المملكة المغربية
ⵜⴰⴳⵍⴷⵉⵜ ⵏ ⵍⵎⵖⵔⵉⴱ

مشروع قانون المالية لسنة 2015

التقرير السنوي للدين

http://www.finances.gov.ma
شارع محمد الخامس، الحي الإداري، الرباط – المغرب
الهاتف : 01 72 67 537 (0) (00212) الفاكس : 30 75 67 537 (0) (00212)

التقرير السنوي حول المديونية 2013

مـديـريـة الـخـزيـنـة و الـمـالـيـة الـخـارجـيـة

شارع محمد الخامس، الحي الاداري، الرباط - المغرب
الهاتف : 72 75 67 37 5 (212) – 73 / 55 / 54 73 67 37 5 (212)
الفاكس : 83 75 67 37 5 (212) – 57 53 67 37 (212)

الفهرس

مهام قطب الدين 5

سياسة إصدار سندات الخزينة 6

الأرقام الأساسية 7

المناخ الدولي 11

أسس استراتيجية تمويل الخزينة 14

تمويل الخزينة خلال سنة 2013 17

بنية دين الخزينة 28

الدين الداخلي المضمون 41

التدبير النشيط للدين 42

الدين الخارجي العمومي 47

السوق الثانوي لسندات الخزينة 56

التدبير النشيط للخزينة العمومية 61

تدابير الإصلاح المنجزة خلال سنة 2013 64

تطور الدين خلال النصف الأول من سنة 2014 67

ملحق إحصائيات الدين 74

مهام قطب الدين

طبقا لاختصاصات مديرية الخزينة والمالية الخارجية، المنصوص عليها في المرسوم رقم 995-07-2 لـ 23 شوال 1429 (23 أكتوبر 2008) المتعلق باختصاصات وهيكلة وزارة الاقتصاد والمالية، فإن المهام الرئيسية لقطب الدين تتمثل في :

- **تقديم جميع الاقتراحات و القيام بجميع الدراسات المتعلقة بسياسة تدبير الدين.**
- **إصدار سندات الخزينة وتدبير الخزينة العمومية.**
- **تدبير دين الخزينة ووضع استراتيجية إعادة هيكلة الدين الخارجي وتجميع المعطيات المتعلقة به.**

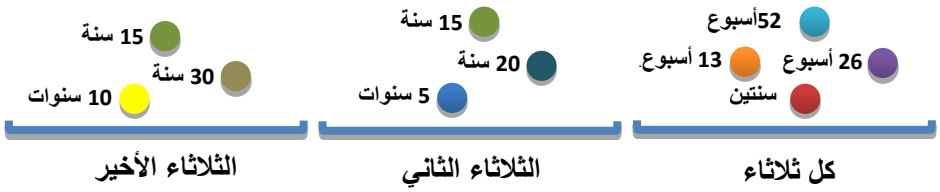
من أجل القيام بهذه المهام، يسهر قطب الدين على:

- اقتراح ووضع استراتيجية تمويل الخزينة وتدبير الدين الحكومي.
- إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي و سندات الخزينة السيادية في السوق المالي الدولي.
- إعطاء أمر بصرف تحملات دين الخزينة وضمان سدادها في الآجال المحددة.
- تتبع الدين المضمون وتفعيل ضمانة الدولة.
- دراسة، متابعة وتدبير المخاطر المرتبطة بمحفظة دين الخزينة.
- التدبير النشيط للدين الداخلي والخارجي للخزينة و للخزينة العمومية.
- تتبع السوق الثانوي لسندات الخزينة و السوق المالي الدولي.
- إدخال الإجراءات و الإصلاحات اللازمة لتطوير سوق سندات الخزينة.
- تتبع علاقة الخزينة مع المستثمرين في السندات السيادية ومع وكالات التنقيط الدولية.
- إعداد ونشر إحصائيات الدين العمومي.
- تحضير وإنجاز عمليات التغطية ضد مخاطر ارتفاع تقلبات أسعار المواد المدعمة.

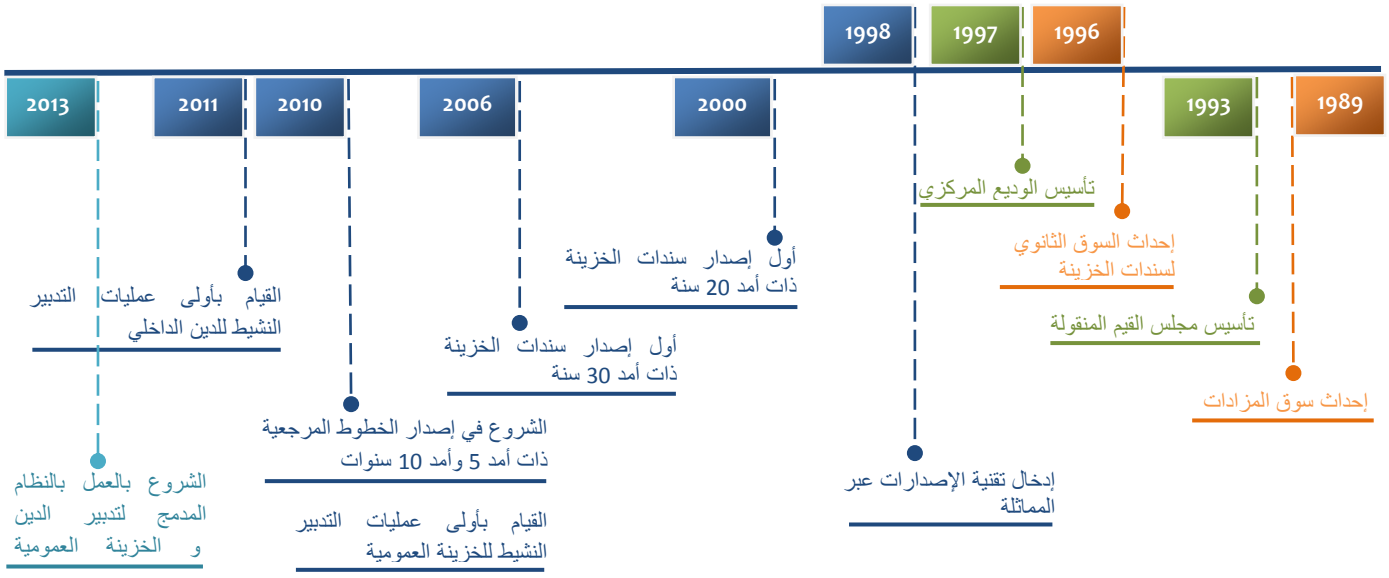
سياسة إصدار سندات الخزينة

انتظام و شفافية

- جدول إصدار سندات الخزينة معروف مسبقا [1].
- معلومات متوفرة للمستثمرين عبر الندوة الصحفية السنوية و التقارير الدورية والسنوية وعبر موقع وزارة الاقتصاد والمالية على الانترنيت.
- اجتماعات منتظمة مع البنوك وسطاء الخزينة و جمعية شركات التدبير وصناديق الاستثمار (ASFIM).



عصرنة

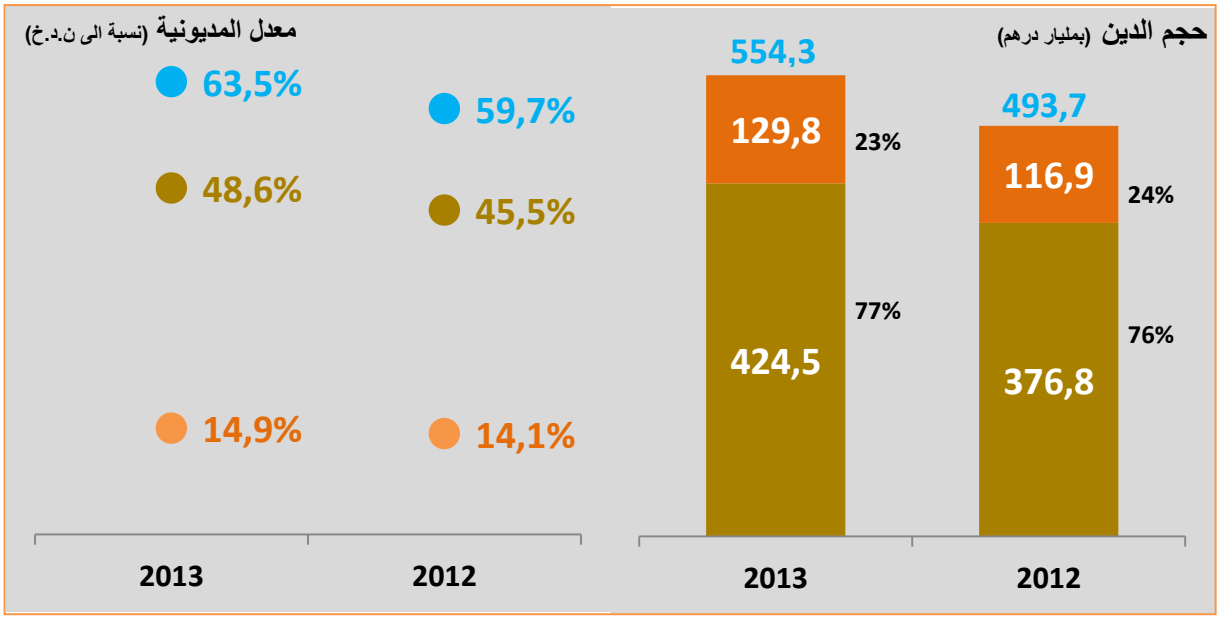


[1] تمت إعادة جدولة مواعيد إصدار سندات الخزينة بالتشاور مع البنوك وسطاء الخزينة خلال سنة 2014 (أنظر الصفحة رقم 64)

الأرقام الأساسية

مديونية الخزينة

دين الخزينة / الدين الداخلي / الدين الخارجي



دين الخزينة المتداول

(مليار درهم)	2012	2013
سندات الخزينة	356,7	413,0
السندات في السوق المالي الدولي	29,9	35,0
المجموع	386,7	448,0

الدين الخارجي العمومي

(مليار درهم)	2012	2013
الحجم	212,7	234,7
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%25,7	%26,9

تحملات الفوائد

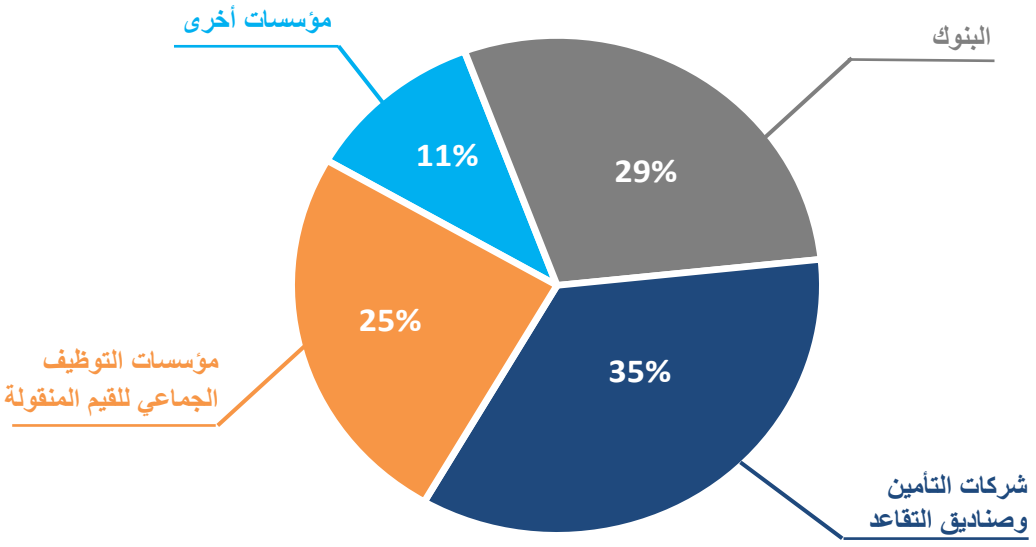
(مليار درهم)	2012	2013
دين الخزينة	**20,6**	23,2
نسبة إلى الموارد العادية*	%10,4	%11,4
الدين الداخلي	**17,3**	19,4
نسبة إلى الموارد العادية	%8,7	%9,5
الدين الخارجي	**3,4**	3,9
نسبة إلى الموارد العادية	**%1,7**	%1,9
الدين الخارجي العمومي	**6,2**	6,9
نسبة إلى المداخيل الجارية لميزان الأداءات	%5,4	%5,8

*دون احتساب الضريبة على القيمة المضافة للجماعات المحلية

مؤشرات التكلفة والمخاطر

	2012	2013
تكلفة الدين	%4,5	%4,4
المدة الزمنية المتوسطة المتبقية	5 سنوات و 7 أشهر	5 سنوات و 6 أشهر
حصة الدين ذو الأمد القصير	%15,5	%16,8

توزيع حجم سندات الخزينة حسب نوعية المستثمرين (متم سنة 2013)



سوق المزادات		
	2012	2013
حجم اكتتابات الخزينة (بمليار درهم)	120,3	175,2
حجم عروض المستثمرين (بمليار درهم)	248,8	412,9
معدل تغطية الإصدارات	%210	%240
معدل سعر الفائدة المرجح عند الإصدار	%4,07	%4,54

السوق الثانوي لسندات الخزينة		
	2012	2013
حجم المعاملات الباتة (بمليار درهم)	142,3	158,9
معدل دوران سندات الخزينة	%35	%35
الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة (بمليون درهم)	99	82

عمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة (2013)		
	عمليات التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك	عمليات الاستحفاظ
عدد العمليات المنجزة	41	225
الحجم الجاري المتوسط الموظف في اليوم (بمليون درهم)	152	2 450
سعر الفائدة المتوسط	%3,06	%2,79

المناخ الدولي

اتسمت سنة 2013 بانتعاش طفيف في الاقتصاد العالمي مع تحسن آفاق النمو الاقتصادي للبلدان المتقدمة وتباطؤ في اقتصاديات الدول الناشئة. وقد لوحظ هذا التحسن في أداء الاقتصاد العالمي في بداية النصف الثاني من العام مع وجود فوارق جغرافية بين نمو اقتصادي جيد في الولايات المتحدة الأمريكية واختلالات في بعض بلدان منطقة اليورو وبعض الدول الناشئة.

