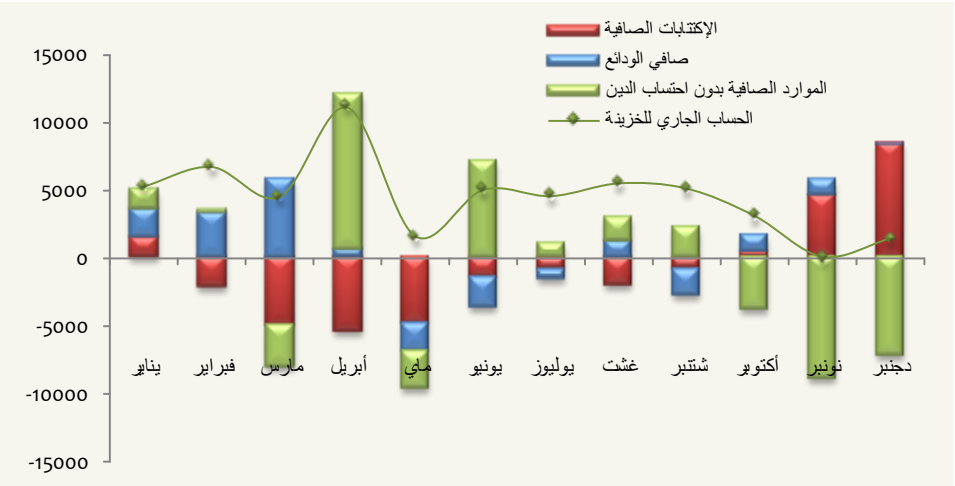
أولا : دور سندات الخزينة في تحديد أسعار فائدة تمويل الاقتصاد وخاصة قروض السكن. فقرار الخزينة برفع مستوى أسعار فائدة سندات الخزينة ذات أمد 5 سنوات فما فوق، و أبعد من انعكاساته، التي هي في النهاية محدودة، على تحملات فائدة الدين، يمكن أن يؤثر سلبا على باقي الاقتصاد في ظرفية تسعى فيها السلطات العمومية إلى إنعاش الاقتصاد الوطني والحفاظ على القدرة الشرائية للمواطنين.

ثانيا : فائض خزينة الدولة نتيجة لتحسن المداخل الجبائية و ارتفاع الودائع لدى الخزينة .

و بالرظر إلى العاملين المذكورين أعلاه، تميزت سياسة التمويل المعتمدة من طرف الخزينة خلال 2008 في السوق الداخلي بما يلي:

- تمركز الإصدارات على سندات الخزينة القصيرة الأمد لتغطية حاجيات الخزينة؛
- رفض العروض التي خصت سندات الخزينة ذات الأمد المتوسط والطويل بأسعار فائدة مرتفعة وغير معللة بالنظر إلى استقرار الأساسيات الماكر واقتصادية ببلادنا؛
- تباطؤ اكتتابات الخزينة بين مارس وغشت 2008 نتيجة تحصيل إيداع الضريبة على الشركات برسم الربعين الأولين.

تطور الحساب الجاري للخزينة خلال سنة 2008



2-3- آثار سياسة التمويل المعتمدة خلال 2008

عرف لجوء الخزينة إلى سوق المزادات ارتفاعا طفيفا مقارنة بسنة 2007. إلا أن ارتفاع طلب السندات ترجم بانخفاض معدل إرضاء عروض المستثمرين الذي استقر في 14% مقابل 25% سنة 2007. بالمقابل، بلغ معدل تغطية العروض للاكتتابات 7 مرات مقابل 4 برسم سنة 2007.

إطار 1

مشروع إصلاح القوانين التنظيمية المؤطرة للقروض البنكية ذات أسعار فائدة متغيرة

ابتداء من شهر يوليوز 2003، تمت مقايسة القروض البنكية ذات أسعار فائدة متغيرة على أسعار فائدة سندات الخزينة. و بالتالي، أصبحت معدلات الفائدة لسندات الخزينة المتوسطة و الطويلة الأمد (سندات 5، 10 و 15 سنة) مرجعية لتحديد فوائد القروض لتمويل الاقتصاد بما فيها قروض السكن.

و قد ساهمت عدة عوامل في اختيار سندات الخزينة كمرجعية لهذه القروض البنكية في ظل غياب مرجعية أخرى موثوق بها، ندكر منها التطور المستمر الذي عرفه سوق المزادات منذ إحداثه في أواخر الثمانينات بالإضافة إلى انتظام إصدارات الخزينة و بروز منحنى أسعار فائدة سندات الخزينة كمرجعية داخل السوق المالي.

و بفضل هدا النظام، عرفت القروض البنكية تطورا ملحوظا خاصة تلك الموجهة إلى قطاع السكن، مستفيدة بذلك من الانخفاض الذي عرفته أسعار فوائد سندات الخزينة خلال السنوات الماضية.

بيد أن التطورات التي شوهدت على الصعيدين الوطني و الدولي خلال السنتين الأخيرتين و التي تميزت بانتهاء فترة فائض سيولة النظام البنكي المغربي و بضغوط التضخم نتيجة ارتفاع الأسعار الدولية للمواد الخام و المنتوجات الأساسية، أفرزت نوعا من التقلبات على مستوى أسعار الفائدة المقترحة من طرف المستثمرين لاقتناء سندات الخزينة.

في ظل هذه الظروف، بدأ نظام المقايسة يحط بثقله على استراتيجيه تمويل الخزينة حيث أن القرارات المتخذة في هذا الإطار و المتعلقة باختيار آجال سندات الخزينة و أسعار فائدتها قد يكون لها وقع سلبي على شروط تمويل الاقتصاد و خاصة المتعلقة بقطاع السكن. هذا ما أجبر مديرية الخزينة، طوال سنة 2008، على رفض عروض المستثمرين الخاصة بسندات ذات الآجال الطويلة و التي تميزت في مجملها باقترانها بمستويات جد مرتفعة لأسعار الفائدة و ذلك بغية في تجنب أية عواقب سلبية على بقية الاقتصاد المغربي.

انطلاقا من هذه المعاينة و لتمكين الخزينة من تنفيذ إستراتيجيتها التمويلية على أحسن وجه و التي تهدف، قبل كل شيء، إلى تغطية جميع حاجياتها المالية والمساهمة في تطوير السوق الداخلي للدين عبر برنامج إصدار سندات منتظم للخزينة داخل سوق المزادات و يخص جميع الآجال، همت مديرية الخزينة بتنسيق مع شركائها الأساسيين بما فيهم بنك المغرب و المجموعة المهنية للأبناك المغربية، بالتفكير في مراجعة القوانين التنظيمية المؤطرة للقروض البنكية ذات أسعار فائدة متغيرة. و يهدف هذا الإصلاح إلى تعويض المرجعية الحالية، أي سندات الخزينة، بمرجعية أخرى أكثر دلالة.

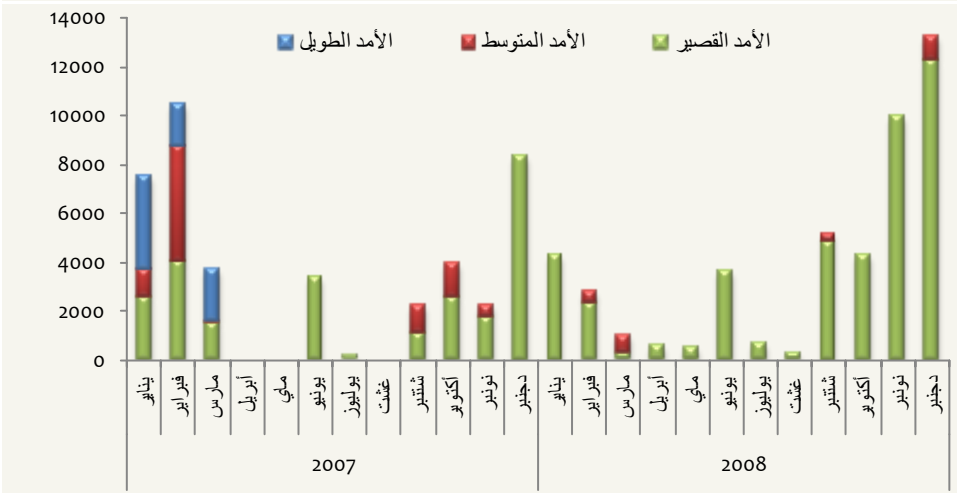
اكتتابات الخزينة

بلغ حجم اكتتابات الخزينة في سوق المزادات 46,5 مليار درهم مقابل 41,9 مليار درهم السنة الماضية.

فيما يخص بنية الاكتتابات ، و على غرار السنة الماضية ، غطت الخزينة غالبية حاجياتها باكتتابات ذات أجل قصير حيث بلغت 95% من الإصدارات مقابل 60% خلال 2007.

أما بالنسبة للآجال المتوسطة و الطويلة، فان الخزينة رفضت 96% من العروض المقدمة لها في هذه الآجال للأسباب السالفة الذكر.

توزيع اكتتابات الخزينة حسب الآمد (بمليون درهم)



فيما يخص توزيع اكتتابات الخزينة حسب آجال السندات ، فقد تركزت هذه الأخيرة على سندات 52 أسبوع بحجم قدره 29,8 مليار درهم أو 64% من الإصدارات الإجمالية متبوعة بسندات الخزينة ذات ا لأجل 13 أسبوع (21%) تليها سندات الخزينة ذات أجل 26 أسبوع (10%) وأخيرا سندات الخزينة ذات أجل 5 سنوات (5%).

توزيع عروض المستثمرين و اكتتابات الخزينة حسب الأمد

	العروض	الاكتتابات	نسبة الاكتتابات	التغطية
13 أسبوع	97,5	9,5	%10	10 مرات
26 أسبوع	60,2	4,5	%7	13
52 أسبوع	97,1	29,8	%31	3
2 سنوات	18,5	0,1	%1	185
5 سنوات	28,5	2,5	%9	11
10 سنوات	11,7	-	-	-
15 سنة	7,5	-	-	-
20 سنة	2,1	-	-	-
30 سنة	1,3	-	-	-
المجموع	**324,3**	**46,5**	**%14**	**7 مرات**

بالنسبة للتوزيع الدوري لإصدارات الخزينة، تجدر الإشارة إلى أن 59% من الاكتتابات أي ما يعادل 27,5 مليار درهم تمت خلال الثلاث أشهر الأخيرة و يرجع ذلك إلى ارتفاع المصاريف و خاصة تلك المتعلقة بتحملات الدين وصندوق المقاصة . عكسيا، اللجوء إلى سوق المزادات كان محدودا خلال الدورة الثانية لسنة 2008 حيث لم يتجاوز حجم الإصدارات 4,8 مليار درهم أي ما يعادل 10% من حجم الإصدارات السنوية و ذلك نتيجة ارتفاع الودائع لدى الخزينة و كذا المداخيل الجبائية برسم القسط الأول من ال ضريبة على الشركات.

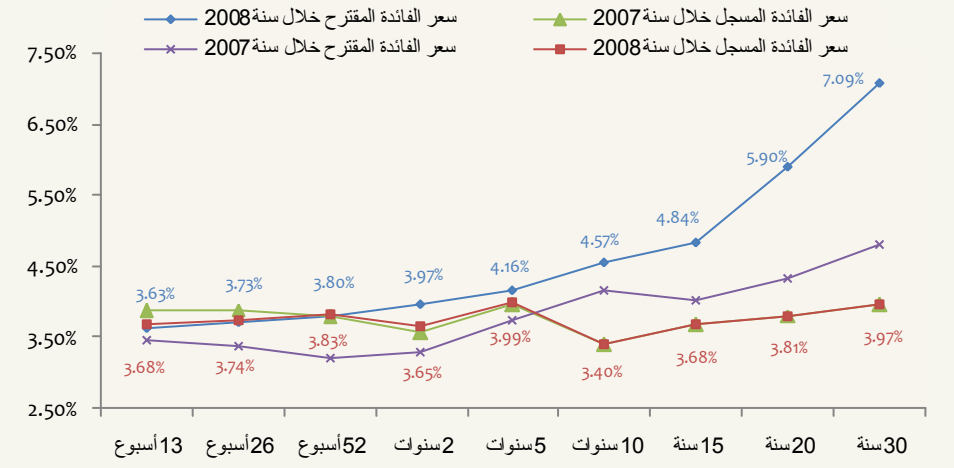
بنية اكتتابات الخزينة خلال سنة 2008 (بمليار درهم)

	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	يونيو	يوليوز	غشت	شتنبر	أكتوبر	نونبر	دجنبر	المجموع
13 أس	2,4	0,9		0,1	0,5	3,29	0,7	0,3	0,2	0,6		0,55	**9,5**
26 أس	1,45	0,7	0,1			0,36				0,5		1,43	**4,5**
52 أس	0,45	0,68	0,17	0,5					4,65	3,2	9,95	10,25	**29,8**
2 س			0,1										**0,1**
5 س		0,5	0,6						0,35			1	**2,5**
10 س													
15 س													
20 س													
30 س													
المجموع	**4,3**	**2,8**	**1**	**0,6**	**0,5**	**3,7**	**0,7**	**0,3**	**5,2**	**4,3**	**9,95**	**13,2**	**46,5**

معدل سعر الفائدة في السوق الأولى

رغم ارتفاع أسعار الفائدة المقترحة من قبل المستثمرين خلال 2008 مقارنة ب2007، فقد استطاعت الخزينة، بفضل نهجها لسياسة تمويل حذرة، الحفاظ إجمالا على نفس مستوى أسعار الفائدة المسجل سنة 2007 في السوق الأولى مع خفض أسعار الفائدة ذات الأمد القصير و خاصة تلك المتعلقة بسندات 13 و 26 أسبوع.

الفرق بين معدلات أسعار الفائدة المقترحة و المقبولة



فخلال الثلاث أرباع الأولى من سنة 2008 و رغم ارتفاع الأسعار الفائدة المطلوبة على الآجال المتوسطة و الطويلة، تمكنت الخزينة من تمويل عجز الميزانية في ظروف جد ملائمة حيث حافظت على مستوى أسعار فائدة منخفض مقارنة بالمستوى المسجل في السنة الماضية.

إلا أنه من أجل تمويل الاحتياجات المهمة التي ميزت الربع الأخير لسنة 2008، اضطرت الخزينة إلى رفع مستوى أسعار الفائدة ب 30 نقطة أساس خاصة بالنسبة لسندات الخزينة ذات أمد 26 و52 أسبوع، ارتفاع أهم من الذي قرره البنك المركزي في شتنبر 2008 (25 نقطة أساس) . فيما يخص سندات الخزينة الأخرى ، فلن الارتفاع كان محدودا في 23 نقطة أساس بالنسبة لسندات الخزينة ذات أمد 13 أسبوع و 10 نقطة أساس لسندات الخزينة ذات أمد 5 سنوات.

التطور الشهري لمعدل سعر الفائدة المرجح لسندات الخزينة

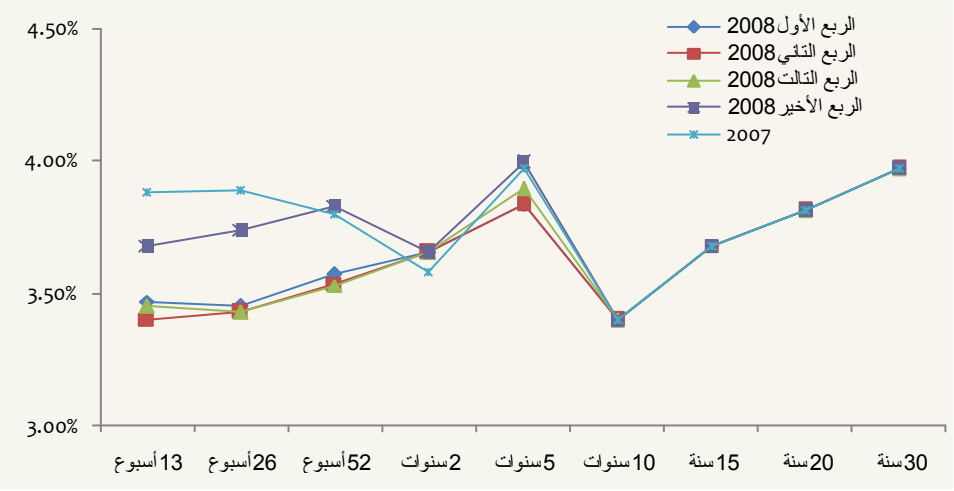
	دجنبر07	يناير08	فبراير08	مارس08	أبريل08	ماي08	يونيو08	يوليوز08	غشت08	شتنبر08	أكتوبر08	نونبر08	دجنبر08	تغير (ن أ)
13 أس	%3,88	%3,69	%3,47		%3,43	%3,40	%3,40	%3,40	%3,40	%3,45	%3,70		%3,68	- 20
26 أس	%3,89	%3,76	%3,55	%3,45			%3,43				%3,80		**%3,74**	- 15
52 أس	%3,80	%3,60	%3,63	%3,57	%3,54					%3,53	%3,87	%3,86	**%3,83**	3
2 س	%3,58			%3,65										7
5 س	%3,97		%3,90	%3,84						%3,89			**%3,99**	2
10 س	%3,40													
15 س	%3,68													
20 س	%3,81													
30 س	%3,97													

و بالرغم من هذا الارتفاع الملاحظ خلال ا لربع الأخير لسنة 2008، فان أسعار الفائدة لسندات الخزينة ذات أمد 13 أسبوع و 26 أسبوع سجلت انخفاضا ملحوظا مقارنة بالسنة الماضية قدره 20 نقطة أساس و 15 نقطة أساس على التوالي .

فيما يخص سندات الخزينة ذات أمد 52 أسبوع، سنتين و 5 سنوات فقد عرفت ارتفاعا طفيفا يقدر ب3 نقطة أساس، 7 نقطة أساس و 2 نقطة أساس على التوالي.

فيما يتعلق بأسعار الفائدة ذات الأمد الطويل ، فقد عرفت استقرار خلال 2008 حيث أن الخزينة رفضت كل العروض المقدمة بمجملها بأسعار فائدة جد مرتفعة وغير معللة بالنظر إلى استقرار الأساسيات الماكر واقتصادية ببلادنا.

تطور أسعار الفائدة المرجحة خلال سنة 2008



الاكتتابات الصافية

بفضل التحكم الجيد في المالية العمومية، سجلت الاكتتابات الصافية للخزينة خلال سنة 2008، وذلك للسنة الثانية على التوالي ، تدفقا سالبا بلغ 6,7 مليار درهم مقابل 1,9 مليار درهم السنة الفارطة.

التطور الشهري لإصدارات الخزينة

الشهر	الإصدارات	تحملات أصل الدين	تدفق
يناير	5 081	3 964	1 117
فبراير	2 943	4 655	-1 712
مارس	1 053	6 024	-4 971
أبريل	809	6 218	-5409
ماي	567	5 428	-4 861
يونيو	3 845	5 306	-1461
يوليوز	1 139	1 938	-799
غشت	729	2 788	-2 059
شتنبر	5 393	6 181	-787
أكتوبر	4 558	4 110	448
نونبر	10 530	5 441	5 089
دجنبر	13 985	5 298	8 687
المجموع	**50 634**	**57 351**	**-6 718**

مر تطور الاكتتابات الصافية خلال سنة 2008 من ثلاث مراحل مختلفة:

1. المرحلة الأولى : امتدت على مدى شهر يناير 2008 حيث بلغت الاكتتابات الصافية 1,1 مليار درهم.
2. المرحلة الثانية : امتدت من شهر فبراير إلى شهر شتنبر 2008 حيث سجلت الاكتتابات الصافية تدفقا سالبا قدره 22 مليار درهم.
3. المرحلة الثالثة : امتدت خلال ال ربع الأخير لسنة 2008 و تميزت باكتتابات صافية بلغت 14,2 مليار درهم.

3 بنية الدين الداخلي العمومي

3-1- الدين الداخلي للخزينة

تمكنت الخزينة للسنة الثانية على التوالي من خفض حجم الدين الداخلي الذي تراجع ب 6,7 مليار درهم في 2008 مقابل 1,9 مليار درهم في سنة 2007.

و هكذا فقد انتقل الدين الداخلي من 263,8 مليار درهم سنة 2007 إلى 257,1 مليار درهم سنة 2008 مسجلا انخفاضا بلغ 2,5%.

أ- تطور بنية الدين

توزيع الدين الداخلي حسب أدوات الإصدارات

تبقى السندات المصدرة عبر المزايدة أهم مكون للدين الداخلي حيث تمثل حوالي 98% من حجم الدين الإجمالي.

و للإشارة، فقد عرفت سنة 2008 السداد النهائي للسندات التعاقدية. أما المكونات الأخرى للدين الداخلي فقد أصبحت تشمل بالأساس السندات السوسيو اقتصادية و التي بلغ حجمها 4،4 مليار درهم مسجلا ارتفاعا بلغ 854 مليون درهم مقارنة مع سنة 2007.

توزيع الدين الداخلي حسب الأدوات (بمليون درهم)

	2007		2008		تدفق
	الحجم	الحصة	الحجم	الحصة	
سوق السندات	259 625	%98	252 677	%98	-6 948
القروض التعاقدية	623	-	-	-	-623
أدوات أخرى	3 585	1%	4 439	%2	854
المجموع	**263 833**	**%100**	**257 116**	**%100**	**-6 717**
% الناتج الداخلي الخام	%42,9	-	%38,3	-	-

توزيع الدين حسب المدة الزمنية المتبقية

تميز تطور الدين الداخلي حسب معيار المدة المتبقية، بالمقارنة مع سنة 2007، بارتفاع قدره 31% لحجم الدين ذي الأمد القصير الذي يمثل 24% من الحجم الإجمالي للدين الداخلي (أي بزيادة قدرها 6 نقاط)، مقابل انخفاض بمعدل 17% بالنسبة لحجم الدين ذي الأمد المتوسط و الذي يمثل 27% من الحجم الإجمالي للدين الداخلي(أي تراجع ب 5 نقاط).

يبقى الدين ذو الأمد الطويل العنصر الأساسي في بنية الدين الداخلي حيث يمثل ما يناهز نصف حجم الدين الداخلي الإجمالي (49%).

توزيع حسب المدة الزمنية المتبقية (بمليون درهم)

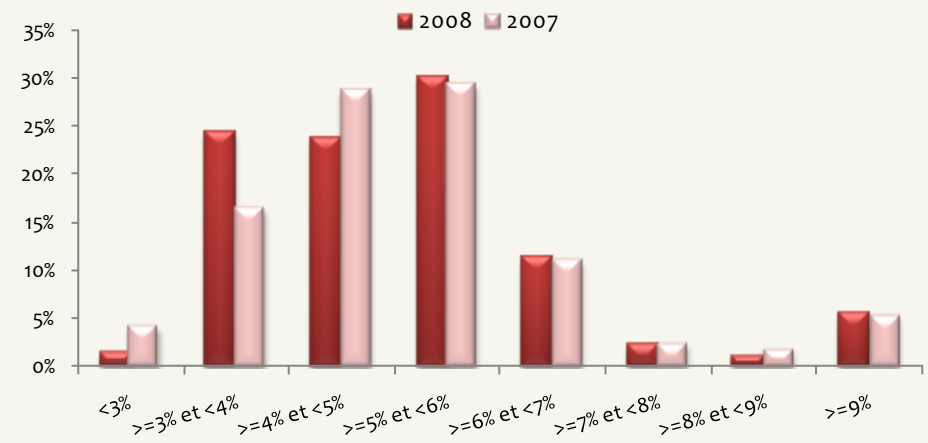
المدة الزمنية المتبقية	2007		2008		التغير	
	الحجم	الحصة	الحجم	الحصة	الحجم	الحصة
الأمد القصير [0 - 1س]	46 619	%18	61 113	%24	14 494	%31
الأمد المتوسط [1س – 5س]	83 685	%32	69 143	%27	14 542	%-17
الأمد الطويل [5 س – 30س]	133 529	%51	126 861	%49	-- 6 668	%5
	263 833	**%100**	**257 116**	**%100**	**- 6 716**	**%-3**

توزيع الدين حسب أسعار الفائدة

من خلال قراءة أولية لتوزيع الدين الداخلي حسب أسعار الفائدة خلال 2008، يتبين أن ما يناهز 80% من الحجم الإجمالي للدين يتميز بسعر فائدة أقل من 6%، و هي نفس نسبة السنة الفارطة.