و في هذا الصدد، أبقى البنك الاحتياطي الفدرالي على نفس سعر الفائدة الرئيسي القريب من مستوى الصفر، مع التأكيد على استمرارية عملية ضخ السيولة (التيسير النقدي) لدعم الاقتصاد. إلا أنه، بعد اجتماع لجنة السياسة النقدية المنعقد في يونيو 2013، أعلن البنك الاحتياطي الفدرالي عن عزمه الخفض من وتيرة عمليات شراء سندات حكومية وذلك نتيجة تحسن طفيف لمستوى النشاط الاقتصادي و كذا سوق الشغل.

و قد أدى هذا القرار الى ارتفاع نسبة عائد سندات الولايات المتحدة الأمريكية الطويلة الأجل وخلق اضطراب في الأسواق المالية الدولية، مما دفع البنك الفدرالي للحفاظ على سياسة التيسير النقدي لحين اجتماع لجنة السياسة النقدية الذي عقد في 18 دجنبر، و الذي أعلن خلاله البنك الاحتياطي الفدرالي عن الخفض من وتيرة عمليات شراء السندات الحكومية لتصل إلى 75 مليار دولار مقابل 85 مليار دولار سابقا. كما أن تبديد الشكوك المرتبطة بالميزانية في الولايات المتحدة وتحسن بعض المؤشرات مثل معدل البطالة والاستهلاك و تحسن ثقة المستهلك و كذا الدينامية التي عرفتها بعض القطاعات التحويلية تعد من بين العوامل التي عززت بشكل كبير قرار البنك بخفض وتيرة عمليات شراء السندات الحكومية.

وقد ساهم تعيين السيدة "جانيت يلين" رئيسا للبنك الاحتياطي الفدرالي في أكتوبر عوض الرئيس السابق " برنانكي" في التخفيف نسبيا من وطأة مخاوف المستثمرين معتبرين أن السيدة "جانيت يلين" التي تعد من مؤيدي السياسة النقدية التي اعتمدها الرئيس السابق، ستواصل على تأكيد نفس السياسة .

وموازاة مع ذلك ، واجهت منطقة اليورو ركودا اقتصاديا حادا أكثر مما كان متوقعا إضافة إلى خطر الانكماش المتمثل في انخفاض عام للأسعار. و في هذا السياق، قام البنك المركزي الأوروبي (BCE) في مايو ونونبر 2013 بخفض سعر فائدته الرئيسي ب 25 نقطة أساس،

ليبلغ 0,25 % مع التأكيد على التزامه بتوفير سيولة غير محدودة للبنوك حتى منتصف عام 2014 والحفاظ على نفس مستويات أسعار الفائدة، أو مستويات أقل وذلك لفترة طويلة.

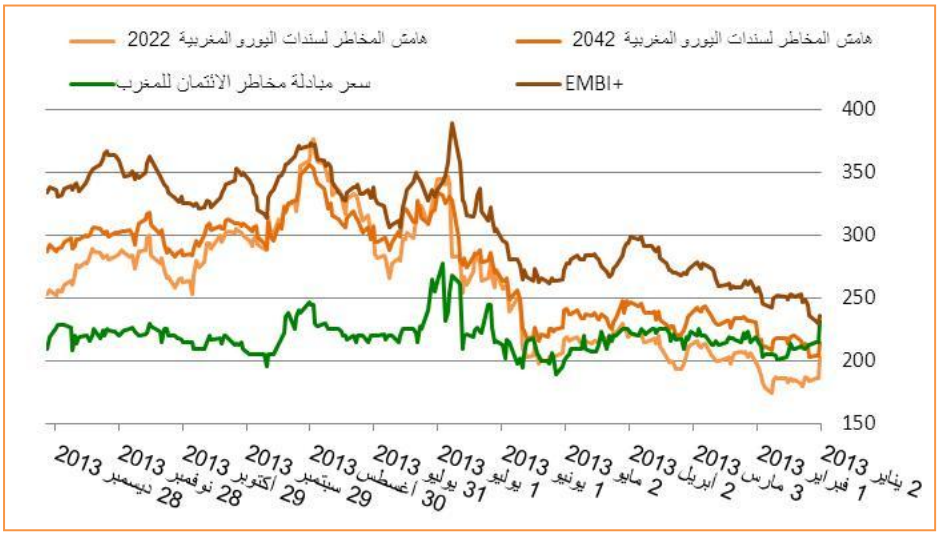
وقد شكل تبني سياسة الشفافية التي تهدف إلى توجيه توقعات السوق « forward guidance » للحفاظ على نسب متدنية لأسعار الفائدة، قطيعة مع سياسة البنك المركزي الأوروبي التي كانت في السابق تتفادى أن تأخذ أي التزامات مستقبلية. كما شهدت منطقة اليورو، على فترات، وضعا صعبا خلال عام 2013 بما في ذلك اشتداد الأزمة المالية القبرصية وتدهور الوضع الاقتصادي في سلوفينيا واستمرار المخاوف بشأن المأزق السياسي في ايطاليا والبرتغال.

وفي نفس السياق قامت البنوك المركزية لبعض الدول المتقدمة باتخاذ سياسات نقدية غير تقليدية، بما في ذلك البنك المركزي البريطاني (BoE) من خلال سياسة الشفافية والتي تلزمه بعدم رفع سعر الفائدة الرئيسي ما دام معدل البطالة يفوق 7%، وكذا البنك المركزي الياباني (BoJ) عبر مضاعفته للكتلة النقدية خلال سنتين (عن طريق شراء سندات حكومية) والبنك الوطني السويسري (SNB) الذي تابع سياسته المعتمدة منذ سنة 2011 و التي تتضمن الحفاظ على سعر صرف اليورو مقابل الفرنك السويسري في مستوى يفوق 1,20.

أما فيما يخص البلدان الناشئة، فقد عرفت هذه الأخيرة تباطؤا في النمو الاقتصادي خلال سنة 2013 نظرا لتراجع النشاط التجاري العالمي وكذا الاختلالات الهيكلية التي تعرفها هذه الدول. ونتيجة لذلك، فقد عانت بعض هذه البلدان، و خصوصا تلك المصدرة للمواد الأولية من استمرار انخفاض أسعار هذه المواد، فيما أدت مخاطر التضخم التي واجهتها بعض الدول الأخرى كالبرازيل والصين والهند وروسيا إلى تشديد البنوك الفدرالية لسياساتها النقدية. علاوة على ذلك، فقد أدى إعلان البنك الاحتياطي الفيدرالي في مايو 2013 و المتمثل في احتمال خفض حجم عمليات ضخ السيولة، إلى هروب الرساميل و ارتفاع عائدات السندات، مما أدى أيضا إلى زعزعة استقرار بعض الدول الناشئة وانخفاض أسعار صرف عملاتها.

تطور هامش المخاطر

بعد الانخفاض الحاد الذي سجلته في نهاية سنة 2012، عرفت هوامش المخاطر المتعلقة بالدول الناشئة منحى تذبذبا منذ بداية سنة 2013، قبل أن تسجل ارتفاعا ملحوظا ابتداء من الأسبوع الثالث من شهر مايو 2013، خصوصا في الفترة التي تلت طرح المغرب لسنداته في السوق المالي الدولي. و يعزى هذا المنحى التصاعدي لهوامش المخاطر إلى تصريحات رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي بخصوص السياسة النقدية للبنك، بما في ذلك التوجه التدريجي نحو إنهاء سياسة التيسير النقدي «Quantitative Easing». كما ساهمت مخاوف المستثمرين بخصوص نشر بيانات سلبية حول النمو الاقتصادي في بعض البلدان الناشئة كالصين والبرازيل في تعزيز المنحى التصاعدي الذي اتبعته هوامش المخاطر خلال هذه الفترة، مما أدى إلى ارتفاع هوامش مخاطر سندات الدول الناشئة بما في ذلك الارتفاع الملحوظ لمؤشر EMBI+ والذي بلغ 389 نقطة أساس وهو أعلى مستوى له خلال سنة 2013. وفي السياق ذاته، شهدت مستويات أسعار مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) للمغرب على مدى خمس سنوات وكذا هوامش المخاطر لسندات اليورو بعض الارتفاع ولكن بوتيرة أقل مما شوهد في بلدان أخرى.



ومع ابتداء من النصف الثاني من السنة، سجل كل من مؤشر EMBI+ وكذا هوامش المخاطر لسندات اليورو للمغرب انخفاضا مع بعض التقلبات المتباينة التي استمرت حتى نهاية السنة.

الإجراءات المتخذة من طرف وكالات التصنيف الائتماني خلال سنة 2013

على الرغم من سياق اتسم بتحسن طفيف في الأوضاع الاقتصادية العالمية والأسواق المالية، وذلك بفضل استمرار عمليات ضخ السيولة التي توفرها البنوك المركزية، واصلت وكالات التصنيف الائتماني، لكن بوتيرة أقل، سلسلة التخفيضات التي ضمت تصنيفات ائتمانية لمجموعة من الدول المتقدمة وكذا الدول الناشئة. وبالتالي، قامت موديز (Moody's) وفيتش راتينغز(Fitch Ratings) بسحب تصنيف "AAA" من المملكة المتحدة وذلك في غضون أقل من شهرين (فبراير وأبريل على التوالي). كما قامت ستاندار اند بورز (Standard & Poor's) بخفض التصنيف الائتماني"AAA" لهولندا في أبريل 2013. كما همت هذه التخفيضات بعض الدول الناشئة مثل أوكرانيا وكرواتيا ومالطا وتونس. وقد عرفت بعض الدول، من ناحية أخرى، تحسنا في تصنيفها الائتماني مثل إسبانيا، واليونان، وايرلندا، وليتوانيا، ولاتفيا، والفلبين، وبيرو والمكسيك.

وفي هذا السياق حافظ المغرب على تصنيفه الائتماني الممنوح من طرف ستاندار اند بورز "S&P" و "فيتش راتينغز" في درجة الاستثمار حيث قامت الوكالتان بتأكيد تصنيف "BBB-" للمغرب مع نظرتين مستقبليتين سلبية ومستقرة على التوالي وذلك في إطار المشاورات السنوية التي تم عقدها خلال شهر اكتوبر من سنة 2013.

أسس استراتيجية تمويل الخزينة

إن الهدف الأساسي من تدبير الدين هو ضمان تمويل مستقر ودائم للدولة مع التخفيف، على المديين المتوسط والبعيد، من تكلفة الدين والمخاطر المرتبطة به وكذا التحكيم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية مع المساهمة في تطوير سوق سندات الخزينة.

ضمان تمويل مستقر ودائم لخزينة الدولة

إن الهدف الأول لاستراتيجية تدبير الدين هو تمكين الدولة من تعبئة الموارد المالية الكافية لتغطية احتياجاتها التمويلية و بالتالي تحقيق التزاماتها المالية. ويكتسي هذا الهدف أهمية كبيرة نظرا لأنه يتعلق بمصداقية الدولة اتجاه الدائنين المحليين والدوليين و اتجاه الرأي العام.

ويسمح تحقيق هذا الهدف تكيف الخزينة مع الظروف الجديدة التي فرضها اعتماد النظام الأساسي الجديد لبنك المغرب (منذ سنة 2006) و الذي يمنح لهذه المؤسسة المزيد من الاستقلالية في تدبير السياسة النقدية للبلاد، فارضة بذلك على الخزينة الحفاظ بصفة دائمة على رصيد دائن في حسابها الجاري لدى البنك المركزي.

التخفيف، على المديين المتوسط و البعيد، من تكلفة الدين والمخاطر المرتبطة به

ينقسم هذا الهدف إلى جزئين :

1- **التخفيف، على المديين المتوسط و البعيد، من تكلفة تمويل الخزينة** و بالتالي من تحملات الدين المستقبلية، والذي من شأنه أن ينعكس إيجابا على المالية العمومية ويساعد على تحقيق هوامش على مستوى ميزانية الدولة يمكن استعمالها في مجال الاستثمار العمومي.

2- **التحكم في المخاطر المالية المرتبطة بمحفظة الدين،** كخطر سعر الفائدة وخطر سعر الصرف (بالنسبة للدين الخارجي) وخطر إعادة التمويل. وتجدر الإشارة إلى أن تعرض الخزينة لهذه المخاطر قد ينتج عنه ارتفاع تكلفة تمويل الخزينة الذي من شأنه أن يحول دون تحقيق الهدف الجزئي الأول المذكور أعلاه، أو عدم التمكن من تسديد الدين مما قد يسبب في عدم تحقيق الهدف الأول بأكمله.

في هذا الإطار، ينبني تطبيق استراتيجية تدبير المخاطر على تحسين بنية محفظة دين الخزينة مع الأخذ بعين الاعتبار:

- مصادر التمويل (الداخلية و الخارجية)،
- بنية الدين حسب الآجال و حسب جدول السداد،
- تركيبة الدين حسب العملة،
- بنية الدين حسب نوعية سعر الفائدة.

التحكيم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية

يأخذ هذا التحكيم بعين الاعتبار الظروف المالية التي يتيحها السوق الداخلي والسوق المالي الدولي من أجل تحقيق الهدف الثاني وذلك سواء من حيث خفض تكلفة الدين أو التحكم في المخاطر المرتبطة به. و بالإضافة إلى ظروف السوق، تأخذ الخزينة بعين الاعتبار عند اللجوء إلى التمويلات الداخلية أو الخارجية (لدى الدول و المؤسسات الدولية)، الجوانب النوعية المتعلقة بالتمويلات الخارجية من جهة (المساعدة التقنية، الخبرة...) و تطوير السوق الداخلي من جهة أخرى.

كما يتطلب التحكيم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية الأخذ كذلك بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية المتعلقة خصوصا بميزان الأداءات والموجودات الخارجية وكذا سيولة النظام البنكي.