في حين عرفت نسبة الديون ذات أسعار فائدة محصور بين 3% و 4% ارتفاعا قدره 8,7% بينما عرفت نسبة الديون ذات أسعار فائدة محصور بين 4% و 5% انخفاضا وصل إلى 1,5% في حين ناهز هذا الانخفاض 2,8% بالنسبة للدين ذو سعر فائدة أقل من 3%.

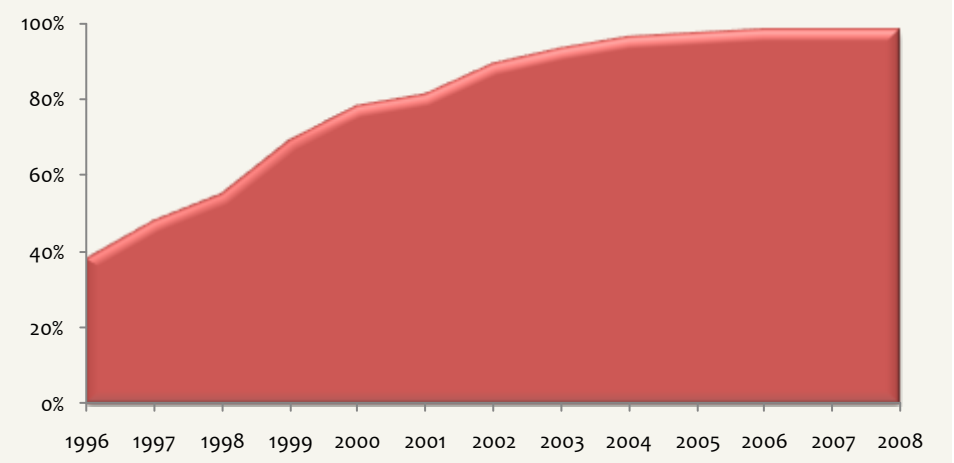
توزيع حجم الدين حسب أسعار الفائدة



ب- الإصدارات في سوق سندات الخزينة

بلغ حجم السندات المصدرة في سوق المزادات التي تشكل مجمل الحجم الكلي للدين الداخلي (أكثر من 98%)، في نهاية 2008، ما يناهز 252,7 مليار درهم مسجلا بذلك انخفاضا قدره 7 مليار درهم أو 3% مقارنة مع نهاية السنة الماضية.

حصة حجم الدين المصدر في سوق السندات بالنسبة لحجم الدين الإجمالي



توزيع الدين حسب المدة الزمنية عند الإصدار

يتبين من خلال توزيع السندات المصدرة في سوق المزادات أن سندات 52 أسبوعا، 5 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة تمثل أهم نسبة حيث بلغت 88% من الحجم الإجمالي للسندات المصدرة في سوق المزادات.

توزيع الدين المصدر عبر المزايدة حسب المدة الزمنية عند الإصدار (بمليون درهم)

	الحجم	الحصة
13 أسبوع	1 150	%0,5
26 أسبوع	1 925	%0,8
52 أسبوع	31 855	%13
2 سنوات	6 700	%3
5 سنوات	41 501	%16
10 سنوات	71 391	28%
15 سنة	76 790	%30
20 سنة	18 791	%7
30 سنة	2 575	%1
المجموع	**252 677**	**100%**

ج- خدمة الدين الداخلي للخزينة

سجلت تحملات فوائدة الدين، لأول مرة منذ أكثر من عقد من الزمن، انخفاضا وصل إلى 918 مليون درهم أو6% مقارنة مع سنة 2007 مما يوضح تحكم الخزينة في كلفة الدين.

أما تحملات أصل الدين فقد سجلت ارتفاعا بلغ 10,2 مليار درهم مقارنة مع سنة 2007. و يعكس هذا الارتفاع الطابع الغير منتظم لجدول استحقاقات الدين و كنتيجة لتنوع أدوات الإصدار حسب الأمد.

توزيع تحملات الدين

يعزى انخفاض تحملات فوائد الدين بالأساس إلى تراجع تحملات فوائد السندات المصدرة عبر الخزينة ب 1268 مليون درهم و بنسبة قليلة إلى تراجع تحملات فائدة السندات

التعاقدية التي تقلصت ب 97 مليون درهم في حين ارتفعت تحملات الفوائد المؤدات عن الودائع لدى الخزينة ب 450 مليون درهم كنتيجة لارتفاع حجم هذه الودائع.

و يرجع الانخفاض المسجل في تحملات فوائد الدين المصدر عبر المزايدة إلى: أ) تراجع حجم هذا الدين خلال سنة 2007 و ب) عدم تجديد نسبة كبيرة من الديون ذات الآجل المتوسطة و الطويلة المستخدمة سنة 2007 و تعويضها بديون قصيرة الأمد. أما عن معدل تحقق تحملات الدين مقارنة مع توقعات 2008 فقد بلغ 96%.

و يعزي هذا الفرق بالأساس إلى قلة إصدارات الخزينة خلال الربع الأخير من سنة 2007 مقارنة مع التوقعات و كذا توزيع الإصدارات عبر الآجال الذي ارتكز على الإصدارات ذات الأمد القصير التي تتضمن فائدة أقل.

تحملات فوائدة الدين المصدر عبر المزايدة و العمولات (بمليون درهم)*

أدوات الدين	2007		2008		تدفق
	الحجم	الحصة	الحجم	الحصة	
سوق السندات	15 213	%92	13 945	%90	-1 268
سندات ذات مدى 6 أشهر	3	-	-	-	-3
القروض التعاقدية	144	%1	47	-	-97
أدوات أخرى	1 134	%7	1 583	%10	449
المجموع	**16 494**	**%100**	**15 575**	**%100**	**-919**
الأمد القصير	1 535	%9	2 661	%17	1 126
الأمد المتوسط	3 736	%23	2 493	%16	-1 243
الأمد الطويل	11 222	%68	10 421	%67	-801

(*) بما في ذلك تحملات الفائدة على الودائع

تحملات أصل الدين الداخلي

بلغت تحملات أصل الدين الداخلي خلال سنة 2008 حوالي 57,3 مليار درهم منها 53,4 مليار درهم أو 93% برسم السندات المصدرة عبر المزايدة. أما تحملات المكونات الأخرى للدين فقد ناهزت 3,9 مليار درهم. و يوضح الجدول الآتي تحملات أصل الدين الداخلي ما بين سنتي 2007 و 2008 :

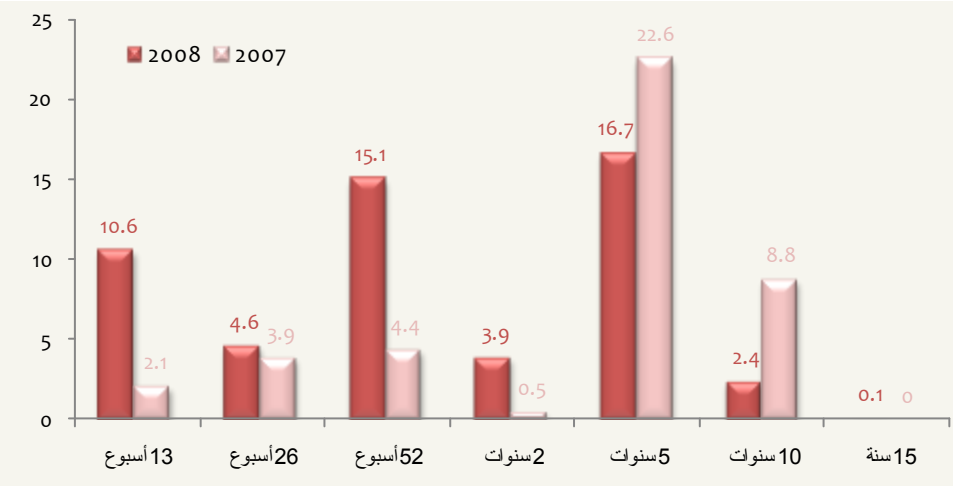
تطور تحملات أصل الدين (بمليون درهم)

أدوات الدين	2007		2008		تدفق
	الحجم	الحصة	الحجم	الحصة	
سوق السندات	42 215	%90	53 418	%93	11 203
سندات 6 أشهر	979	%2	-	-	-979
القروض التعاقدية	1271	%3	623	%1	-648
أدوات أخرى	2 668	%6	3 311	%6	643
المجموع	**47 133**	**%100**	**57 351**	**%100**	**10 218**
الأمد القصير	14 483	%31	37 540	%65	23 057
الأمد المتوسط	22 576	%48	16 750	%29	-5 826
الأمد البعيد	10 074	%21	3 062	%5	-7 012

و قد ارتفعت تسديدات أصل الدين ب 10,2 مليار درهم نتيجة لارتفاع تحملات أصل الدين لسندات الخزينة المصدرة في سوق المزادات ب 11,2 مليار درهم أي بزيادة 27%. في حين انخفضت تحملات سندات الستة أشهر و القروض التعاقدية ب 1,6 مليار درهم.

و تجدر الإشارة إلى أن هذا الارتفاع المسجل في تحملات أصل الدين خلال سنة 2008 لا يعكس تفاقما لوضعية الدين الداخلي، و إنما هو نتيجة طبيعية لتركيبة الاكتتابات حسب الآجال المصدرة خلال الأعوام السابقة.

حجم تحملات أصل الدين حسب الأمد عند الإصدار (بمليون درهم)



أما فيما يخص أسعار فائدة الدين المؤذاة عن الديون التي تم تسديدها، فإن 95 % من المبلغ الإجمالي يخص سندات ذات سعر فائدة أقل من 5%.

وقد وصل سعر الفائدة المرجح لتحملات أصل الدين إلى 4,06%، أي أكثر ب 34 نقطة أساس بالمقارنة مع سعر الفائدة المرجح للإصدارات الجديدة لسنة 2008.

توزيع تحملات أصل الدين حسب مجالات سعر الفائدة (بمليون درهم)

	أصل الدين	حصة
أقل من 3%	7 506	%13
ما بين 3% و 5%	46 786	%82
ما بين 5% و 7%	-	-
ما بين 7% و 9%	3 009	%5
أكثر من 9%	50	%0,1
المجموع	**57 352**	**100%**

د- مؤشرات تكلفة ومخاطر الدين الداخلي للخزينة

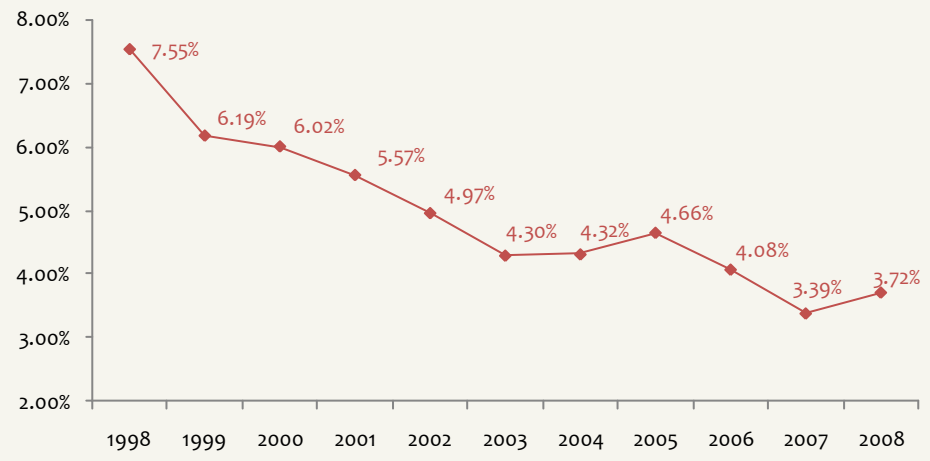
د-1- مؤشرات التكلفة

معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار

بلغ معدل الفائدة المتوسط المرجح لمجموع الاكتتابات المسجلة في سوق المزادات خلال سنة 2008 حوالي 3,72% مقابل 3,39% سنة 2007، مسجلا ارتفاعا بلغ 33 نقطة أساس.

ويرجع هذا التطور أساسا إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق الأولي ابتداء من الربع الثاني لسنة 2008، وذلك نتيجة لتدهور بعض المؤشرات الماكرواقتصادية (ارتفاع التضخم المالي وانخفاض السيولة البنكية تحت تأثير ارتفاع العجز التجاري)، ولقرار بنك المغرب برفع سعر الفائدة الرئيسي ب 25 نقطة أساس.

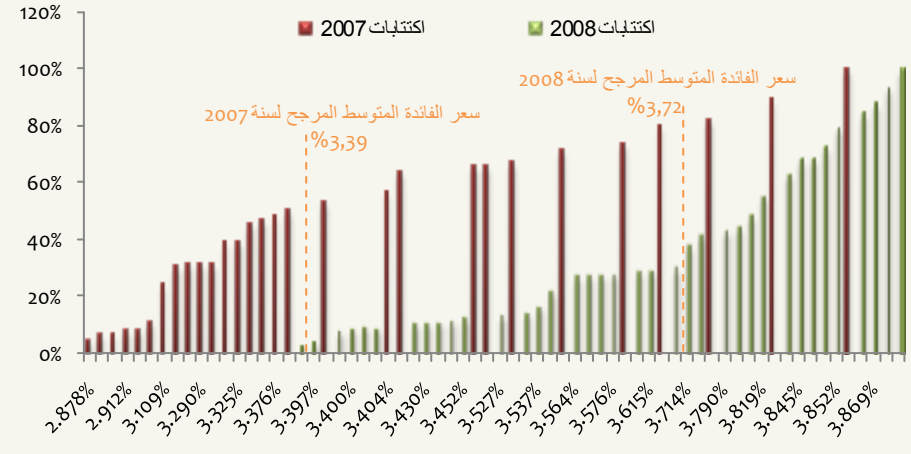
تطور معدل سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار



كما بلغ معدل الفائدة المتوسط المرجح حسب المدى 3,72% بالنسبة للإصدارات ذات الأمد القصير، و 3,39% بالنسبة للأمدين المتوسط والطويل مقابل 3,37 % و 3,43% سنة 2007.

وتجدر الإشارة إلى أن 60% من اكتتابات الخزينة خلال سنة 2008 تميزت بنسبة فائدة أكثر من معدل الفائدة المرجح السنوي وأن أدنى سعر الفائدة المسجل خلال سنة 2008 هو 3,40 % مقابل 2,73% سنة 2007.

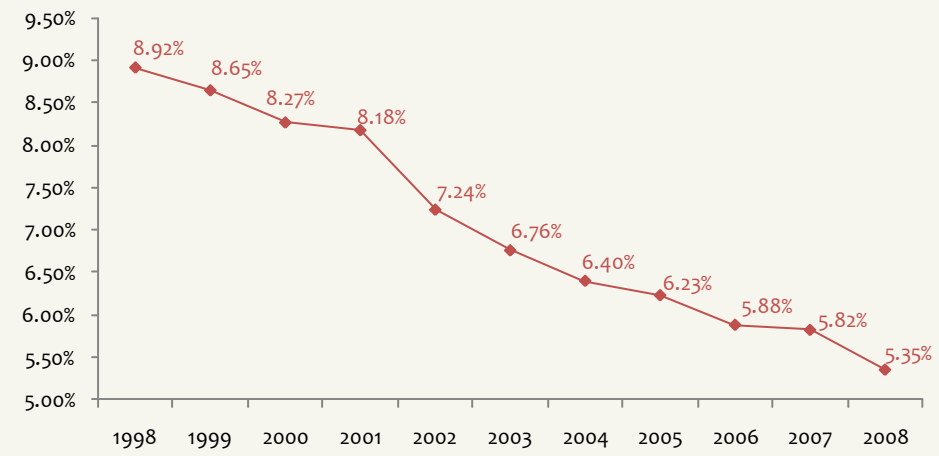
توزيع تراكمي اكتتابات الخزينة حسب سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار



التكلفة المتوسطة للدين

سجلت التكلفة المتوسطة للدين الداخلي انخفاضا قدره 47 نقطة أساس منتقلة بذلك من 5,82% في متم سنة 2007 إلى 5,35% في متم سنة 2008 و ذلك بالرغم من ارتفاع معدل الفائدة المتوسط المرجع. ويمكن تفسير تحسن هذا المؤشر بالانخفاض المستمر لتكلفة تمويل الخزينة في سوق المزادات وكذا بانخفاض حجم الدين الداخلي، الشئ اللذي أدى إلى انخفاض تحملات الفائدة للدين الداخلي.

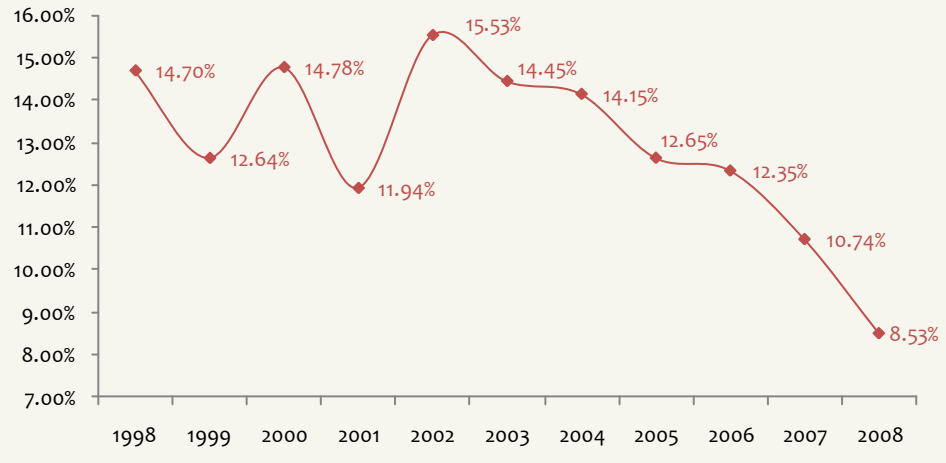
تطور التكلفة المتوسطة للدين ما بين 1998 و 2008



حصة تحملات الفائدة بالنسبة للموارد العادية

تشكل تحملات الفائدة ما يعادل 8,53% من الموارد العادية في سنة 2008 مقابل 10,74% سنة 2007. ويرجع الانخفاض الهام لهذا المؤشر من جهة إلى انخفاض تحملات الفائدة ب 918 مليون درهم أو ب 6% بالنسبة إلى الحجم المسجل سنة 2007 و الذي وصل إلى 15,6 مليار درهم، ومن جهة أخرى إلى التحسن الملحوظ للموارد العادية و التي ارتفعت ب 17,8% سنة 2008 بالمقارنة مع 2007.

تطور تحملات الفائدة بالنسبة للموارد العادية



د-2- مؤشرات المخاطـــــــــــــــــــر

د-2-1- خطر إعادة التمويل

هذا الخطر يتعلق بظروف تجديد الدين الذي يصل موعد استحقاقه و الذي قد يتم وفق كلفة أكبر. يمكن رصد هذا الخطر عبر تحديد سقف للمؤشرين التاليين قصد حصر الدين الذي يتم تجديده في المدى القصير.

حصة الدين ذي المدى القصير

بالرغم من ارتفاع حصة الدين ذي المدى القصير في حافظة الدين ب 6 نقاط فإن حصة هذا الدين تم حصرها تحت مستوى 25% من حيث بلغت 24% مقابل 18% سنة 2007.

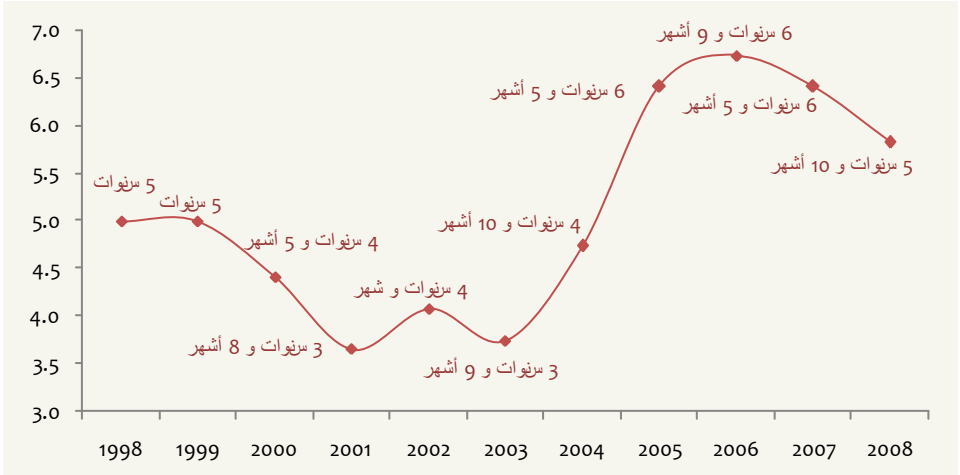
و يرجع هذا الارتفاع إلى سياسة تمويل الخزينة خلال 2008 و التي تميزت بالحذر مرتكزة على السندات ذات الأجل القصير و ذلك للأسباب السابق ذكرها.

المدة الزمنية المتوسطة المتبقية

نظرا لارتفاع حصة الدين القصير الأمد، تراجعت المدة الزمنية المتبقية للدين الداخلي ب 7 أشهر مقارنة مع 2007 لتصل إلى 5 سنوات و 10 أشهر.

و للإشارة، فقد تم نهج خلال السنوات الأخيرة، إستراتيجية هادفة للرفع من هذا المؤشر عندما كانت ظروف السوق مواتية عبر اللجوء بالأساس إلى إصدارات ذات أجل طويل مما أعطى الخزينة هوامش مهمة لتحمل انخفاضه خلال 2007 و 2008 مع الحفاظ على مستواه قريبا من الأهداف الأولية المحددة (حوالي 6 سنوات).

تطور المدة الزمنية المتبقية لمديونية الخزينة



د-2-2- خطر التمويل أو السيولة

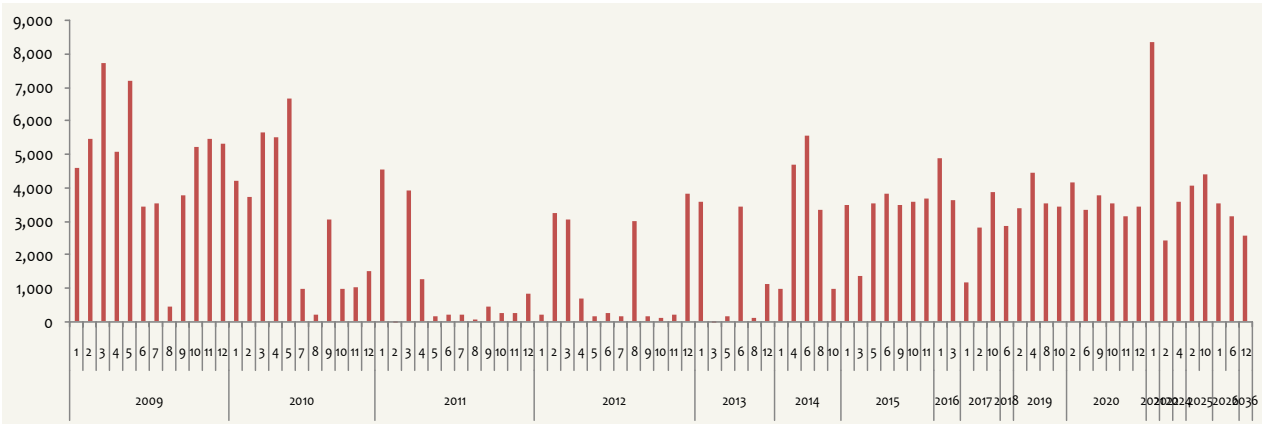
يتعلق هذا الخطر بعدم التمكن من تعبئة الموارد الضرورية في الوقت المطلوب و يتم رصد هذا الخطر عبر المؤشرين التاليين.