وفي هذا الإطار، ترتكز سياسة تدبير الدين الخارجي للخزينة على ثلاث محاور:

- اللجوء المتحكم فيه للدين الخارجي مع ترجيح التمويلات ذات شروط مالية تفضيلية (سعر الفائدة، مدة السماح ...) الممنوحة من طرف الدائنين الثنائيين و المتعددي الأطراف لتمويل مشاريع سوسيواقتصادية و برامج الإصلاحات،
- اللجوء الحذر للسوق المالي الدولي لتخفيف الضغط على السوق الداخلي و في بعض الحالات لإعادة تمويل الديون الخارجية المرتفعة التكلفة،
- التدبير النشيط للدين عن طريق تحويل الدين إلى استثمارات وإعادة تمويل الديون المرتفعة التكلفة واستعمال آليات تغطية المخاطر المالية.

المساهمة في تطوير سوق سندات الخزينة

يشكل هذا الهدف شرطا أساسيا لتحقيق جميع الأهداف السالفة الذكر حيث أن العمل باستمرار على تحسين سيولة وعمق السوق الداخلي من شأنه أن يساعد على المدى المتوسط من خفض تكلفة دين الخزينة و تطوير سوق سندات الخزينة، يمنح للمستثمرين فرصا جيدة للاستثمار وللخزينة مصدر قار للتمويل.

لتحقيق هذه الأهداف، تستخدم الخزينة الوسائل التالية :

- **في ما يخص الإصدارات الجديدة**: تتبنى الخزينة استراتيجية تهدف إلى الحد من المخاطر المرتبطة بمديونيتها حيث تسهر على توزيع إصداراتها على جميع الآجال مع الأخذ بعين الاعتبار احتياجات المستثمرين وشروط السوق كما تستخدم تقنية الإصدار عبر المماثلة على خطوط مستقبلية لتمليس جدول سداد الدين.
- **على مستوى التدبير النشيط للدين الداخلي**: تلجأ مديرية الخزينة، حسب ظروف السوق، لعمليات شراء وتبادل سندات الخزينة لتقليص عدد الخطوط المتداولة وتمليس جدول سداد الدين مما يساهم في التقليل من خطر إعادة التمويل من جهة، و في تطوير سيولة السوق الثانوي من جهة أخرى.

- **بالنسبة لتطوير السوق الداخلي**: تهدف الخزينة إلى إدخال، حسب تسلسل مناسب، كل التدابير التي تمكنها من تعزيز عمق و سيولة هذا السوق. ومن بين التدابير المتخذة، نذكر على سبيل المثال، خلق خطوط مرجعية ذات مخزون يصل إلى 10 مليار درهم ورفعه الى 15 مليار درهم والرفع من مخزون باقي الخطوط ذات الأمد الطويل والمتوسط الى ما يقارب 10 مليار درهم وتقليص أجل نشر نتائج حصص المزادات وإدخال أدوات التدبير النشيط للدين الداخلي (شراء و تبادل سندات الخزينة).

وللتأكد من فعالية استراتيجية التمويل المعتمدة والوسائل المتخذة من أجل تحقيق الأهداف المبرمجة، تعتمد مديرية الخزينة على مؤشرات التكلفة والمخاطر المتعلقة بالدين التي تمثل مرجعا يساعد على تقييم آثار قرارات الخزينة على تطور مديونيتها.

تمويل الخزينة خلال سنة 2013

تماشيا مع استراتيجية التمويل المتبعة من طرف الخزينة و المرتكزة على ضمان تواجد منتظم في السوق الداخلي لضمان حسن أدائه وكذا على التحكيم بين مختلف مصادر التمويل، مولت الخزينة معظم حاجياتها خلال سنة 2013 عن طريق اللجوء الى السوق الداخلي واستفادت من نافذة مواتية لتعبئة موارد مالية في السوق المالي الدولي في ظروف جيدة.

وفي هذا الصدد، بلغ الحجم الإجمالي المعبأ من طرف الخزينة خلال هذه السنة ما يناهز 198,3 مليار درهم منها 175,2 مليار درهم عن طريق إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي (88%) و 23,1 مليار درهم من مصادر خارجية.

التمويل الداخلي للخزينة

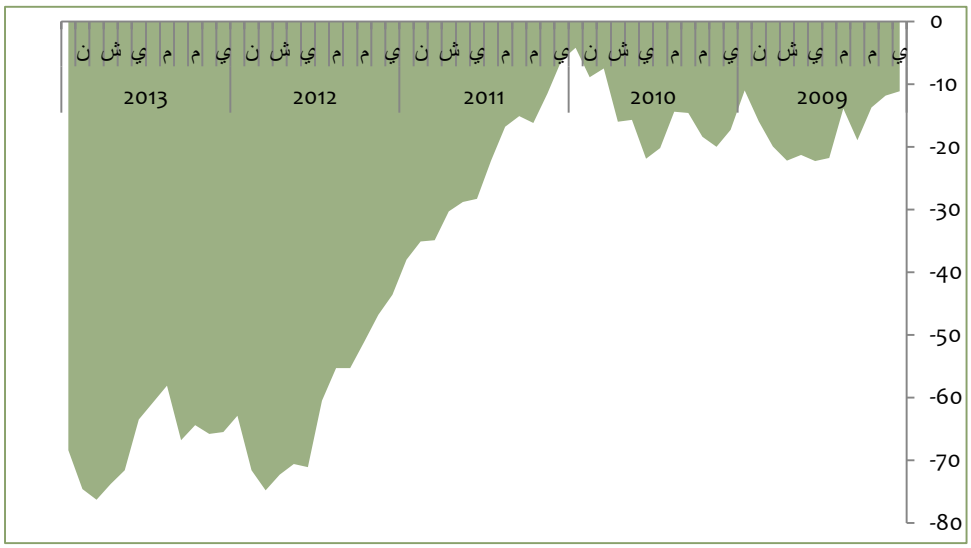
أوضاع السوق النقدي خلال سنة 2013

على غرار السنة الماضية و بفضل التدخلات الدائمة للبنك المركزي في السوق النقدي، ظلت أسعار الفائدة المتداولة في السوق القائم ما بين البنوك مستقرة و قريبة من سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي، رغم استمرار تفاقم عجز السيولة البنكية.

سيولة السوق النقدي

تفاقم عجز السيولة البنكية خلال سنة 2013 مقارنة مع السنة الماضية حيث بلغ 67,5- مليار درهم كمتوسط شهري مقابل 61,5- مليار درهم، سنة 2012 و 21,3- مليار درهم سنة 2011.

تطور السيولة البنكية ما بين 2009 و 2013 (بمليار درهم)



المصدر: بنك المغرب

تطور سعر الفائدة اليومي في السوق القائم ما بين البنوك

على غرار سنة 2012، عرف سعر الفائدة اليومي بالسوق القائم ما بين البنوك شبه استقرار خلال سنة 2013 وذلك بفضل تدخلات البنك المركزي. وهكذا فقد بلغ متوسط سعر الفائدة اليومي في السوق القائم ما بين البنوك 3,06% مسجلا انخفاضا ب 13 نقطة أساس مقارنة مع سنة 2012 حيث بلغ 3,19%.

ويرجع هذا الاستقرار إلى السياسة النقدية المتكيفة المتبعة من طرف بنك المغرب و الهادفة الى الحفاظ على استقرار أسعار الفائدة اليومية لتبقى قريبة من سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي.

و لهذا فقد عمل البنك المركزي طوال هذه السنة على امتصاص عجز السيولة البنكية عبر ضخ سيولة بلغ حجمها حوالي 69,7 مليار درهم مقابل 62,1 مليار درهم سنة 2012 وذلك عن طريق التسبيقات لمدة 7 أيام و لمدة 24 ساعة و عمليات الاستحفاظ لمدة 3 أشهر إضافة إلى القروض المضمونة.

شروط تمويل الخزينة في سوق المزادات خلال سنة 2013

تم تمويل الخزينة في السوق الداخلي خلال سنة 2013 في ظروف صعبة مع ظهور بوادر التحسن ابتداء من شهر غشت.

تم تمويل الخزينة في سوق سندات الخزينة، خلال سنة 2013، في ظروف صعبة و يرجع ذلك إلى عاملين أساسيين:

- ارتفاع الحاجيات التمويلية للخزينة موازاة مع عدم وضوح الرؤية لدى المستثمرين بخصوص تطور المالية العمومية نتيجة (أ) تسجيل، متم سنة 2012، عجز في الميزانية يفوق العجز المتوقع وكذا تخوفات المستثمرين من تفاقم هذا العجز خلال سنة 2013، و (ب) تأخر إدخال إجراءات الإصلاح خاصة تلك المتعلقة بصندوق المقاصة؛
- واستمرار تفاقم عجز سيولة السوق النقدي.

في ظل هذه الظرفية، تميزت شروط تمويل الخزينة بتمركز طلب عروض المستثمرين على الآجال القصيرة موازاة مع توقعات ارتفاع أسعار الفائدة المطلوبة خصوصا خلال الأشهر السبعة الأولى من سنة 2013.

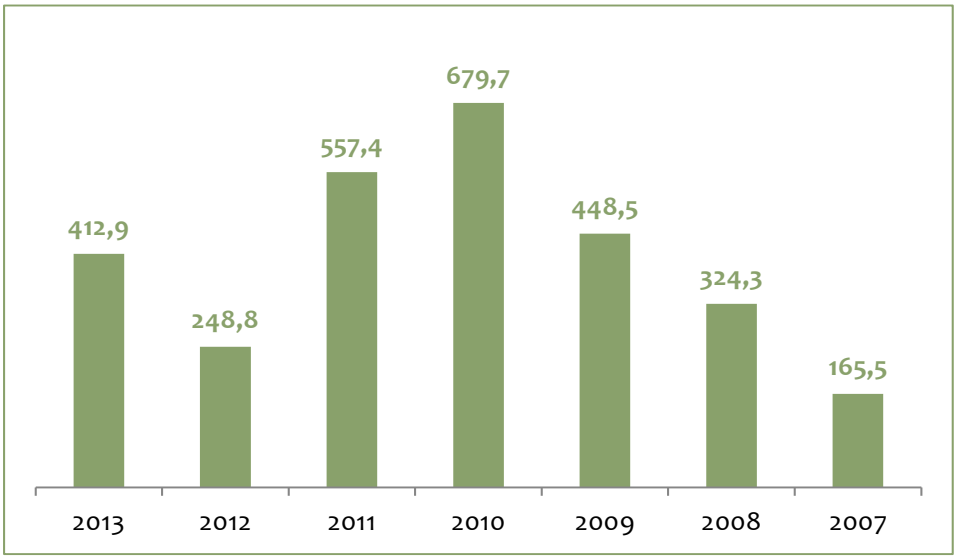
وتجدر الإشارة إلى أن الاصلاحات التي قامت بها الحكومة خلال النصف الثاني من سنة 2013 و المتعلقة أساسا بإصلاح صندوق المقاصة و بالتدابير المتخذة لتقنين النفقات و المتمثلة خصوصا في تجميد 15 مليار درهم من اعتمادات الاستثمار واعتماد تاريخ 30 أكتوبر 2013 كآخر أجل للالتزام بالنفقات، أدت إلى تحسن الثقة لدى المستثمرين مما انعكس ايجابا على ظروف تمويل الخزينة. وهكذا، فقد سجل النصف الثاني من سنة 2013 عودة معتبرة لطلب المستثمرين على السندات ذات الآجال المتوسطة و الطويلة مصحوبة بانخفاض أسعار الفائدة خصوصا في نهاية السنة.

عروض المستثمرين

عرفت سنة 2013، إقبالا من طرف المستثمرين على سندات الخزينة مع ارتفاع حجم العروض

بلغ حجم عروض المستثمرين 412,9 مليار درهم مقابل 248,8 مليار درهم سنة 2012، مسجلا بذلك ارتفاعا بحوالي 66%. و يعزى هذا الارتفاع، في ظرفية تتسم بتفاقم عجز السيولة البنكية، إلى عودة إقبال المستثمرين على سندات الخزينة بعد إنجاز عملية الاصدار في السوق المالي الدولي و إلى الاجراءات المتخذة من طرف الحكومة فيما يخص تصفية المالية العمومية إضافة إلى غياب بدائل أخرى للاستثمار أكثر مردودية من سندات الخزينة.

التطور السنوي لعروض المستثمرين بين 2007 و 2013 (بمليار درهم)



فيما يخص توزيع الطلب على السندات حسب الآجال، تمركز طلب المستثمرين أساسا على السندات ذات أمد سنتين أو أقل و ذلك بحصة بلغت 83% من إجمالي العروض مقابل 62% سنة 2012 (دون احتساب حجم الطلب على السندات ذات الآجال الجد قصيرة).

فيما يخص الآجال التي عرفت طلبا كبيرا، سجلت سندات الخزينة ذات أمد سنتين لوحدها حصة 32% من إجمالي العروض، متبوعة بسندات الخزينة ذات أمد 26 أسبوع (21%) وسندات الخزينة ذات أمد 13 وأمد 52 أسبوع (19% و 12%) و السندات ذات أمد 5 و أمد 10 سنوات (6% لكل واحدة).

وتجدر الاشارة إلى أن الحجم الاجمالي للعروض الذي عرفه الاصدار الوحيد للسندات ذات أمد 35 يوم بداية السنة بلغ 5,5 مليار درهم.

أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين

واصلت أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين في سوق سندات الخزينة ارتفاعها المسجل منذ سنة 2011.

عرفت وتيرة تطور أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين خلال سنة 2013 ثلاث مراحل :

- **المرحلة الأولى**: امتدت للأشهر الخمسة الأولى من السنة و واصلت خلالها أسعار الفائدة ارتفاعها المسجل منذ 2011 نتيجة ارتفاع الحاجيات التمويلية للخزينة. وقد بلغ هذا الارتفاع حوالي 73,9+ نقطة أساس في المتوسط بالنسبة لكل الآجال وقد سجلت السندات ذات أمد 5 سنوات و أكثر أقوى ارتفاع حيث بلغ 106+ نقطة أساس في المتوسط مقارنة مع الأسعار المطلوبة سنة 2012.