بنية جدول الاستحقاقات

يوضح الرسم البياني التالي لجدول الاستحقاقات الشهرية للدين الداخلي توزيعا مرضيا لتحملات أصل الدين حيث لا تتعدى 7 مليارات درهم خلال العشر سنوات المقبلة. و يعتبر هذا المبلغ مقبولا و يتميز بخطر تمويل ضعيف.

و قد نتجت هذه البنية عن استعمال ممنهج لتقنية الإصدار عبر المماثلة في خطوط مستقبلية معينة لتفادي تركيز تحملات الدين و بالتالي تمليس جدول استحقاقات الدين.

بنية جدول الاستحقاقات للدين الداخلي



حصة التغطية الشهرية للإصدارات

بلغت حصة التغطية الشهرية للإصدارات بعروض المستثمرين 7,3 خلال سنة 2008 مقابل 3,8 سنة 2007.

وهذا يعني أن عروض المستثمرين قد تجاوزت 7 أضعاف حاجيات التمويل الشهرية المتوسطة المعلنة من طرف الخزينة.

وقد شكلت محدودية حاجيات الخزينة مقارنة مع عروض السوق عاملا مهما في التحكم في كلفة تمويل الخزينة.

حصة تغطية عروض المستثمرين لإصدارات الخزينة

الشهر	حجم العروض	حاجيات التمويل	حصة التغطية
يناير	31 325	4 750	6,6
فبراير	34 550	5 250	6,6
مارس	27 729	2 250	12,3
أبريل	**31 145**	1 050	**29,7**
مايو	**28 537**	350	**81,5**
يونيو	**22 760**	4 750	**4,8**
يوليوز	**15 750**	350	**45,0**
غشت	**5 950**	750	**7,9**
شتنبر	**14 878**	4 250	**3,5**
أكتوبر	**36 258**	**3 750**	**9,7**
نونبر	**40 677**	**8 750**	**4,7**
دجنبر	**34 767**	**8 250**	**4,2**
المجموع	**324 325**	**44 500**	**7,3**

3-2- الدين الداخلي المضمون من طرف الدولة

بلغ حجم الدين الداخلي المضمون 9,2 مليار درهم في متم سنة 2008 مقابل 9,5 مليار درهم متم سنة 2007 مسجلا بذلك انخفاضا يصل إلى 323 مليون درهم أو 3 % .

تعتبر حصة هذا الدين في حجم الدين الداخلي العمومي (الدين الداخلي المباشر + الدين الداخلي المضمون من طرف الدولة) هامشية بحيث أنها لا تتجاوز 3,5%.

توزيع الدين الداخلي المضمون حسب المؤسسات العمومية

يتوزع الدين الداخلي المضمون على أربع مؤسسات مالية عمومية وهي : القرض العقاري والسياحي، المكتب الوطني للسكك الحديدية، الشركة الوطنية للطرق السيارة في المغرب والمكتب الجهوي للاستثمار الفلاحي لجهة دكالة. إلا أنه يعد القرض العقاري والسياحي والمكتب الوطني للطرق السيارة المستفيدان الأساسيان من ضمانة الدولة وذلك بنسب تبلغ على التوالي 46 % و 35 % من مجموع الدين المضمون من طرف الدولة.

توزيع الدين الداخلي المضمون حسب المؤسسات العمومية (بمليون درهم)

المستفيدون	2007	2008
الشركة الوطنية للطرق السيارة	460	1 540
القرض العقاري و السياحي	5 211	4 209
المكتب الوطني للسكك الحديدية	3 552	3 223
المكتب الجهوي للاستثمار الفلاحي لجهة دكالة	290	218
المجموع	**9 513**	**9 190**

الإصدارات المستفيدة من ضمانة الدولة

في ما يخص الإصدارات الجديدة فقد تم سنة 2008 تسجيل إصدار قرضين مضمونين من طرف الدولة وذلك لفائدة الشركة الوطنية للطرق السيارة.

تجدر الإشارة إلى أنه خلال سنة 2006 و 2007 لم يسجل أي طلب ضمان وأن سنتي 2004 و 2005 عرفتا إصدار أربعة قروض مضمونة من طرف الدولة لفائدة القرض العقاري و السياحي و المكتب الوطني للسكك الحديدية والمكتب الجهوي للاستثمار الفلاحي لجهة دكالة والشركة الوطنية للطرق السيارة في المغرب. و يلخص الجدول التالي خاصيات هذه القروض:

الإصدارات المستفيدة من ضمانة الدولة (بمليون درهم)

السنة	المستفيدون	الحجم	الأمد
2004	القرض العقاري و السياحي	500	15 سنة
2004	المكتب الوطني للسكك الحديدية	822	15 سنة و أربعة أشهر
2005	المكتب الجهوي للاستثمار الفلاحي لجهة دكالة	435	5 سنوات و نصف
2005	الشركة الوطنية للطرق السيارة	500	25 سنة
2008	الشركة الوطنية للطرق السيارة	500	20 سنة
2008	الشركة الوطنية للطرق السيارة	600	10 ans

خدمة الدين المضمون من طرف الدولة

تمكنت، خلال سنة 2008، كل المؤسسات المستفيدة من ضمانة الدولة من أداء أصل الدين وكذا الفوائد.

و قد بلغت خدمة الدين المؤدات 1,9 مليار درهم خلال 2008 من ضمنها 1,4 مليار تعود لأصل الدين و 580 مليون دهم للفوائد. و قد عرفت هذه الأرقام مقارنة مع سنة 2007 انخفاضا ب 9 % و 11 % على التوالي.

و تتلخص المؤشرات الرئيسية للدين الداخلي المضمون من طرف الدولة خلال 2008 في ما يلي :

- حصة الدين الداخلي المضمون من الناتج الداخلي الخام بلغت 1,37% أي بانخفاض بلغ 0,21 نقطة مقارنة مع السنة الفارطة ؛
- التكلفة المتوسطة وصلت إلى 6,11% مسجلة انخفاضا بلغ 78 نقطة أساس بالنسبة لسنة 2007 (6,89 %) ؛
- متوسط عمر الدين بلغ 6 سنوات و 6 أشهر مقابل 5 سنوات و 7 أشهر في سنة 2007.

4 السوق الثانوي لسندات الخزينة

خلال سنة 2008، عرف نشاط السوق الثانوي تراجعا مهما بحيث انخفض حجم المعاملات بنسبة 12,8% ليصل إلى 6213 مليار درهم عوض 7128 مليار درهم خلال السنة الماضية. كما عرفت سيولة السوق التي يتم قياسها من خلال معدل الدوران انخفاضا ملحوظا كذلك.

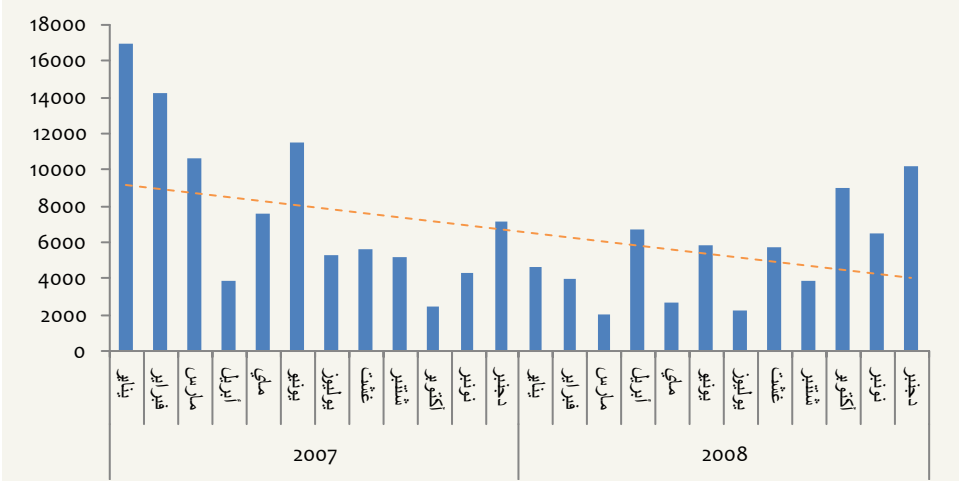
فيما يخص معدلات الفائدة، سجل تطورها السنوي مرحلتين مختلفتين فيما أنتهت السنة على إيقاع الارتفاع مقارنة مع نهاية 2007.

4-1- تطور نشاط السوق الثانوي

المعاملات الباتة

عرف حجم المعاملات الباتة ، خلال سنة 2008 ، انخفاضا مهما مقارنة مع سنة 2007 ، بحيث انتقل من 131 مليار درهم إلى 74,1 مليار درهم (أي تراجعا بنسبة 43%). و بالتالي يستمر إيقاعه التنازلي الذي ابتدئ منذ أوائل السنة الماضية.

الحجم الشهري للمعاملات الباتة (بمليون درهم)



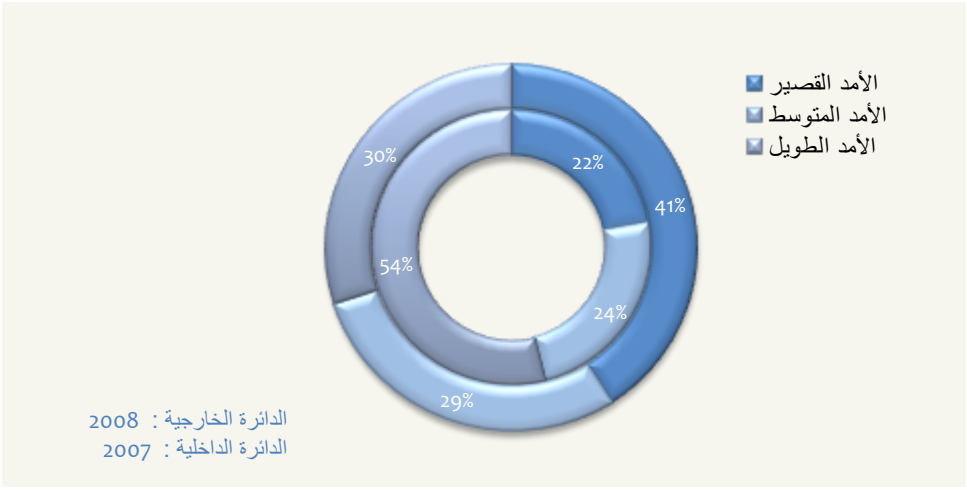
يعزى تراجع نشاط السوق الثانوي خلال هذه السنة إلى عوامل متعددة أهمها :

- الانخفاض الذي سجله العرض المتعلق بالأوراق المالية المصدرة حديثا في السوق خصوصا منها ذات المدى المتوسط و الطويل. فعلى الرغم من الزيادة التي سجلتها اكتتابات السوق الأولي، و التي وصلت إلى 11% مقارنة مع 2007، فإن الحجم الكلي لهذه الاكتتابات لم يغطي سوى 87% من السندات التي تم سحبها من السوق بعد أن تم تسديدها. و لقد أدت هذه الوضعية بالمستثمرين إلى الاحتفاظ بالسندات التي توجد بحوزتهم و عدم عرضها للتداول خوفا من عدم القدرة على تعويضها بسندات جديدة.
- عدم وجود اتفاق حول المستويات الحقيقية لمعدلات الفائدة بسبب الفرق الواضح الموجود بين السوق الأولي و السوق الثانوي خصوصا بالنسبة لسندات ذات المدى المتوسط و الطويل.
- القدرة الفائقة على جدب الاستثمار التي لوحظت هذه السنة لدى بعض الأدوات المالية الأخرى خصوصا منها سندات القطاع الخاص والودائع ذات الأجل المحدد.

فيما يتعلق ببنية التداولات، أدى اقتصار الإصدارات الجديدة على السندات ذات المدى القصير من جهة و غياب مرجع لمعدل الفائدة المتعلق بالسندات ذات الأمد الطويل من جهة أخرى، إلى انخفاض مهم في حصة سندات ذات الأمد الطويل الذي انتقل من 54% إلى 30% فقط ، في حين سجلت حصة السندات القصيرة المدى ارتفاعا من 22% إلى 41% و ذلك بالمقارنة مع سنة 2007.

و بخصوص نسبة مشاركة وسطاء قيم الخزينة في المعاملات الباتة، وصلت هذه الأخيرة إلى نسبة 74% مسجلة بذلك زيادة ناهزت 3 نقاط مقارنة مع نسبة المشاركة المحصل عليها خلال السنة الفارطة. في المقابل ، لم يستطع الوسطاء الآخرون تحسين نسبة مشاركتهم في المعاملات الباتة بحيث انخفضت من 29% إلى 26% فقط.

توزيع حجم المعاملات الباتة حسب الأمد

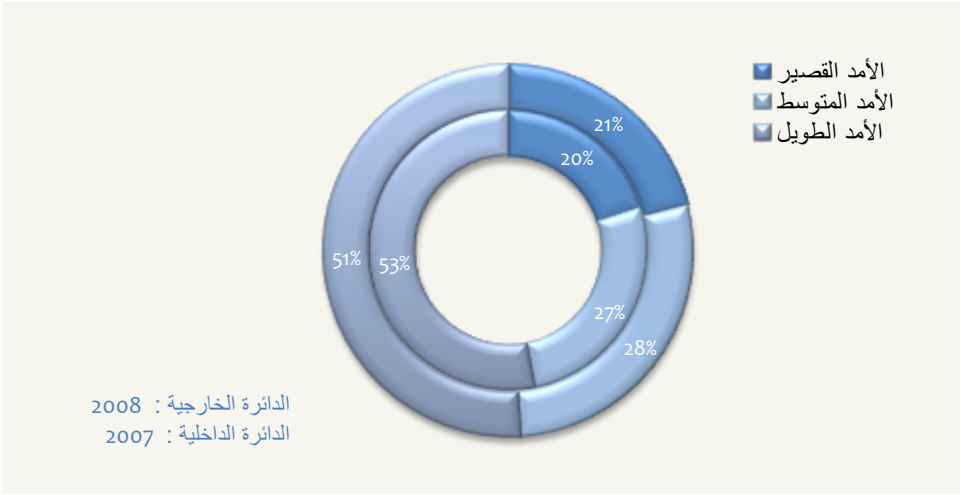


عمليات الإستحفاظ (repo)

تبقى عمليات الاستحفاظ المكون الرئيسي للمعاملات الكلية للسوق الثانوي بحيث تغطي 99% من المبادلات. و قد سجل هذا النوع من المعاملات انخفاضا بلغ 14% مقارنة مع 2007 ليصل إلى 6139 مليار درهم. و بالنسبة للسندات التي تم استعمالها لضمان هذه المعاملات، يلاحظ أن السندات ذات المدى الطويل حصلت على النصيب الأكبر، بخلاف ما

سجل في المعاملات الباتة، لتصل نسبتها إلى 51%. فيما لم تتجاوز حصة السندات المتوسطة و القصيرة 28% و 21% محافظة بذلك على نفس التوزيع المحصل عليه خلال السنة الفارطة.

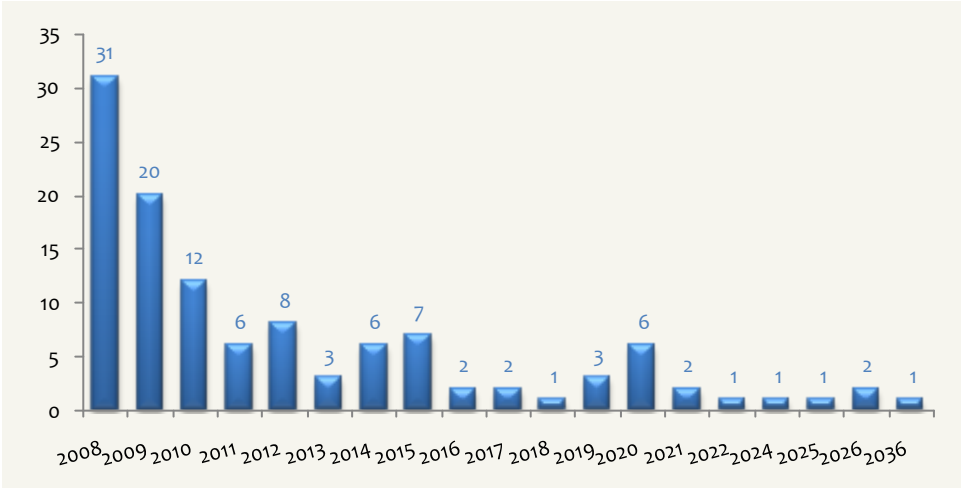
توزيع عمليات الاستحفاظ حسب أمد السندات المستعملة كضمان



الخطوط المتداولة في السوق الثانوي

ناهز عدد الخطوط المتداولة في السوق خلال هذه السنة 121 خط (عوض 108 خط سنة 2007). و لقد استأثرت الخطوط المنتهية آجالها خلال 2008 و 2009 باهتمام المستثمرين حيث وصلت حصتها 44% من مجموع الخطوط المتداولة.

توزيع الخطوط المتداولة حسب سنة الإستحقاد

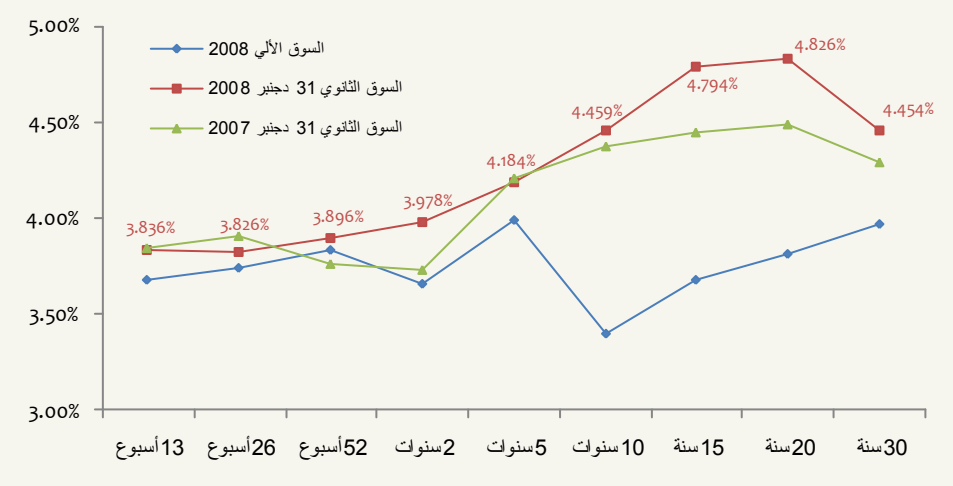


4-2- تطور مستوى معدلات الفائدة في السوق الثانوية

شهدت تطور مستويات معدلات الفائدة مرحلتين مختلفتين :

- المرحلة الأولى امتدت خلال النصف الأول من السنة عرفت خلالها أسعار فائدة السندات التي تتوفر على مدة أقل من 15 سنة انخفاضا تحت تأثير الطلب القوي للمستثمرين. و لقد تراوح هذا الانخفاض بين 6 و 31 نقطة أساس ؛
- أما المرحلة الثانية التي امتدت خلال النصف الثاني من السنة، فقد شهدت ارتفاعا في أسعار الفائدة نجم عن الإنخفاض في مستوى سيولة الأبناك إضافة إلى التوقعات التي كانت تؤشر بارتفاع في معدل الفائدة الذي يعتمده بنك المغرب في عمليات تمويل الأبناك.

تطور معدل الفائدة ما بين 2007 و 2008



4-3- سيولة السوق الثانوي

لقد كان للتراجع المسجل في نشاط السوق الثانوي أثرا سلبيا على سيولة سندات الخزينة و التي يتم تتبعها من خلال المؤشرات التالية :

معدل الدوران

للتذكير، يتم احتساب معدل الدوران باعتماد حجم المعاملات المتداولة خلال فترة معينة نسبة إلى الحجم المتوسط للدين. بالنسبة للمعاملات الباتة، انخفض معدل الدوران ب 20 نقطة بالمقارنة مع سنة 2007 ليبلغ 30%.

بالنسبة للمعاملات الكلية للسوق الثانوي (الباتة و عمليات الاستحفاظ)، استقر هذا المعدل في 25 خلال سنة 2008، عوضا عن 27 المحصل عليها السنة الماضية و هذا يعني أن مجموع الدين المصدر عبر المزايدة تم تداوله 25 مرة.

معدل حجم العمليات

يمكن تتبع معدل حجم العمليات من قياس قدرة المتدخلين على القيام بمعاملات ذات عدد كبير من السندات. يحصل على هذا المعدل بقسمة الحجم الكلي للمعاملات على عدد العمليات المسجلة خلال فترة معينة. خلال سنة 2008، عرف معدل حجم المعاملات تراجعا بحيث انتقل من 74 مليون درهم خلال 2007 إلى 70 مليون درهم.

معدل الحجم اليومي للمعاملات

سجل معدل الحجم اليومي للمعاملات الباتة بدوره انخفاضا ناهز 31% بحيث استقر في 253 مليون درهم عوض 365 مليون درهم المحصل عليها السنة الماضية.

فيما يخص المعاملات الكلية، انتقل هذا المعدل من 29 مليار درهم سنة 2007 إلى 25 مليار درهم هذه السنة، أي تراجع بنسبة 12,8% .

5 عصرنة تدبير الدين والخزينة العمومية

شكلت عصرنة نمط تمويل الخزينة أحد أهم ورشات مسلسل تطوير النظام المالي المغربي التي بوشرت مند نهاية الثمانيات. و قد تبلورت هذه العصرنة من خلال أخد مجموعة من التدابير الهدف منها بالأساس :

- تمكين الخزينة من الحصول على تمويل مستقر ومستدام ؛
- خفض تدريجيا تبعية خزينة الدولة للتمويلات الخارجية ؛
- تطوير سوق داخلي فعال ونشيط.

إن أول ركائز هذا التطوير تميز بالتخلي التدريجي عن التمويلات المؤطرة وعن الامتيازات التي كانت تحوز عليها الخزينة بالمقارنة مع المقترضين الآخرين و التوجه إلى التمويل حسب الشروط المتبعة في السوق المالي. و هكذا فقد تم اتخاد مجموعة من التدابير أهمها:

- خلق سوق المزادات سنة 1989 لتعبئة الموارد المحلية بشروط السوق ؛
- فرض ضريبة الحق المشترك على سندات الخزينة ؛
- خلق في سنة 1996، السوق الثانوي موازاة مع اعتماد مجموعة وسطاء سندات الخزينة ؛
- خلق في سنة 1997، الوديع المركزي لتأمين عمليات الأداء والإيصال لسندات الخزينة.

هذا التدرج الإصلاحي استمر كذلك عبر :

- إدخال تقنية الإصدار عبر المماثلة لتحسين سيولة سندات الخزينة ؛
- تنميط السندات بمعايير موحدة ؛
- تخفيض القيمة الإسمية للسندات إلى 100.000 درهم ؛
- الرفع التدريجي من سقف السندات لتصل إلى 2,5 مليار درهم بالنسبة لسندات الخزينة القصيرة المدى و3,5 مليار درهم لنظيرتها متوسطة و طويلة الأمد.
- وضع، في سنة 1999، مدونة القيم بالنسبة للوسطاء والتي تضع القواعد الأساسية للتداول في السوق ؛
- إصدار سندات طويلة الأمد : 20 سنة في سنة 2000 و 30 سنة في سنة 2007.

ووعيا بأهمية العمل على مواصلة الإصلاحات، تعتزم مديرية الخزينة والمالية الخارجية الدخول في مرحلة أخرى من الإصلاحات من شأنها إعطاء نفس جديد لسوق السندات و ذلك من خلال التدبير النشيط للدين وللخزينة العمومية.

وضع سياسة نشطة للدين والخزينة العمومية

1 - التدبير النشيط للدين الداخلي

إن نهج إستراتيجية التدبير النشيط للدين الداخلي يروم بالأساس إلى :

- تمليس جدول السداد للدين الداخلي من أجل خفض مخاطر التمويل ؛
- الرفع من سيولة السوق الثانوي عبر التدخل لشراء و حذف السندات القليلة التداول في السوق ؛
- خفض، على المدى المتوسط، التكلفة المالية لخدمة الدين العمومي.