  كما عرفت أسعار فائدة سندات الخزينة ذات أمد 20 سنة أقوى الارتفاعات حيث وصلت حوالي 283+ نقطة أساس في المتوسط، متبوعة بالسندات ذات أمد 15 سنة بحوالي 65,5+ نقطة أساس، السندات ذات أمد 26 أسبوع (55,9+ نقطة أساس) والسندات ذات أمد 13 أسبوع (54,8+ نقطة أساس) ثم السندات ذات أمد سنتين (30,4+ نقطة أساس).

- **المرحلة الثانية**: تزامنت مع شهري يونيو ويوليوز، واتسمت بانخفاض في أسعار الفائدة بعد إصدار سندات في السوق المالي الدولي بتاريخ 22 ماي 2013. وقد بلغ انخفاض أسعار الفائدة خلال هذه الفترة حوالي 16,7- نقطة أساس في المتوسط مع انخفاض بحوالي 23- نقطة أساس بالنسبة لأسعار السندات ذات أمد سنتين أو أقل و8,2- نقطة أساس بالنسبة لأسعار السندات ذات أمد 5 سنوات فما فوق.
- **المرحلة الثالثة**: ابتدأت منذ شهر غشت و تميزت بعودة ارتفاع أسعار الفائدة المطلوبة خصوصا بالنسبة للآجال المتوسطة والطويلة (5 و10 و15 سنة) التي سجلت ارتفاعا بلغ حوالي 23,3+ نقطة أساس في المتوسط.

وبالتالي سجلت أسعار الفائدة المطلوبة، في متم سنة 2013، ارتفاعا بلغ حوالي 30+ نقطة أساس في المتوسط مع ارتفاع ملحوظ لأسعار فائدة السندات ذات أمد 5 سنوات وأكثر (54,6+ نقطة أساس في المتوسط).

تطور أسعار الفائدة المطلوبة خلال سنة 2013

السندات	الربع الاخير من سنة 2012	الربع الأول من سنة 2013	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	تغير (ن أ) 2012/2013
13 أسبوع	%3,420	%3,969	%3,800	%3,482	%3,450	+3
26 أسبوع	%3,590	%4,104	%4,046	%3,770	%3,600	+1
52 أسبوع	%4,020	%4,254	%4,195	%4,134	%4,066	+4,6
2 سنوات	%4,436	%4,699	%4,629	%4,730	%4,565	+12,9
5 سنوات	%4,659	%4,853	%4,925	%5,017	%5,146	+48,7
10 سنوات	%5,005	%5,254	%5,493	%5,489	%5,696	+69,1
15 سنة	%5,304	%5,639	%5,725	%5,766	%5,982	+67,8
20 سنة	%5,672	%6,119	%8,499	%6,001	%6,001	+32,9

سياسة التمويل المتبعة من طرف الخزينة

في ظل ظرفية تميزت بشروط تمويل صعبة وارتفاع الحاجيات التمويلية للخزينة، عمدت مديرية الخزينة إلى ملاءمة سياسة إصداراتها مع ظرفية السوق وأهداف تدبير الدين كلما كان ذلك ممكنا وذلك عن طريق :

- تركيز إصداراتها على السندات ذات أمد سنتين أو أقل خصوصا خلال الأشهر السبعة الأولى من سنة 2013.
- اللجوء بشكل مكثف إلى إصدار سندات ذات الآجال المتوسطة والطويلة خلال الأشهر الخمسة الأخيرة من سنة 2013 وذلك بهدف تمديد المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي.
- تحسين اللجوء إلى الاستدانة عبر إنجاز 22 عملية اقتراض في السوق القائم ما بين البنوك بحجم بلغ 22,5 مليار درهم لأجل سد الحاجيات الظرفية للخزينة.
- إنجاز عمليات شراء سندات الخزينة لتمليس جدول سداد الدين مما مكن من تقليص حجم سداد الدين لشهر يناير 2014.

ارتفاع ملموس في حجم إصدارات الخزينة

في متم سنة 2013، بلغ حجم إصدارات الخزينة في سوق المزادات حوالي 175,2 مليار درهم مقابل 120,3 مليار درهم سنة 2012 مسجلا بذلك ارتفاعا قدره 54,9 مليار درهم (أو 46%). ويعزى هذا الارتفاع بالأساس إلى ارتفاع حجم سداد أصل الدين المصدر في سوق المزادات والذي بلغ 118,9 مليار درهم مقابل 77,8 مليار درهم سنة 2012 منها 49,2 مليار درهم ناتجة عن تمركز اكتتابات الخزينة على السندات ذات الآجال القصيرة والتي توجب إعادة تمويلها خلال نفس السنة.

على غرار السنة الماضية، تمركزت إصدارات الخزينة على السندات ذات أمد سنتين أو أقل (دون احتساب السندات ذات الآجال الجد القصيرة) و ذلك بحصة 76% مقابل 51% المسجلة سنة 2012 لكن بتفاوت زمني في بنية هذه الإصدارات.

هكذا فخلال الأشهر السبعة الأولى من سنة 2013، لم يتجاوز حجم إصدارات الخزينة بالنسبة للسندات ذات الآجال المتوسطة والطويلة 4,8 مليار درهم أو 5% من الحجم الإجمالي للإصدارات خلال هذه الفترة، في حين سجلت الأشهر الخمسة الأخيرة ارتفاعا مهما في حجم اصدارات الخزينة بالنسبة لهذه السندات حيث بلغ 36,1 مليار درهم أو 47% من الحجم الإجمالي للإصدارات خلال نفس الفترة.

توزيع إصدارات الخزينة حسب الأمد (بمليار درهم)

بمليار درهم	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	يونيو	يوليوز	غشت	شتنبر	أكتوبر	نونبر	دجنبر	المجموع	الحصة %
35 يوم	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,0	%3
13 أسبوع	3,0	6,4	2,8	3,5	0,4	0,4	-	-	1,5	0,6	-	-	18,5	%11
26 أسبوع	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 أسبوع	0,05	-	0,5	3,0	4,0	2,1	4,5	3,2	3,2	4,3	-	0,1	24,9	%14
سنتين	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 سنوات	2,2	-	0,05	-	-	-	-	0,8	1,8	3,7	2,1	5,7	16,2	%9
10 سنوات	-	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	-	6,9	1,7	14,1	%8
15 سنوات	1,0	-	1,1	-	-	0,3	0,1	1,0	1,0	0,3	2,8	2,9	10,5	%6
20 سنة	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
المجموع	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

فيما يخص الاكتتابات الصافية لسندات الخزينة، فقد بلغ حجمها في متم سنة 2013 حوالي 56,3 مليار درهم مقابل 42,5 مليار درهم سنة 2012، مسجلة ارتفاعا قدره 7,3+ مليار درهم.

التوزيع الشهري لحجم الاكتتابات الصافية (بمليار درهم)

	حجم الاكتتابات	حجم تسديد أصل الدين	حجم الاكتتابات الصافية
يناير	18,5	10,9	**7,6**
فبراير	14	10,8	**3,2**
مارس	13,3	5,3	**8**
أبريل	13,3	7,4	**5,9**
ماي	16,4	14	**2,4**
يونيو	9,9	6,4	**3,5**
يوليوز	12,3	8,6	**3,7**
غشت	14,9	10,3	**4,6**
شتنبر	18,1	10,1	**8**
أكتوبر	16	11,5	**4,5**
نونبر	16,3	11,9	**4,4**
دجنبر	12	11,7	**0,3**
المجموع	175,2	118,9	56,3

أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة

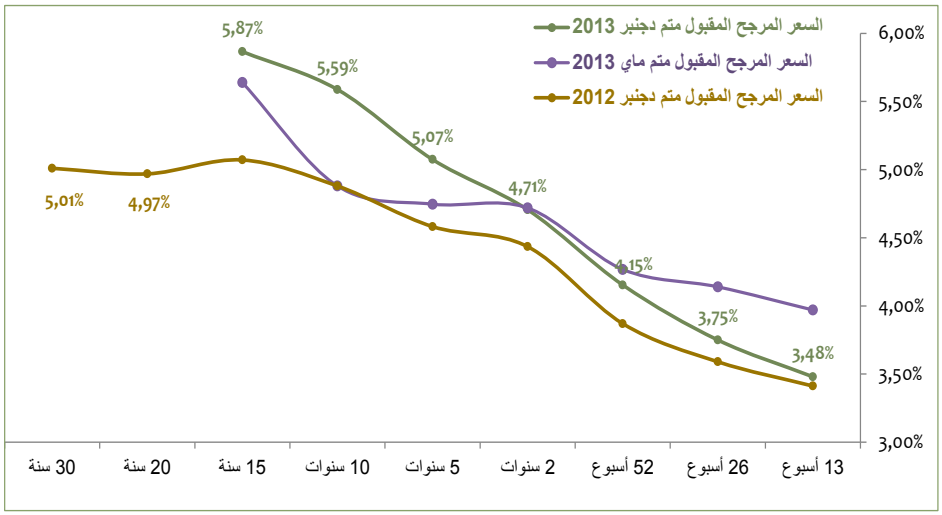
مصحوب بارتفاع في أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة أقل حدة من الارتفاع المسجل سنة 2012.

على غرار تطور أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين، عرفت أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة خلال سنة 2013 ارتفاعا مقارنة مع سنة 2012 حيث تطورت حسب ثلاث مراحل مختلفة:

- ارتفاع أسعار فائدة السندات المصدرة خلال الأشهر الخمسة الأولى من سنة 2013 بحوالي 42+ نقطة أساس. حسب الآجال، سجلت أسعار فائدة سندات الخزينة ذات أمد سنتين أو أقل ارتفاعا قدره 44,8+ نقطة أساس. أما أسعار فائدة السندات ذات أمد 5 سنوات وأمد 15 سنة فقد بلغ ارتفاعها 16,5+ نقطة أساس و 56,8+ نقطة أساس على التوالي.
- انخفاض أسعار الفائدة ابتداء من شهر يونيو إلى غاية شهر يوليوز عقب إصدار سندات في السوق المالي الدولي حيث سجلت أسعار فائدة السندات ذات أمد سنتين أو أقل خلال هذه الفترة انخفاضا قدره 18,6- نقطة أساس في حين لم تسجل أسعار فائدة السندات ذات الآجال الاخرى أي تغير.
- عودة الوتيرة التصاعدية لأسعار الفائدة المقبولة نتيجة ارتفاع إصدارات الخزينة في سوق المزادات حيث بلغت هذه الاصدارات 15,5 مليار درهم كمتوسط شهري خلال الأشهر الخمسة الأخيرة من السنة مقابل 14 مليار درهم خلال الفترة الممتدة من شهر يناير إلى يوليوز 2013.

في متم هذه المرحلة، سجلت أسعار الفائدة المقبولة ارتفاعا بحوالي 14,1 نقطة أساس. وقد عرفت أسعار فائدة السندات ذات أمد 5 سنوات وأكثر أقوى ارتفاع بلغ 44,9+ نقطة أساس في حين سجلت أسعار فائدة السندات ذات أمد سنتين أو أقل انخفاضا بلغ 9 نقطة أساس.

تطور أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة في متم سنة 2013



في متم سنة 2013 عرفت أسعار فائدة سندات الخزينة ارتفاعا مقارنة مع سنة 2012 ولكن بفوارق مختلفة حسب الآجال. وبالتالي، شهدت أسعار فائدة السندات ذات أمد 5 سنوات و ما فوق ارتفاعا بلغ في المتوسط 70,0+ نقطة أساس في حين لم تسجل أسعار فائدة السندات ذات أمد سنتين أو أقل ارتفاعا في حدود 17+ نقطة أساس فقط و ذلك نتيجة انخفاضها عقب عملية

الإصدار المنجزة في السوق المالي الدولي بتاريخ 22 مايو 2013 ولجوء الخزينة بشكل مكثف إلى الاصدارات ذات الآجال المتوسطة و الطويلة.

إجمالا، سجلت أسعار الفائدة المقبولة سنة 2013 ارتفاعا بحوالي 39,8+ نقطة أساس في المتوسط مقابل 53,4+ نقطة أساس سنة 2012.

جدول تطور أسعار الفائدة المرجحة للسندات المصدرة عبر الاكتتاب

	دجنبر 12	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	يونيو	يوليوز	غشت	شتنبر	أكتوبر	نونبر	دجنبر	تغير (ن أ)
13 أسبوع	%3,412	%3,900	%3,950	%3,957	%3,967	%3,970	%3,800			%3,480	%3,480			+6,8
26 أسبوع	%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 أسبوع	%3,870	%4,133		%4,251	%4,258	%4,268	%4,187	%4,103	%4,110	%4,110	%4,154		%4 ,118	+24,8
2 سنوات	%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 سنوات	%4,582			%4,747					%4,902	%4,960	%5,037	%5,074	%5,076	+49,4
10 سنوات	%4,880								%5,350	%5,489		%5,588	%5,613	+73,3
15 سنة	%5,071	%5,373		%5,639				%5,660	%5,700	%5,765	%5,769	%5,866	%5,944	+87,3

التمويل الخارجي للخزينة

إصدار ناجح بالدولار في السوق المالي الدولي

قام المغرب في 22 مايو 2013 بزيادة حجم شطري القرض الذي تم إصداره في دجنبر 2012، عن طريق إصدار سندات جديدة بنفس خصائص شطري الإصدار الأول. وقد مكنت هذه العملية من الرفع من حجم شطري السندات ذات أجل سداد 10 و 30 سنة ب 500 مليار دولار أمريكي و 250 مليار دولار أمريكي على التوالي. وهكذا بلغ الحجم الإجمالي لهذا الإصدار2,25 مليار دولار أمريكي.

وقد كان توقيت هذا الإصدار جد مناسبا بحيث عرفت ظروف التمويل فيما بعد تدهورا كبيرا عقب إعلان البنك الاحتياطي الفيدرالي عن اعتزامه تغيير توجهاته فيما يخص سياسته النقدية. وهكذا، وعلى غرار هوامش المخاطر المتعلقة بالدول الناشئة، سجلت مستويات هوامش المخاطر لإصدارات المغرب ارتفاعا ملحوظا مقارنة بالمستويات المسجلة يوم الإصدار (22مايو)، حيث بلغت هوامش مخاطر شطري السندات ذات أجل سداد 10 و 30 سنة أعلى مستوى لها في نهاية شهر غشت، مسجلة بذلك ارتفاعا ب 156 و 121 نقطة أساس على التوالي.