لتحقيق هذه الأهداف، تم الترخيص للخزينة للقيام بالعمليات التالية :

- شراء السندات في السوق الثانوي عبر طلب عروض أو بالتراضي. وتهدف هذه العملية إلى تمليس جدول السداد للدين وكذا سحب سندات عديمة السيولة ؛
- تبادل سندات الخزينة وهي عبارة عن تعويض سندات قديمة بأخرى حديثة. يتم الاعتماد على هذا النوع من العمليات من أجل تمليس جدول السداد وكذلك تمكين المستثمرين من فرص إعادة الإستثمار.

2 – التدبير النشيط للخزينة العمومية

فرض الإطار القانوني الجديد المتعلق ببنك المغرب و الذي يمنع الدولة من الحصول على تمويلات أو تسبيقات من هذه المؤسسة، ضرورة القيام بعمليات التدبير النشيط للخزينة العمومية والتي تتجلى في عمليات الاقتراض أو الاستثمار في السوق النقدي.

وتعرف هاته العمليات على النحو التالي :

- يحق لمديرية الخزينة أن تقترض في السوق النقدي لأمد يتراوح ما بين يوم إلى بضعة أيام. كما يجدر التذكير إلى أن مديرية الخزينة مرخص لها أن تصدر سندات ذات أمد جد قصير من 7 أيام إلى 45 يوم في سوق المزادات ؛
- يمكن لمديرية الخزينة، بهدف خفض تحملات الدين، أن تستثم ر فائض مالية الخزينة، المودع لدى البنك المركزي و الغير المؤدى عنه، في السوق النقدي أو في السوق الثانوي عبر أخذ سندات كأصول مقابل القروض.

ولوضع اللبنات الأساسية لهاته الإستراتيجية الجديدة عبر تفعيل تدبير الدين والخزينة العمومية، يتوجب إتخاذ مجموعة من التدابير الأساسية :

1. وضع إطار قانوني لهذه العمليات ؛
2. تكييف الإطارين التنظيمي والإجرائي ؛
3. تقوية التشاور مع البنك المركزي ؛
4. تطوير توقعات وتنبؤات مالية الخزينة ؛
5. تغيير الأنظمة المعلوماتية.

وبالنظر إلى أهمية هذه الأوراش، قامت مديرية الخزينة والمالية الخارجية بتوقيع اتفاقية شراكة مع الوكالة الفرنسية للخزينة للاستفادة من السند التقني لتحقيق هذا المشروع الإصلاحي والذي يهدف كذلك إلى خلق قاعة المعاملات المالية كأرضية للقيام بعمليات التدبير النشيط للدين والخزينة العمومية.

إطار 2 **مشروع شراكة مع وكالة خزينة فرنسا**

في إطار مشروع مديرية الخزينة والمالية الخارجية و الهادف إلى عصرنة طرق تدبير الدين الداخلي والخزينة العمومية وتطوير السوق الأولي والثانوي، تم عقد اتفاقية شراكة بين هذه المديرية و وكالة خزينة فرنسا (Agence France Trésor) يوم 18 ابريل 2008 بمقر وزارة المالية والاقتصاد بالرباط و ذلك بحضور السيد صلاح الدين مزوار، وزير الاقتصاد والمالية، والسيدة كريستيان لكارد، الوزيرة الفرنسية للاقتصاد والصناعة والتشغيل.

و تتركز هذه الاتفاقية حول المحاور التالية:

- تمكين الفرق التي تسهر على تسيير الدين الداخلي بمديرية الخزينة والمالية الخارجية من الإلمام بمهام وكالة خزينة فرنسا،
- تحديد الإجراءات والتدابير التي يجب اتخاذها لتطوير توقعات مالية الخزينة،
- مرافقة مديرية الخزينة والمالية الخارجية في إنشاء قاعة المعاملات،
- تكوين الأطر التي ستشتغل بهذه القاعة، و
- مساعدة مديرية الخزينة والمالية الخارجية في عملية اختيار النظام المعلوماتي المناسب لتسيير الدين والخزينة.

يمتد هذا التعاون على مدى 24 شهرا يقوم خلالها خبراء من وكالة خزينة فرنسا بحلقات دراسية تتمحور حول مواضيع إستراتيجية كما يقوم مسيرو الدين الداخلي والخزينة بزيارات عينية للوكالة.

وبمضي قرابة سنة على هذه الاتفاقية، تم القيام بعدة إنجازات نذكر منها على الخصوص ما يلي:

1. انجاز حلقتين دراسيتين بالرباط : موضوع الحلقة الأولى هو "تطوير توقعات مالية الخزينة" وكان هدفها الاستفادة من التجربة الفرنسية في هذا المجال وتحديد التدابير الأساسيةِ التي يجب اتخاذها لتطوير تسيير الخزينة العمومية. أما الحلقة الدراسية الثانية فقد تطرقت للجوانب العملية سواء على المستوى التنظيمي أو التقني لتسيير الدين والخزينة العمومية ب وكالة خزينة فرنسا.
2. مشاركة عدد من مسييري الدين ومهندسين معلوماتيين في دورات تدريبية بالوكالة.
3. تبادل الوثائق وانجاز أعمال عن طريق مراسلات تخص تدبير الخزينة والنظام المعلوماتي.

تحيين الإطار القانوني

لتمكين مديرية الخزينة والمالية الخارجية من القيام بعمليات التدبير النشيط، تم تحيين الإطار القانوني عبر مجموعة من التدابير :

- إدماج بند في قانون المالية يرخص بموجبه لمديرية الخزينة القيام بعمليات التبادل وإعادة شراء سندات الخزينة في السوق الثانوي ؛
- نشر في تاريخ 6 نونبر 2008 للقرار الوزاري رقم 08-1443 للسيد وزير الاقتصاد والمالية و الذي يحدد شروط وآليات القيام بالعمليات المدرجة أعلاه ؛
- إدراج في القانون المالي لسنة 2009 المرسوم الوزاري رقم 08/561-2 والذي يفوض بموجبه للسيد وزير الاقتصاد والمالية الشروع في عمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة لدى البنوك.

و موازاة مع هذه التدابير، ثم اتخاذ جميع التدابير التنظيمية والمحاسباتية اللازمة لتحقيق هاته العمليات.

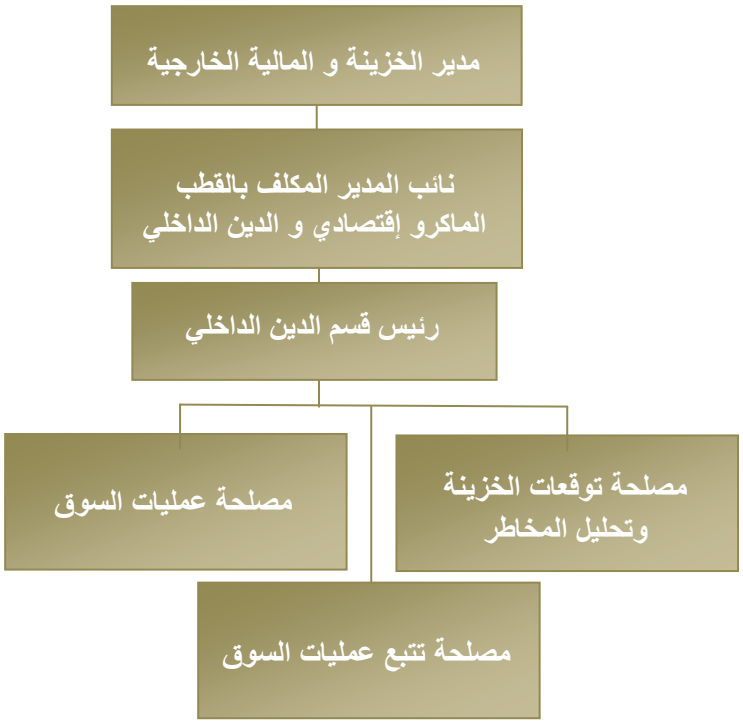
إعادة هيكلة قسم الدين الداخلي

لخلق قاعة المعاملات المالية داخل مديرية الخزينة و المالية الخارجية، قامت هاته الأخيرة بإعادة تنظيم وحدات قسم الدين الداخلي تماشيا مع طبيعة أعمال قاعة المعاملات المالية وذلك بإعادة تسمية هاته الوحدات وتوزيع جديد للمهام المنوطة بكل واحدة منها.

و هكدا، فقد تم تغيير أسماء و مهام المصالح المعنية على الشكل التالي :

- مصلحة السوق الأولى بمصلحة عمليات السوق. سوف تتكلف هاته المصلحة بإصدار سندات الخزينة في سوق المزادات، بالتدبير الفعال للدين الداخلي، بالتدبير العملي للخزينة العمومية وبتتبع السوق الثانوي ؛
- مصلحة السوق الثانوي بمصلحة تتبع عمليات السوق والذي ستهتم بترخيص و مراقبة العمليات التي بادرت إليها مصلحة عمليات السوق، وكذا تتبع و تطوير النظام المعلوماتي لقاعة العمليات ؛
- مصلحة تحليل وتدبير المخاطر بمصلحة توقعات الخزينة وتحليل المخاطر. و سوف تقوم هاته المصلحة بإنجاز توقعات الخزينة على أساس المعطيات الصادرة عن مختلف شركاء مديرية الخزينة والمالية الخارجية، باقتراح استراتيجية تدبير الدين وبتتبع المخاطر المتعلقة بالدين الداخلي.

التنظيم الجديد لقسم الدين الداخلي



تقوية التشاور مع البنك المركزي

لتمكين مديرية الخزينة والمالية الخارجية من عمليات التوظيف و الاقتراض في السوق النقدي بشروط حسنة دون أن تربك السياسة النقدية لبنك المغرب، تم التشاور بين هاتين المؤسستين لتحديد جل آليات تدخل مديرية الخزينة في السوق والمسؤوليات المنوطة بكل مؤسسة. و قد أثمر هذا التشاور إلى إنجاز مشروع اتفاقية ما بين مديرية الخزينة وبنك المغرب تضم النقاط التالية :

- إطار وأهداف الاتفاقية ؛
- تعريف أدوات التوظيف والاقتراض التي سوف تستعملها مديرية الخزينة و المالية الخارجية للتدخل في السوق النقدي و السوق الثانوي لسندات الخزينة ؛
- وصف وتحديد مسؤوليات كل مؤسسة على حدا في إطار تبادل المعلومات والقيام بالعمليات المشار إليها أعلاه ؛

و للإشارة فمن المنتظر توقيع هاته الاتفاقية في غضون العام الجاري.

تحسين توقعات مالية الخزينة

وعيا بأهمية التسيير النشيط للخزينة العمومية، قامت المديرية بمجموعة من التدابير تهم خلق نظام الإعلان القبلي والذي سيضع في متناول مديرية الخزينة، المكلفة بتدبير مالية الخزينة، معلومات محددة وصحيحة، من طرف جميع الجهات المتدخلة في مسار و تسيير

مالية الخزينة العمومية، حول التدفقات المالية اليومية و التي من شأنها أن تؤثر على الحساب الجاري للخزينة.

من هذا المنطلق، يمكن للخزينة أن تلم بمختلف التدفقات التي تؤثر على خزينة الدولة والتي تساعدها على بناء توقعات يومية دقيقة تمكن من ترشيد الاقتراض والتوظيف وبالتالي تحسين تدبير الحساب الجاري. و نظرا لكون آلية تدبير الخزينة العمومية تتميز بتداخل مجموعة من الأطراف: محاسبي و آمري بالصرف، الجماعات المحلية وبنك المغرب، فقد تم وضع خريطة عمل تهم توعية كل المتدخلين بضرورة تعجيل وضع نظام الإعلان القبلي لدى مديرية الخزينة والمالية الخارجية.

و بالموازاة، شرع التفكير في إمكانية وضع إطار تنظيمي يدعو كافة المتدخلين في مالية الخزينة إلى الإعلان القبلي عن كل عمليات الخزينة و التي يفوق حجمها عتبة معينة من شأنها التأثير بشكل كبير على الحساب الجاري.