وفيما يخص تصنيف هذا الإصدار، فقد منحته ستاندرد أند بورز وفيتش درجة الاستثمار"BBB-"مما ساهم في تعزيز قدرة بلادنا على الحصول على ظروف تمويل مناسبة في السوق المالي الدولي رغم مناخ إقليمي ودولي غير مستقر.

وقد ساهم هذا الإصدار، الذي استفاد من ظروف تمويل مناسبة مقارنة مع السوق المحلي، في تعزيز الأصول الأجنبية وتخفيف الضغط على السيولة النقدية وتعزيز انخفاض معدلات الفائدة في السوق المحلي.

أهم مميزات الإصدار في السوق المالي الدولي

البلد المصدر	المملكة المغربية	
التصنيف الائتماني(فيتش راتينغ/ ستاندار اند بورز)	(BBB-, BBB-)	
المبلغ	500 مليون دولار	250 مليون دولار
سعر الفائدة	%4,25	%5,50
نسبة العائد	%4,216	%5,567
الأجل	10 سنوات (11 دجنبر 2022)	30 سنة (11 دجنبر 2042)
تاريخ الإصدار	22 مايو 2013	22 مايو 2013
هامش المخاطر/ سندات الخزينة الأمريكية	220 نقطة أساس	237,5 نقطة أساس
سعر الإصدار	%100,263	%99,032
الأبناك المواكبة	سيتي / ناتيكسيس / باركليز/ بي إن بي باريبا	

السحوبات الخاصة بالقروض الخارجية

بلغت السحوبات التي تمت تعبئتها من قبل الخزينة خلال سنة 2013 ما يعادل 23 مليار درهم مقابل 23,1 مليار درهم سنة 2012. وقد مولت هذه الموارد دعم برامج الإصلاحات الهيكلية والقطاعية بمبلغ 14,7 مليار درهم وجزء من المشاريع المدرجة في ميزانية للدولة بمبلغ 1,9 مليار درهم. فيما ساهمت إيرادات الاقتراض في السوق المالي الدولي في تمويل عجز الميزانية.

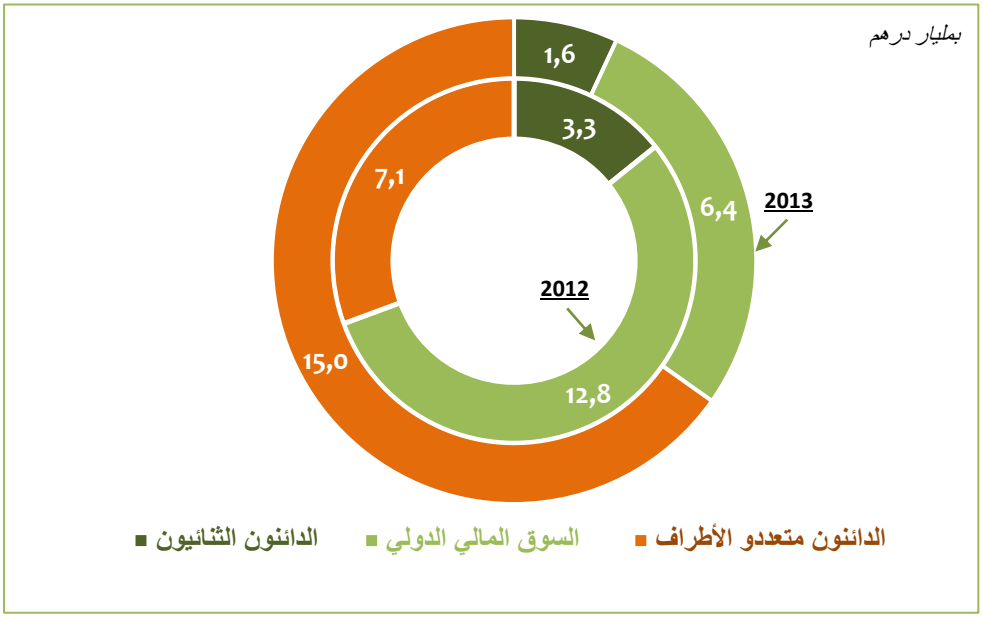
وتبرهن تعبئة مبلغ 14,7 مليار درهم، سنة 2013 لتمويل الإصلاحات الهيكلية، عن المجهودات الكبيرة التي بذلت لدى الدائنين متعددي الأطراف من أجل المساهمة على تمويل إصلاحات تهم مجالات متعددة من بينها :

- النمو الأخضر الذي استفاد من مبلغ 2 461 مليون درهم تمت تعبئته لدى البنك الدولي،
- مخطط المغرب الأخضر بمبلغ 2 314 مليون درهم ممنوح من طرف البنك الدولي والبنك الافريقي للتنمية وفرنسا وكذا البنك الأوروبي للاستثمار،
- الحكامة بمبلغ 1 689 مليون درهم ممنوح من طرف البنك الدولي،
- القطاع المالي بمبلغ 1 509 مليون درهم ممنوح من طرف صندوق النقد العربي،
- التنافسية بمبلغ 1 375 مليون درهم ممنوح من طرف البنك الدولي.

وفيما يخص المشاريع الاستثمارية، فقد خصص مبلغ 1,9 مليار درهم المعبأ سنة 2013 أساسا لتمويل القطاعات الآتية:

- المياه والسدود بمبلغ 545 مليون درهم ممنوح من طرف كل من البنك الدولي والبنك الافريقي للتنمية والصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية والصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية العربية ومنظمة الأوبك واليابان.
- الطرق والتنمية القروية بمبلغ 510 مليون درهم ممنوح من طرف البنك الدولي وفرنسا.
- الشركات الصغرى والمتوسطة بمبلغ 417 مليون درهم ممنوح من طرف البنك الدولي.

توزيع السحوبات الخاصة بالقروض الخارجية حسب فئة الدائنين



التدفقات الصافية للدين الخارجي للخزينة

بلغت التدفقات الصافية للاقتراض الخارجي للخزينة سنة 2012 ما يعادل 15 مليار درهم مسجلة بذلك انخفاض بحوالي 240 مليون درهم مقارنة مع التدفقات المسجلة سنة 2012.

صافي الدين الخارجي للخزينة حسب مجموعة الدائنين

مليون درهم	2012	2013	فرق
السوق المالي الدولي	12 839	6 422	-6 417
الدائنون الثنائيون	0	-1 771	-1 771
الدائنون متعددو الأطراف	2 411	10 358	7 947
المجموع	**15 250**	**15 009**	-241

غير أن هذا الاستقرار النسبي للتدفقات الصافية للدين الخارجي يخفي تطورا متفاوتا حسب مصادر التمويل. ففي الوقت الذي انخفضت التمويلات المعبأة في السوق المالي الدولي وكذا لدى الدائنين الثنائيين بما يقارب 8,2 مليار درهم بين سنتي 2012 و2013، سجلت التمويلات المعبأة لدى الدائنين المتعددي الأطراف انتعاشا ملحوظا بما يقارب 8 مليار درهم خصصت أساسا لتمويل الإصلاحات الهيكلية في بلدنا.

بنية دين الخزينة

تطور حجم الدين

بلغ حجم دين الخزينة (الدين الداخلي والخارجي) 554,3 مليار درهم في متم سنة 2013، مقابل 493,7 مليار درهم في متم سنة 2012، بزيادة قدرها 60,6 مليار درهم أو 12%. ويعد هذا التطور اقل اهمية من المستوى المسجل سنة 2012 حيث وصل الى 62,8 مليار درهم أو 15% مقارنة بسنة 2011.

بالنسبة للدين الداخلي، فقد بلغ حجمه 424,5 مليار درهم متم سنة 2013 مسجلا ارتفاعا قدره 47,7 مليار درهم أو 12,6% مقارنة مع سنة 2012 . فيما بلغ حجم الدين الخارجي 129,8 مليار درهم متم سنة 2013 مسجلا بذلك ارتفاعا قدره 12,9 مليار درهم أو 11,1% بالنسبة لسنة 2012. و هكذا فإن حصة الدين الداخلي في محفظة دين الخزينة بلغت 77% أما حصة الدين الخارجي فقد بلغت 23% مما يقارب الأهداف المحددة لبنية المحفظة المرجعية (70%- 75% دين داخلي، 25%- 30% دين خارجي).

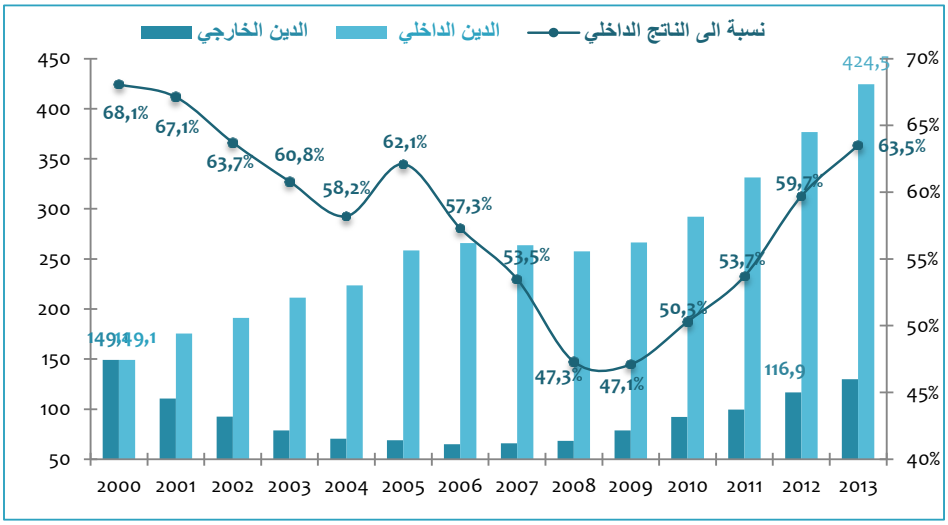
أما حجم دين الخزينة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام فقد ناهز 63,5% سنة 2013 مقابل 59,7% سنة 2012. وقد بلغ هذا المؤشر 48,6% بالنسبة للدين الداخلي و 14,9% بالنسبة للدين الخارجي مقابل 45,5% و 14,1% على التوالي سنة 2012.

وهكذا، فبعد التحسن المستمر خلال الفترة الممتدة بين 2000 و2009 (من 68,1% سنة 2000 الى 47,1% سنة 2009) عرف هذا المعدل ارتفاعا منذ أربع سنوات كنتيجة لارتفاع الاحتياجات التمويلية للخزينة الناجمة عن ارتفاع عجز الميزانية خلال هذه السنوات.

ويعد هذا التطور نتيجة للسياسة الارادية المتبعة من طرف الحكومة من اجل مواجهة الصدمات الخارجية المتعددة (الازمة الاقتصادية و المالية الدولية، ارتفاع اسعار المواد الاولية

والمنتجات الأساسية والجفاف وركود و تراجع اقتصاديات أهم الدول الأوروبية الشريكة والظرفية السياسية الجهوية المتقلبة) والهادفة الى تشجيع الطلب الداخلي في شقيه الاستثمار والاستهلاك من أجل تعويض الانخفاض المسجل في الطلب الخارجي الموجه الى بلادنا بسبب تقلص النشاط الاقتصادي لدى شركائنا الاوروبيون.

تطور حجم الدين نسبة للناتج الداخلي الخام



بنية الدين حسب الأدوات

يتكون دين الخزينة أساسا من الدين القابل للتداول بحصة 81% منها 75% بالنسبة لسندات الخزينة المصدرة في السوق الداخلي و 6% بالنسبة للإصدارات في السوق المالي الدولي.

أما بالنسبة للدين غير المتداول، فان نسبته شكلت 19% من محفظة دين الخزينة ويتكون أساسا من الدين الخارجي المبرم مع الدائنين الثنائيين و متعددي الأطراف.

توزيع حجم دين الخزينة حسب أدوات الإصدار (بمليون درهم)*

	2012		2013		فرق
	حجم	حصة	حجم	حصة	
دين متداول	**386 661**	**%78**	**447 938**	**%81**	**61 277**
مزاد علني في السوق الداخلي	356 721	%72	412 971	%75	56 250
إصدارات سندية خارجية	29 940	%6	34 967	%6	5 027
دين غير مداول	**107 016**	**%22**	**106 324**	**%19**	**- 692**
دين داخلي	18 204	%4	9 861	%2	- 8 343
دين خارجي	88 812	%18	96 463	%17	7 651
مجموع	**493 677**	**%100**	**554 262**	**%100**	**60 585**

* لا يعكس هذا التوزيع إعادة تصنيف سندات Eurobonds الموجودة في حوزة المستثمرين المقيمين.

بنية الدين حسب آجال الاستحقاق الأصلي

يبين توزيع حجم الدين الداخلي المتداول حسب آجال الاستحقاق الأصلي أن ما يقارب 74% من الدين قد تمت تعبئته بآجال استحقاق 5 سنوات فما فوق وأن الباقي يتوزع بين سندات ذات أمد سنتين (18,6%) وسندات ذات أمد 52 أسبوع (5,6%) وسندات ذات أمد 26 أسبوع (2,0%).

أما في ما يخص الدين الخارجي، فإن الدين المتداول يتكون أساسا من الإصدارات في السوق المالي الدولي ذات أمد 10 سنوات وأمد 30 سنة.

توزيع حجم الدين المتداول للخزينة حسب آجال الاستحقاق الأصلي

تاريخ الاستحقاق	الرصيد (مليون درهم)	حصة
13 أسبوع	60	%0,0
26 أسبوع	8 903	%2,0
52 أسبوع	24 891	%5,6
سنتان	83 222	%18,6
5 سنوات	94 328	%21,1
10 سنوات*	120 510	%26,9
15 سنة	86 640	%19,3
20 سنة	21 461	%4,8
30 سنة*	7 924	%1,8
المجموع	447 938	%100

* باحتساب الإصدارات في السوق المالي الدولي

بنية الدين حسب سعر الفائدة

مثل حجم الدين ذو سعر فائدة ثابت، نسبة 91,4% من إجمالي دين الخزينة متم سنة 2013، أي نفس النسبة المسجلة السنة الماضية.