إعادة هيكلة النظام المعلوماتي للدين

تتطلب عصرنة أساليب إدارة الدين اعتماد نظام معلوماتي حديث. من أجل ذلك و بالموازاة مع الإجراءات الأخرى التي تم سردها أعلاه ، تقرر تحديث النظام المعلوماتي الحالي للدين والذي يتميز بانقسامه إلى عدة أنظمة منعزلة لا تتواصل فيما بينها (نظام خاص بالدين الخارجي، و آخر بالدين الداخلي، و آخر بالتمويل الخارجي و آخر بالحساب الجاري للخزينة) و بعدم استجابته لجميع الحاجيات الجديدة المتعلقة بالتدبير النشيط للدين. و يقوم هذا التحديث على تعويض هذا النظام بنظام جديد مندمج، عصري و قابل للتطور يستطيع الاستجابة للحاجيات الحالية و المستقبلية.

و من المنتظر أن يشكل هذا النظام الجديد النواة الأساسية لقاعة المعاملات التي ستحدثها مديرية الخزينة و المالية الخارجية و الذي ستكون له القدرة على التواصل بشكل أوتوماتيكي مع :

- النظام المعلوماتي الخاص بتلقي عروض المستثمرين بسوق المزادات و ذلك من أجل التمكن من تجميع و تخزين جميع المعلومات المتعلقة بعمليات إصدار، شراء و تبادل السندات وكذا تدفقات الخزينة العمومية. و تجدر الإشارة إلى أنه سيشرع في استغلال هذا النظام خلال سنة 2009 ؛
- النظام المعلوماتي للسوق الثانوي، و ذلك من أجل تتبع الخطوط المصدرة عبر السوق الأولى ومدى سيولتها قي السوق الثانوي ؛
- الأنظمة المعلوماتية لأهم الشركاء (بنك المغرب، الخزينة العامة للمملكة، مديرية الميزانية...) و ذلك من أجل تسيير أمثل للدين ومالية الدولة.

و سوف يمكن هذا النظام من تغطية جميع مراحل تسيير الدين بما فيها :

- برمجة وتتبع عمليات تمويل الخزينة و المؤسسات العمومية ؛
- التسيير العملي للدين العمومي ؛
- تحليل محفظة الدين و تدبير المخاطر ؛
- التدبير النشيط للدين ولمالية الدولة ؛
- تتبع تدفقات الخزينة العمومية و تحضير التوقعات المتعلقة بها.

إطار 3 نظام للإرسال الإلكتروني للعروض في سوق المزادات

في إطار عصرنة آليات المزايدة على سندات الخزينة، تم الشروع في وضع نظام معلوماتي جديد خاص لتلقي عروض المستثمرين. و قد تم تفويض إنجاز هذا النظام للبنك المركزي الذي قام بدوره بإسناد مهمة تطويره لشركة مختصة.

و قد تقرر إثراء وظائف هذا النظام حيث أصبح يشمل، بالإضافة إلى عمليات إصدار سندات الخزينة عبر المزايدة، أدوات التدبير النشيط للدين الداخلي (شراء و استبدال سندات الخزينة) و أدوات تدخل الخزينة على مستوى السوق النقدي (استثمار فائض الحساب الجاري للخزينة واقتراض حاجيات الخزينة على المدى الجد قصير) و كذا أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي.

و يرمي هذا النظام الجديد إلى مجموعة من الأهداف أهمها :

- تقليص الحيز الزمني بين تلقي العروض و نشر النتائج عبر برمجة آلية لجميع مراحل مسلسل المزايدة على سندات الخزينة انطلاقا من إعداد و نشر البلاغ إلى اتخاذ القرار و تفحص النتائج. و سوف يكون لهذا النظام وقع إيجابي على تنشيط التعاملات على مستوى السوق الثانوي.
- القيام بعمليات التدبير النشيط لمالية الدولة و التي تتطلب سرعة كبيرة في التدخل خلال مدة زمنية قصيرة جدا ؛
- تعزيز شفافية مسلسل المزايدة على سندات الخزينة؛
- التقليص من المخاطر العملية و تأمين تبادل المعلومات بين كافة المتدخلين.

6 ملحقات إحصائية

إحصائيات الدين الداخلي (بمليون درهم)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
مديونية الخزينة											
الدين الداخلي	130 827	136 401	149 121	175 611	191 256	211 197	223 616	258 488	265 777	263 833	257 116
%الناتج الداخلي الخام	34,0%	35,0%	37,9%	41,2%	42,9%	44,3%	44,3%	49,0%	46,0%	42,9%	38,3%
الدين الخارجي	125 864	123 955	118 646	110 597	92 562	78 924	70 356	6 9041	65 057	65 946	68 700
%الناتج الداخلي الخام	32,7%	31,8%	30,2%	25,9%	20,8%	16,5%	13,9%	13,1%	11,3%	10,7%	10,2%
مديونية الخزينة	256691	260356	267767	286208	283818	290121	293972	327529	330834	329779	325816
%الناتج الداخلي الخام	66,8%	66,8%	68,1%	67,1%	63,7%	60,8%	58,2%	62,1%	57,3%	53,6%	48,6%
التوزيع الدين الداخلي حسب الأدوات											
سوق السندات	72 270	94 573	116 359	143 075	169 917	197 100	214 825	251 518	259 954	259 625	252 677
سندات 6 أشهر	7 768	7 018	3 985	9 406	2 554	2 873	1 398	1 218	1 029	50	50
القروض التعاقدية	26 785	19 588	17 036	14 148	11 355	7 503	4 763	3 165	1 894	623	-
القروض الوطنية	12 290	9 535	6 966	4 925	3 852	730	-	-	-	-	-
القروض القديمة	6 089	4 290	3 362	2 470	1 633	886	286				
أدوات أخرى	5 625	1 398	1 413	1 588	1 945	2 106	2 344	2 588	2 900	3 534	4 389
التوزيع مديونية الخزينة حسب الأمد											
الأمد القصير	27 655	26 240	33 960	59 052	38 659	60 836	43 808	33 509	42 793	46 619	61 113
الأمد المتوسط	49 320	58 389	61 843	63 810	99 468	9 3758	108 776	104 444	84 648	83 685	69 143
الأمد الطويل	53 852	51 772	53 318	52 749	53 127	56 602	71 032	120 535	138 336	133 529	126 861
خدمة الدين الداخلي											
تحملات أصل الدين	39 626	36 751	39 206	48 138	79 173	54 534	69 650	49 753	36 261	47 133	57 351
تحملات فوائد الدين	11 471	12 068	12 035	13 017	13 722	14 211	14 879	14 980	16 362	16 494	15 575
%الناتج الداخلي الحام	2,98%	3,10%	3,06%	3,05%	3,08%	2,98%	2,95%	2,84%	2,83%	2,68%	2,32%
%الموارد العادية	14,7%	12,6%	14,8%	11,9%	15,5%	14,5%	14,1%	12,7%	12,4%	10,7%	8,5%
%النفقات العادية	15,0%	15,6%	14,7%	14,1%	15,2%	14,6%	14,2%	11,8%	13,2%	12,3%	10,0%
مؤشرات التكلفة والمخاطر											
المدة الزمنية المتوسطة المتبقية	5 سنوات	5 سنوات	4س و 5 أشهر	3س و 8أشهر	4س و شهر	3س و 9 أشهر	4س و 10 أشهر	6س و 5أشهر	6س و 9أشهر	6س و 5أشهر	5س و 10أشهر
التكلفة المتوسطة للدين	8,91%	8,64%	8,25%	8,19%	7,24%	6,76%	6,40%	6,23%	5,88%	5,82%	5,35%
معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار	7,55%	6,19%	6,02%	5,57%	4,97%	4,39%	4,32%	4,66%	4,08%	3,39%	3,72%
حصة الدين ذو الأمد القصير	21%	19%	23%	34%	20%	29%	20%	13%	18%	18%	24%
السوق الثانوي لسندات الخزينة											
الحجم الإجمالي للتداولات	109	489	1152	1888	2473	2775	4423	4595	4307	7128	6213
المعاملات البتة	-	76	1091	41	63	68	100	98	124	131	74
عمليات الإستحفاظ	-	413	61	1847	2410	2707	4323	4497	4183	6997	6139
مؤشرات السيولة											
معدل الدوران	0,8	4	8	11	13	15	21	19	17	27	25
الحجم المتوسط للمعاملات	-	-	-	-	-	105	126	119	102	74	70

حجم الخطوط المصدرة عبر المزايدة

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
252 677	259625	259 954	251 518	214 825	197 100	169 917	143 075	116 359	94 573	72 270	حجم الدين المصدر عبر المزايدة
1 150	2 180	400	-	1 010	700	2 530	550	825	770	50	13 أسبوع
1 925	2 000	1 600	470	1 153	5 210	3 464	7 252	3 213	1 350	75	26 أسبوع
31 855	17 128	4 350	8 064	15 892	17 621	12 027	18 330	12 694	8 887	6 430	52 أسبوع
6 700	10 536	4 437	4 823	12 611	26 942	25 703	14 628	4 499	403	1 038	2 سنوات
41 501	55 799	76 020	83 974	83 849	69 154	58 121	48 549	44 619	37 323	29 862	5 سنوات
71 391	73 777	80 896	76 044	55 499	48 521	42 902	33 456	30 914	27 227	20 230	10 سنوات
76 790	76 840	72 890	66 031	42 193	28 927	25 147	20 288	19 573	18 613	14 585	15 سنة
18 791	18 791	17 361	1 2111	2 619	24	24	24	24	-	-	20 سنة
2 575	2 575	2 000	-	-	-	-	-	-	-	-	30 سنة

اكتتابات الخزينة

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
46 469	41 887	38 754	79 553	75 196	65 929	75 909	57 478	40 312	30 352	21 513	الحجم الإجمالي للاكتتابات
9 538	3 860	700	450	2 376	6 798	3 572	3 499	2 415	970	350	13 أسبوع
4 539	4 313	1 900	626	2 145	9 197	3 814	9 344	4 043	1 770	75	26 أسبوع
29 842	17 128	4 350	10 844	17 545	17 049	12 992	18 330	13 669	8 887	6 430	52 أسبوع
100	6 600	3 037	1 400	4 323	8 288	18 654	10 129	4 499		403	2 سنوات
2 450	2 350	4 965	11 141	22 395	14 947	22 572	12 919	11 016	7 701	8 073	5 سنوات
	1 682	9 693	21 763	10 553	5 869	9 447	2 542	3 687	6 997	5 833	10 سنوات
	3 950	6 859	23 838	13 265	3 780	4 859	715	960	4 028	350	15 سنة
	1 430	5 250	9 491	2 595				24			20 سنة
	575	2 000									30 سنة

التطور السنوي لسعر الفائدة المرجح لسندات الخزينة

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
3,72%	3,39%	4,08%	4,66%	4,32%	4,30%	4,97%	5,57%	6,02%	6,19%	7,55%	معدل سعر الفائدة السنوي
3,51%	3,58%	2,56%	2,48%	2,42%	3,40%	2,63%	4,65%	5,29%	4,81%	6,00%	13 أسبوع
3,69%	3,48%	2,63%	2,61%	2,65%	3,54%	2,85%	4,87%	5,62%	5,28%	6,35%	26 أسبوع
3,78%	3,30%	2,98%	2,88%	3,02%	3,85%	3,75%	5,26%	5,74%	5,21%	6,95%	52 أسبوع
3,65%	3,27%	3,10%	3,21%	3,44%	4,00%	4,76%	5,88%	6,22%	-	7,00%	2 سنوات
3,92%	3,17%	3,75%	3,96%	4,50%	4,83%	5,66%	6,22%	6,22%	6,42%	7,56%	5 سنوات
-	3,40%	4,28%	4,78%	5,10%	5,71%	6,20%	6,74%	6,90%	6,96%	8,26%	10 سنوات
-	3,65%	4,91%	5,34%	5,69%	6,15%	6,85%	7,10%	7,00%	7,32%	8,81%	15 سنة
-	3,81%	5,20%	5,99%	6,08%	-	-	-	7,70%	-	-	20 سنة
-	3,97%	3,98%	-	-	-	-	-	-	-	-	30 سنة