ويبين توزيع الدين الداخلي للخزينة حسب مستويات أسعار الفائدة أن 27% من حجم هذا الدين يَهُم سندات بأسعار فائدة أقل من 4% في حين أن 68% من حجم هذا الدين يتكون من سندات مقرونة بأسعار فائدة تتراوح بين 4% و6%.

و يتوزع الدين الخارجي للخزينة حسب نوع سعر الفائدة عند نهاية 2013 كالتالي:

- ديون بأسعار فائدة ثابتة: تمثل 63,4% من مجموع الدين، 13,8% منها بأسعار فائدة أقل من 3,5% و 48,9% بأسعار فائدة تتراوح ما بين 3,5% و 5,5%.
- ديون بأسعار فائدة متغيرة: تمثل 36,6% من إجمالي الدين، منها 34,2% سعر فائدتها مرتبط بالأوريبور لستة أشهر و1,9% مرتبط بالليبور على الدولار الأمريكي لستة أشهر.

بنية الدين حسب العملات

تتكون محفظة دين الخزينة أساسا من الدين المصدر بالدرهم حيث بلغت حصته 76% سنة 2013 وهي نفس الحصة المسجلة سنة 2012.

أما فيما يخص العملات الاجنبية، فقد تميزت بنية محفظة الدين الخارجي للخزينة، بتعزيز حصة الأورو على حساب حصتي الدولار و الين الياباني وذلك سنة 2000.

و قد مكن هذا التطور من الاقتراب أكثر من بنية المحفظة المرجعية المتعلقة بسلة سعر صرف الدرهم (80% أورو و20% دولار)، مما ساهم في تقليص أثر تقلبات أسعار الصرف لمختلف العملات على حجم الدين الخارجي و كذا الخدمة المتعلقة به.

و في هذا الصدد، وبمتم 2013، بلغت حصة الأورو 77,2% من حجم الدين الخارجي مقابل 36,9% سنة 2000 بينما تراجعت حصة الدولار الأمريكي بشكل ملحوظ من 55,4% سنة 2000 إلى 16,8% سنة 2013. ويعزى هذا التطور إلى:

- السياسة المتبعة في تعبئة القروض الخارجية و التي تعطي الأولوية للأورو كعملة أساس للالتزامات الجديدة الموقعة خصوصا مع البنك الدولي و البنك الإفريقي للتنمية،
- و استراتيجية التدبير النشيط للدين الخارجي المتبعة منذ عقدين من خلال تحويل العملة الأساس لبعض القروض الممنوحة من طرف البنك الدولي إلى الأورو و كذا تحويل عملة السندات المصدرة في السوق المالي الدولي سنة 2012 من الدولار إلى الأورو بمبلغ مليار دولار.

بنية دين الخزينة حسب العملات

	2012		2013	
مليون درهم	حجم	حصة	حجم	حصة
الدرهم المغربي	374 925	%76	422 338	%76
الأورو	91 461	%18	102 365	%18
الدولار الأمريكي	15 487	%3	18 411	%3
الدينار الكويتي	3 627	%1	3 365	%1
الين الياباني	3 737	%1	3 405	%1
عملات أخرى	4 439	%1	4 379	%1
المجموع	493 677	%100	554 262	%100

خدمة دين الخزينة

بلغت تحملات دين الخزينة من أصل الدين والفوائد والعمولات 151,6 مليار درهم سنة 2013، بارتفاع قدره 44,4 مليار درهم او41% مقارنة مع سنة 2012. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع تحملات أصل الدين الداخلي نتيجة بنية اكتتابات الخزينة خلال السنوات الأخيرة.

تحملات الدين من فوائد وعمولات

بلغت فوائد و عمولات دين الخزينة 23,2 مليار درهم سنة 2013، بارتفاع قدره 2,6 مليار درهم مقارنة مع سنة 2012 (20,7 مليار درهم). و قد بلغت هذه التكاليف نسبة إلى الناتج الداخلي الخام 2,7% سنة 2013 مقابل 2,5% سنة 2012، في حين مثلت 11,4% من الموارد العادية لسنة 2013 بارتفاع يقدر بنقطة مئوية واحدة مقارنة مع سنة 2012.

وقد عرفت فوائد وعمولات الدين الداخلي، خلال سنة 2013، ارتفاعا قدره 2,1 مليار درهم لتستقر في 19,4 مليار درهم. ويعزى ذلك بالأساس إلى الارتفاع المسجل في حجم سندات الخزينة سنة 2012 حيث بلغت الاكتتابات الصافية للدين الداخلي 42,5 مليار درهم.

وفيما يخص نسبة تحقيق توقعات قانون المالية لسنة 2013 بخصوص الفوائد والعمولات، فقد بلغت حوالي 99,3%.

وفيما يتعلق بالدين الخارجي للخزينة، بلغت الفوائد والعمولات 3,9 مليار درهم سنة 2013 مقابل 3,4 مليار درهم سنة 2012، أي بارتفاع قدره 0,5 مليار درهم أو 14%. ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى ارتفاع الفوائد المتعلقة بالسندات المصدرة في السوق المالي الدولي و ذلك من جراء إعادة فتح الاصدار بالدولار في السوق المالي الدولي رغم تقليص أثره بتراجع الفوائد المستحقة على الدين ذو أسعار فائدة عائمة وتحديدا اليوريبور ل6 أشهر.

توزيع تكاليف الدين من فوائد وعمولات حسب مصدر التمويل ونوع الأداة

مليون درهم	2012		2013		الفرق
	حجم	حصة	حجم	حصة	
الدين الداخلي	**17 335**	**%84**	**19 418**	**%83**	**2 083**
مزادات	15 067	%73	16 864	%72	1797
أدوات أخرى	2 269	%11	2 554	%11	285
الدين الخارجي	**3 395**	**%16**	**3 882**	**%17**	**487**
دائنون ثنائيون	1 114	%5	954	%4	-160
مؤسسات دولية	1 466	%7	1 280	%6	-186
السوق المالي الدولي	815	%4	1 648	%7	833
إجمالي التكاليف	**20 730**	**%100**	**23 300**	**%100**	**2 570**

تحملات أصل الدين

بلغت تحملات أصل دين الخزينة 128,3 مليار درهم سنة 2013 مقابل 86,5 مليار درهم سنة 2012، بارتفاع قدره 41,8 مليار درهم أي 48%.

كما بلغ مجموع تحملات أصل الدين الداخلي المسددة سنة 2013 ما يقرب 120,3 مليار درهم بارتفاع قدره 41,7 مليار درهم مقارنة مع سنة 2012. ويعزى هذا الارتفاع بالأساس الى ارتفاع تحملات أصل الدين بالنسبة للسندات ذات أمد سنتين وأمد 26 اسبوع وأمد 13 اسبوع و الذي يرجع بدوره الى بنية الاكتتابات المسجلة سنة 2011 فيما يخص ارتفاع تحملات السندات ذات أمد سنتين و الى تلك المسجلة سنة 2013 فيما يهم ارتفاع تحملات الأمدين الاخريين.

أما بخصوص الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت تحملات أصل الدين 8 مليار درهم سنة 2013 مقابل 7,9 مليار درهم سنة 2012، بزيادة قدرها 109 مليون درهم. وتخص هذه الزيادة أساسا الديون الثنائية.

توزيع تحملات أصل الدين حسب مصدر التمويل والأداة

مليون درهم	2012		2013		تدفق
	حجم	حصة	حجم	حصة	
الدين الداخلي	**78 604**	**%91**	**120 333**	**%94**	**41 729**
مزادات	77 768	%90	118 937	%93	41 268
أدوات أخرى	835	%1	1 396	%1	561
الدين الخارجي	**7 897**	**%9**	**8 006**	**%6**	**109**
دائنون ثنائيون	3 258	%4	3 361	%3	103
مؤسسات دولية	4 639	%5	4 645	%4	6
السوق المالي الدولي		-			
المجموع	**86 500**	**%100**	**128 338**	**%100**	**41 838**

مؤشرات تكلفة و مخاطر دين الخزينة

يتم تدبير الدين في إطار يرتكز على استراتيجية التمويل المذكورة مسبقا و التي تتم ترجمتها إلى أهداف يتم قياس درجة تحقيقها بفضل تتبع مؤشرات التكلفة و المخاطر التالية:

مؤشرات التكلفة

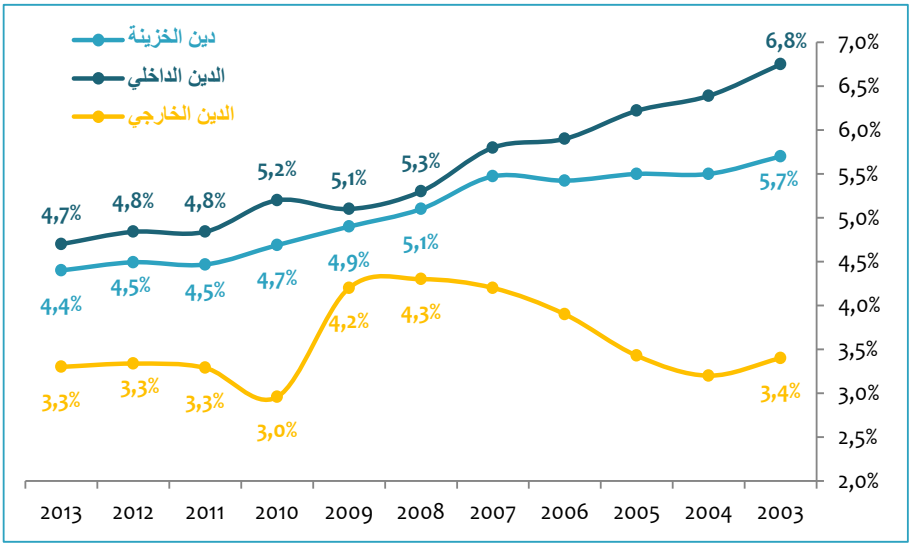
التكلفة المتوسطة لدين الخزينة

بلغت التكلفة المتوسطة لدين الخزينة 4,4% سنة 2013 مسجلة انخفاضا قدره 10 نقطة أساس مقارنة بالمستوى المسجل سنة 2012. ويعزى ذلك إلى انخفاض التكلفة المتوسطة للدين الداخلي والخارجي. فيما يخص الدين الداخلي، فرغم ارتفاع أسعار الفائدة المسجل سنة 2013، بلغت التكلفة المتوسطة لهذا الدين حوالي 4,71% مسجلة بذلك انخفاضا قدره 7 نقاط أساس مقارنة مع السنة الماضية (4,78%) وذلك راجع أساسا إلى استبدال الدين الطويل المدى ذو سعر فائدة مرتفع و الذي وصل موعد استحقاقه بإصدارات جديدة ذات أسعار منخفضة.

و تجدر الإشارة، إلى أن توزيع حجم الدين الداخلي حسب أسعار الفائدة ما بين 2011 و2013 يظهر انخفاض حصة حجم السندات ذات أسعار فائدة 8% فما فوق اذ تراجعت من 1,5% سنة 2011 إلى 0,5% سنة 2012 ثم الى 0,3% سنة 2013.

فيما يخص الدين الخارجي، بلغت التكلفة المتوسطة 3,3% سنة 2013 مقابل 3,4% سنة 2012 ، أي بانخفاض قدره 10 نقطة أساس. ويرجع هذا الانخفاض أساسا إلى التراجع الملاحظ في مستويات أسعار الفائدة المتغيرة بعملة الأورو سنة 2013 (34,2% من محفظة الدين الخارجي للخزينة) والتي سجلت تراجعا ب 116 نقطة أساس في المتوسط مقارنة مع مستواها سنة 2012.

تطور التكلفة المتوسطة لدين الخزينة



سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار

بلغ سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات خلال سنة 2013، دون احتساب الإصدارات ذات الأمد الجد قصير، 4,54% مسجلا بذلك ارتفاعا قدره 47 نقطة أساس مقارنة مع سنة 2012. ويعزى ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة المسجلة سنة 2013 في السوق الأولي.

وقد بلغ هذا المؤشر، حسب الآجال، 4,04% بالنسبة للسندات ذات الآجال القصيرة و 4,73% بالنسبة للسندات ذات الآجال المتوسطة و 5,63% بالنسبة للسندات ذات الآجال الطويلة مقابل 3,51% و 4,08% و 4,55% مسجلة سنة 2012 على التوالي.

تطور سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات

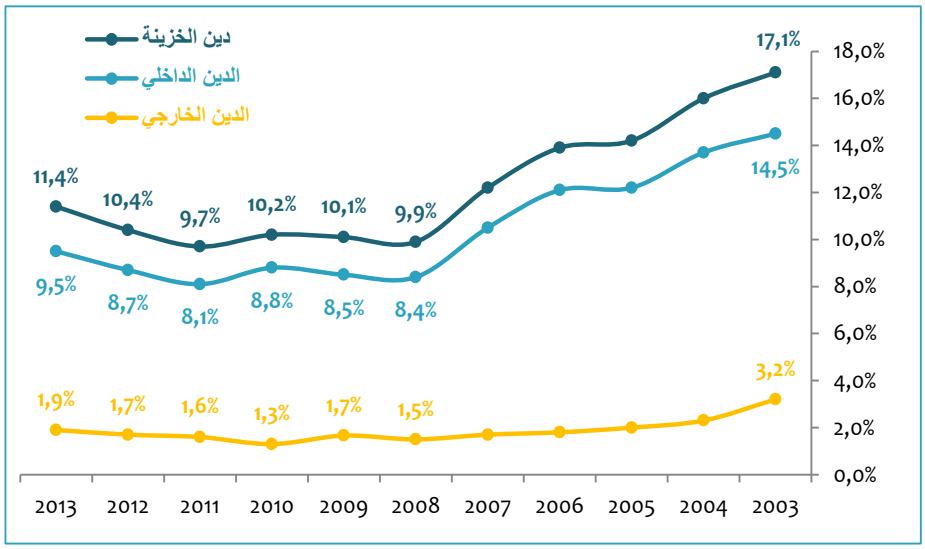
نسب خدمة دين الخزينة

حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية

بلغ مؤشر حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية دون احتساب الضريبة على القيمة المضافة للجماعات المحلية، حوالي 11,4% مقابل 10,4% سنة 2012، مسجلا ارتفاعا بنقطة واحدة.

ويعزى ذلك إلى ارتفاع حصة تحملات فوائد الدين الداخلي بالنسبة للموارد العادية التي بلغت 9,5% في متم سنة 2013 مقابل 8,7% في متم سنة 2012 نتيجة ارتفاع تحملات الفائدة لهذا الدين سنة 2013 بمعدل 12% مقارنة مع السنة الماضية في حين ارتفع حجم الموارد العادية بمعدل 2% فقط.

تطور حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية



مؤشرات المخاطر

خطر إعادة التمويل

يرتبط هذا الخطر بظروف تجديد الدين الذي وصل موعد استحقاقه ويتمثل في احتمال ارتفاع كلفة الموارد المالية المعبئة مقارنة بكلفة الدين الذي سيتم سداده. ويمكن تتبع هذا الخطر عبر تحديد سقف لحصة الدين ذو المدى القصير والمدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين وذلك قصد التحكم في نسبة الدين الذي سيتم تجديده على المدى القصير.

حصة الدين ذو المدى القصير (أقل من سنة)

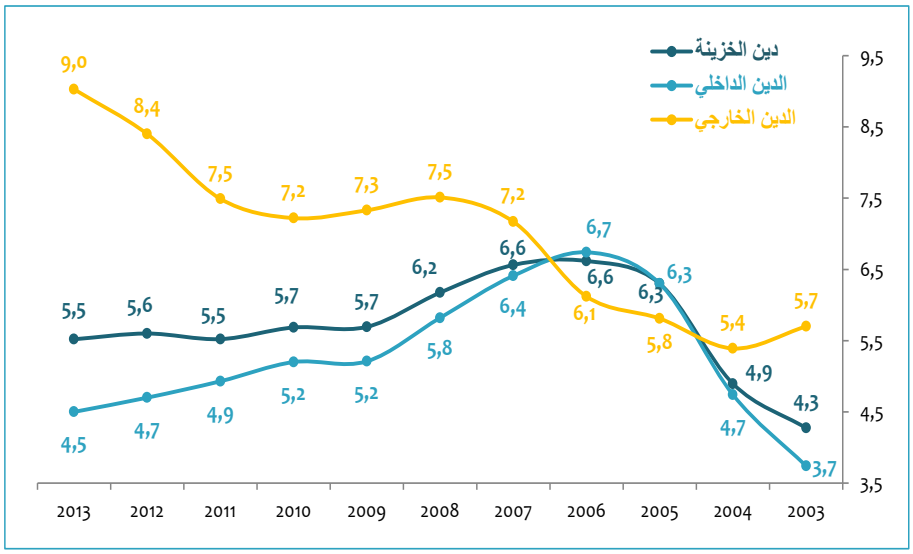
بلغت حصة دين الخزينة ذو المدى القصير 16,8% مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 1,3 نقطة مئوية مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2012. ويعزى هذا الارتفاع بالأساس إلى الارتفاع الذي عرفته حصة الدين ذو الأمد القصير في محفظة الدين الداخلي حيث انتقلت من 18% إلى 20% في متم سنة 2013 وذلك نتيجة اللجوء المكثف للإصدارات ذات أمد سنتين أو أقل خلال السنتين الماضيتين.

أما فيما يخص الدين الخارجي، فقد استقرت حصة الدين ذو المدى القصير في حدود 6,2% من مجموع حجم هذا الدين.

المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين

بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة 5 سنوات و6 أشهر، مسجلة انخفاضا بشهر واحد مقارنة مع سنة 2012.

تطور المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة



وحسب مصدر الدين، بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي 4 سنوات و 5 أشهر مسجلة بذلك انخفاضا بحوالي 3 أشهر مقارنة مع سنة 2012. و يعزى هذا الانخفاض بالأساس إلى أهمية إصدارات الخزينة للسندات ذات أمد سنتين أو أقل حيث بلغت حصتها 76% من الحجم الاجمالي لإصدارات الخزينة خلال سنة 2013.

أما بالنسبة للدين الخارجي للخزينة، ونظرا لطبيعة القروض المبرمة مع الدائنين الثنائيين ومتعددي الأطراف (توزيع سداد أصل الدين على فترة السداد)، فقد بلغ متوسط المدة المتبقية للسداد في متم سنة 2013 إلى 9 سنوات، أي بارتفاع يقارب 7 أشهر مقارنة مع سنة 2012.

خطر التمويل أو السيولة

يتعلق هذا الخطر بعدم القدرة على تعبئة الموارد المالية اللازمة في الوقت المناسب. ويتم تتبع هذا الخطر عن طريق استعمال معدل التغطية الشهري للإصدارات الذي يثم احتسابه باعتبار حصة حجم عروض المستثمرين نسبة الى حجم اكتتابات الخزينة.

معدل التغطية الشهري للإصدارات

بلغ معدل التغطية الشهري للإصدارات خلال سنة 2013 حوالي 240% مقابل 210% سنة 2012. ويعزى هذا الارتفاع إلى تزايد عروض المستثمرين في سوق السندات يفوق ارتفاع حجم اكتتابات الخزينة.

خطر تقلبات معدلات أسعار الفائدة

بلغت حصة أسعار الفائدة المتغيرة بمحفظة الدين الخارجي للخزينة، نهاية سنة 2013، 36,6% مبتعدة ب 6,6% عن تركيبة المحفظة المرجعية. ويعزى هذا الفارق بالأساس إلى اختيار الخزينة، خلال السنوات الأخيرة، اللجوء الى تمويلات مقرونة بمعدلات فائدة متغيرة لدى الدائنين الثنائيين ومتعددي الأطراف. وقد مكن هذا الاختيار من الاستفادة من المستويات

المنخفضة التي سجلتها أسعار الفائدة نتيجة للسياسات النقدية التيسيرية للبنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا الفارق كان من الممكن أن يكون أكبر لو لم يتم القيام بعمليات مقايضة أسعار الفائدة، حيث قامت مديرية الخزينة سنتي 2010 و2011 بسبع عمليات مقايضة أسعار الفائدة لجزء من الدين الخارجي للخزينة ممنوح بأسعار فائدة متغيرة مما مكن من خفض نسبة القروض ذات أسعار فائدة متغيرة إلى 31,8% نهاية 2012.

خلال سنة 2013، وبعد إعلان البنك الاحتياطي الفيدرالي الحفاظ على مستوى سعر الفائدة الرئيسي على الأقل حتى سنة 2014 وكذا القرارات التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي (خفض سعر الفائدة الرئيسي مرتين والتزام البنك الحفاظ عليه في مستوى منخفض لفترة طويلة من أجل تعزيز النمو الاقتصادي في منطقة اليورو)، تم اختيار عدم القيام بعمليات مقايضة أسعار الفائدة خلال سنة 2013. ورغم أن هذا الاختيار قد أثر على بنية محفظة الدين الخارجي التي ابتعدت فيها حصة أسعار الفائدة المتغيرة ب 6,6% عن بنية المحفظة المرجعية، فقد تمكنت الخزينة من الاستفادة من أسعار فائدة جد منخفضة في سياق يتسم بتراجع خطر زيادة أسعار الفائدة.

خطر تقلبات أسعار الصرف

نتيجة لتفضيل اختيار اليورو كعملة أساسية للقروض الجديدة وللتدبير النشيط للدين الخارجي خاصة من خلال عمليات مقايضة العملات، وصلت نسبة اليورو الى 77,2% من حجم الدين الخارجي في الوقت الذي تراجعت فيه نسبة الدولار الى 16,8%. وقد مكن هذا الاختيار من الاقتراب بشكل كبير من تركيبة المحفظة المرجعية (80% بالأورو و20% بالدولار الأمريكي) و بالتالي التقليل من خطر تقلبات أسعار الصرف على محفظة الدين الخارجي.

حساسية محفظة الدين الخارجي للخزينة بالنسبة لتقلبات سعر الصرف ومعدلات سعر الفائدة

حساسية محفظة الدين الخارجي للخزينة بالنسبة لتقلبات معدلات سعر الفائدة

خلال الفترة 2003-2013، بلغ متوسط التكلفة للدين الخارجي للخزينة حوالي 3,6% لتستقر في 3,3% نهاية سنة 2013 مقابل 3,4% سنة 2003. هذا الاستقرار في التكلفة وافقه تحسن ملحوظ في المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين التي انتقلت من 5,7 سنة في 2003 إلى 9 سنوات في 2013 مما يعكس التحسن الملحوظ للتكلفة المالية للمديونية الخارجية للخزينة.

علاوة على ذلك وخلال نفس الفترة، تميزت بنية الدين الخارجي حسب نوع أسعار الفائدة بانخفاض نسبة القروض ذات أسعار فائدة شبه ثابتة والتي انتقلت حصتها من 13,3% سنة 2003 إلى 0,1% سنة 2013 وذلك بسبب التحسن النسبي في نسبة الديون الممنوحة بأسعار فائدة ثابتة والتي بلغت 63,4% سنة 2003 مقابل 51% خلال بداية فترة التحليل.

بالمقابل استقر الدين الممنوح بمعدلات فائدة متغيرة حول متوسط 35,6% منتقلا من 35,8% سنة 2003 إلى 36,4% سنة 2013 (34,2% باليورو و2,1% بالدولار الأمريكي و 0,1% بالين الياباني).

ويستنتج من هذه البنية أن مخاطر تقلبات أسعار الفائدة على محفظة الدين متحكم فيها، حيث تظهر نتائج المحاكاة التي أنجزت على محفظة الدين، أن تطبيق صدمة بزيادة 100 نقطة أساس على مستوى أسعار الفائدة المتغيرة، يؤدي إلى ارتفاع محدود في خدمة الدين الخارجي للخزينة لا يتعدى 3,9% سنة 2013 و 6,4% سنة 2014.

حساسية محفظة الدين الخارجي للخزينة بالنسبة لتقلبات أسعار العملات

عرفت تركيبة محفظة الدين الخارجي للخزينة من حيث العملات تطورا كبيرا خلال السنوات العشر الأخيرة حيث تم تعزيز نسبة اليورو، الذي يرتبط به الدرهم بنسبة 80%، على حساب الدولار الأمريكي والين الياباني، اللذان يعتبران من أهم مصادر تقلب حجم الدين، وفقا للهدف المحدد في مجال إدارة الدين الخارجي الذي يرمي إلى تقريب تركيبة محفظة الدين الخارجي للخزينة من تركيبة المحفظة المرجعية وذلك من أجل تقليص كلفة الدين والحد من المخاطر المالية. ويرتبط تكوين المحفظة المرجعية حسب العملات بسلة الدرهم وبالتالي ببنية المبادلات الخارجية لبلادنا مع بقية العالم.

ومن خلال تقييم درجة حساسية حجم الدين الخارجي للخزينة لتقلبات العملات الدولية يمكن تسليط الضوء على التحسن الكبير لتركيبة محفظة الدين الخارجي للخزينة من حيث العملات. فعلى الرغم من التقلبات الكبيرة التي عرفها كل من الين والدولار الأمريكي مقابل اليورو خلال

سنتي 2012 و2013 والذي أدى إلى تغييرات مطلقة للين والدولار والعملات المرتبطة به مقابل الدرهم تتراوح على التوالي من 12 إلى 20% ومن 2 إلى 3%، فإن تأثير تقلبات أسعار الصرف على حجم الدين الخارجي للخزينة لم يتجاوز 0,3% سنة 2012 ونحو 0,8% سنة 2013 بفضل تقريب بنية محفظة الدين الخارجي للخزينة حسب العملة من بنية المحفظة المرجعية، حيث أن هذا التأثير كان سيبلغ 1,1% و2,2% خلال سنتي 2012 و2013 على التوالي لو تم الحفاظ على نفس بنية محفظة الدين الخارجي للخزينة حسب العملة لسنة 2003.

الدين الداخلي المضمون

بلغ حجم الدين الداخلي المضمون من طرف الدولة 19,6 مليار درهم في متم سنة 2013 مقابل18,1 مليار درهم في متم سنة 2012 مسجلا بذلك ارتفاعا يقدر ب 1,5 مليار درهم أو 8% .

و يرجع هذا الارتفاع إلى إصدارين جديدين مضمونين قيمتهما الاجمالية 2200 مليون درهم منها 1200 مليون درهم مصدرة من طرف الشركة الوطنية للطرق السيارة و1000 مليون درهم مصدرة من طرف شركة السلطة المينائية طنجة المتوسط في مقابل سداد 651 مليون درهم من الاصدارات السابقة للمؤسسات العمومية.

وتعتبر الشركة الوطنية للطرق السيارة و شركة السلطة المينائية طنجة المتوسط من المؤسسات الرئيسية التي تستفيد من ضمان الدولة فيما يخص الاقتراض الداخلي وذلك بنسبتي 68% و13% من حجم الدين المضمون على التوالي.

كما يمثل حجم الدين الطويل الأمد، حسب المدة المتبقية، نسبة 80% من الحجم الاجمالي للدين الداخلي المضمون.

فيما يخص تحملات خدمة هذا الدين، فقد بلغت 1574 مليون درهم سنة 2013 منها 651 مليون درهم كأصل الدين و 923 مليون درهم كفوائد، مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 14% بالنسبة إلى سنة 2012.

تتمثل المؤشرات الرئيسية للدين الداخلي المضمون من طرف الدولة في ما يلي:

- بلغ حجم الدين الداخلي المضمون نسبة للناتج الداخلي الخام 2,21% في متم سنة 2013 مقابل 2,18% سنة 2012 أي بارتفاع 0,03 نقطة مئوية ؛
- بلغ متوسط المدة المتبقية لسداد الدين 11 سنة و10 أشهر في نهاية سنة 2013 مسجلا بذلك انخفاضا يقدر ب 3 أشهر مقارنة مع نهاية سنة 2012 (12 سنوات و شهر واحد)؛
- سجلت التكلفة المتوسطة للدين انخفاضا قدره نقطتان أساس بالنسبة لسنة 2013 حيث بلغت 5,11% مقابل 5,13% سنة 2012.

و هكذا فقد ارتفع حجم الدين الداخلي العمومي (دين الخزينة + الدين المضمون) ب 12,5% ليبلغ 444,1 مليار درهم سنة 2013 مقابل 394,9 مليار درهم نهاية 2012. و يشكل الدين الداخلي المضمون 4,4% من مجموع الدين الداخلي العمومي مقابل 4,6% فقط في متم سنة 2012.

التدبير النشيط للمديونية

التدبيرالنشيط للدين الداخلي

في إطار عمليات التدبير النشيط للدين الداخلي تلجأ مديرية الخزينة و المالية الخارجية الى عمليات إعادة الشراء و تبادل سندات الخزينة بهدف:

- التقليص من مخاطر اعادة التمويل عن طريق تمليس جدول سداد الدين الداخلي وذلك من خلال خفض ذروة التسديدات.
- تعزيز سيولة سندات الخزينة في السوق الثانوي بهدف التقليص، على المدى المتوسط، من كلفة دين الخزينة وذلك عن طريق الخفض من عدد الخطوط الموجودة و الرفع من احجامها.

بعد عمليات تبادل سندات الخزينة الافتتاحية المنجزة سنة 2011، قامت مديرية الخزينة والمالية الخارجية بتنظيم عمليات إعادة الشراء لأول مرة في متم سنة 2013.

خاصيات عمليات إعادة الشراء

أجريت عمليات إعادة الشراء يومي 26 و27 دجنبر 2013 بالتشاور مع البنوك وسطاء الخزينة. وقد همت هذه العمليات شراء خطوط ذات امد 13 أسبوع و امد سنتين بتاريخ سداد 6/1/2014 وكذا الخطوط ذات أمد 26 أسبوعا بتاريخ سداد 20/01/2014. وقد بلغ الحجم الإجمالي لعملية الشراء 2 586,3 مليون درهم.

الأثر على فائض الخزينة

ساعدت عمليات إعادة الشراء على التخفيض من فائض الحساب الجاري للخزينة لنهاية السنة ب 2,7 مليار درهم حيث بلغ 2,9 مليار درهم في تاريخ 30/12/2013 بدلا من 5,6 مليار درهم.

الاقتصاد من حيث فوائد الدين

ساهمت عمليات إعادة الشراء من الخفض من مستوى تحملات فوائد الدين الداخلي خلال شهر يناير 2014 بنحو 2,5 مليون درهم.

الأثر على حجم الدين

بفضل عملية إعادة الشراء، تم تخفيض حجم الدين الداخلي ب 2,6 مليار درهم ليصل الى 424,5 مليار درهم في متم سنة 2013 وبالتالي تراجعت نسبة الدين الداخلي إلى الناتج الداخلي الخام بنسبة 0,3% لتصل 48,6%.

وهكذا، و بصفة عامة فإن تأثير هذه العمليات كان إيجابيا على مستويات عدة حيث سمحت بتحقيق الأهداف التالية:

- إعادة تشكيل جدول سداد الدين الداخلي عن طريق خفض ذروة التسديدات في يناير 2014 وبالتالي الخفض من حاجيات الخزينة التمويلية خلال نفس الشهر بنفس القدر؛
- تحسن مؤشر حجم الدين نسبة إلى الناتج الداخلي الخام ؛
- الخفض من فائض الحساب الجاري للخزينة ؛
- الاقتصاد في تحملات فائدة الدين الداخلي.

التدبيرالنشيط للدين الخارجي

في إطار مواصلة التدبير النشيط للمديونية الخارجية قصد التخفيف من عبئها على الاقتصاد الوطني والحد من تأثيرات المخاطر المالية المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف ونسب الفائدة وكذا إعادة التمويل، تمت معالجة حوالي 60,4 مليون درهم من خلال مواصلة إنجاز المشاريع الممولة في إطار اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية المبرمتين مع كل من إسبانيا وإيطاليا.

وقد تميزت سنة 2013 بالإجراءات التالية :

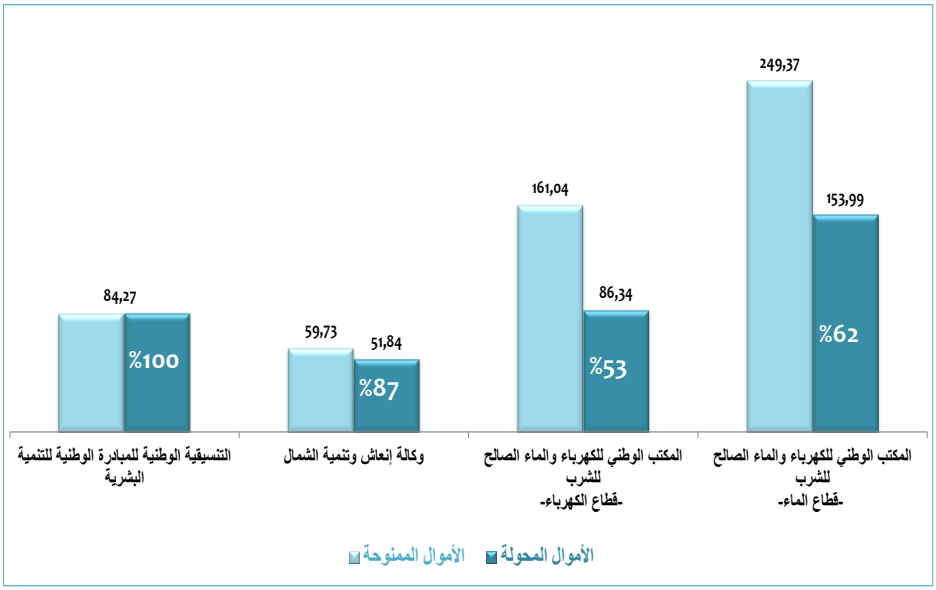
- مواصلة إنجاز المشاريع الممولة من خلال اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعتين مع كل من إسبانيا وإيطاليا،
- إبرام اتفاقية جديدة لتحويل الدين إلى استثمارات عمومية مع الحكومة الإيطالية بغلاف مالي قدره 15 مليون أورو.

1- مواصلة إنجاز المشاريع الممولة من خلال اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعتين مع كل من إسبانيا وإيطاليا

في إطار مواصلة إنجاز المشاريع الممولة من خلال اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعتين مع كل من إسبانيا بغلاف مالي قدره 50 مليون أورو وإيطاليا بغلاف مالي قدره 20 مليون أورو، عرفت سنة 2013 تحويل ما يعادل 60,4 مليون درهم موزعة كما يلي :

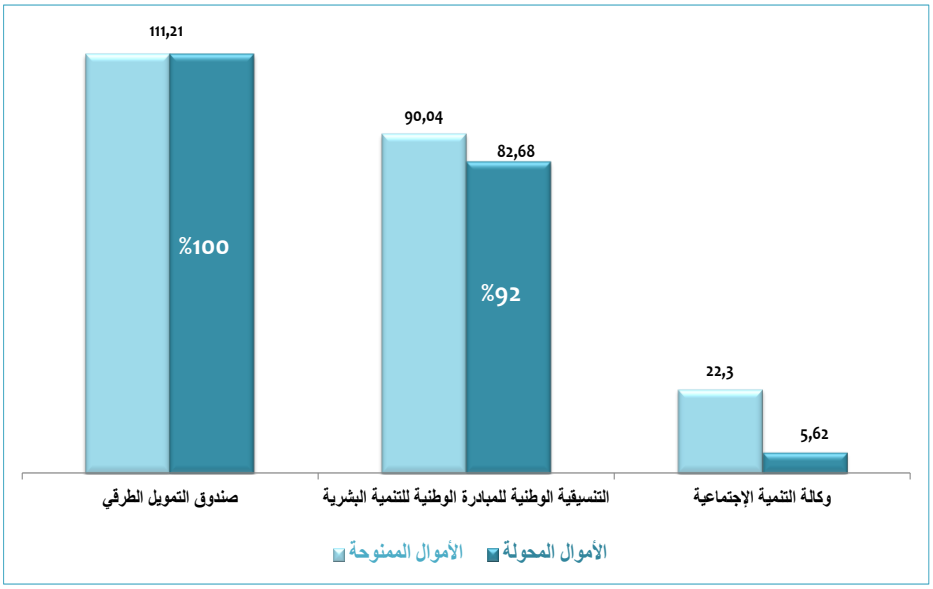
- 54,65 مليون درهم في إطار برنامج تحويل الدين الموقع مع إسبانيا وذلك من خلال مشاريع المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب - قطاع الماء- المرتبطة بالتطهير السائل لمدينتي شفشاون والسعيدية (21,3 مليون درهم) ومشاريع المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب - قطاع الكهرباء- المرتبطة باقتناء تجهيزات كهربائية لتعزيز الشبكة الوطنية للكهرباء (33,4 مليون درهم).

الوضعية المالية لبرنامج تحويل الدين الموقع مع إسبانيا (بمليون درهم)



- 5,75 مليون درهم في إطار اتفاقية تحويل الدين الموقعة مع الحكومة الإيطالية. وقد تم صرف هذا المبلغ في إطار مشاريع المبادرة الوطنية للتنمية البشرية (2,36 مليون درهم) وكذا برنامج تنمية قدرات الجمعيات المغربية الذي يتم إنجازه من طرف وكالة التنمية الاجتماعية (3,39 مليون درهم).

الوضعية المالية لاتفاقية تحويل الدين الموقعة مع إيطاليا (بمليون درهم)



تجدر الإشارة الى أن مجموع المبالغ المحولة في إطار إنجاز المشاريع الممولة من خلال برنامج تحويل الدين الموقع مع إسبانيا وصل إلى حوالي 376,4 مليون درهم، أي ما يناهز 68% من الغلاف المالي الإجمالي المخصص للبرنامج، فيما وصل مجموع المبالغ المحولة في إطار اتفاقية تحويل الدين الموقعة مع الحكومة الإيطالية إلى حوالي 199,50 مليون درهم، أي ما يعادل 89% من الغلاف المالي الإجمالي المخصص للاتفاقية.

2- التوقيع على اتفاقية جديدة لتحويل الدين إلى استثمارات عمومية مع الحكومة الإيطالية

بعد الحصيلة الإيجابية لاتفاقيات تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعة مع إيطاليا في سنوات 2000 و2004 و2009 والتي مكنت من تمويل مجموعة من المشاريع السوسيو-اقتصادية المتعلقة خصوصا بالتنمية البشرية وتشجيع السكن الاقتصادي وفك العزلة عن بعض المناطق القروية وتقوية قدرات النسيج الجمعوي وكذا محاربة الفقر، تم التوقيع بين حكومتي المغرب وإيطاليا في 9 أبريل 2013 على اتفاقية جديدة لتحويل الدين إلى استثمارات عمومية بغلاف مالي قدره 15 مليون أورو.

وقد خصص الغلاف المالي لهذه الاتفاقية لتمويل:

- مشاريع مندرجة في إطار المرحلة الثانية للمبادرة الوطنية للتنمية البشرية بمبلغ 12 مليون أورو،
- مشاريع تهدف إلى الحفاظ على التراث الثقافي المغربي بغلاف مالي قدره مليوني أورو،
- دورات تكوينية لفائدة أطر وزارة الصحة بمشاركة مهنيين من إيطاليا بمبلغ مليون أورو.

الدين الخارجي العمومي

حجم الدين الخارجي العمومي

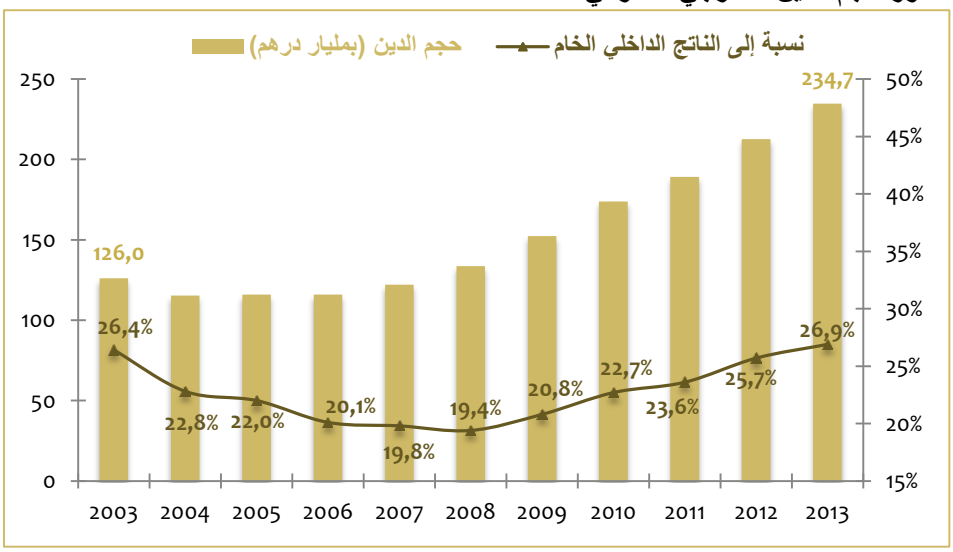
بلغ حجم الدين الخارجي العمومي في نهاية 2013 حوالي 234,7 مليار درهم بزيادة قدرها 22 مليار درهم أو 10,3% مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2012، مستمرا بذلك في منحاه التصاعدي الذي بدأ منذ سنة 2007. ويرجع هذا التطور إلى اللجوء إلى الموارد المالية ذات الشروط الميسرة و التفضيلية لتغطية حاجيات التمويل سواء بالنسبة للخزينة أو المؤسسات والشركات العمومية في ضل تفاقم عجز الميزانية والحساب الجاري لميزان الأداءات.

ويمكن تفسير هذه الزيادة في حجم الدين الخارجي العمومي إلى تداخل العوامل الآتية:

- الرصيد الايجابي للتدفقات الصافية للاقتراض الخارجي و الذي بلغ 26,2 مليار درهم ؛
- الانخفاض في حجم السندات المصدرة باليورو سنتي 2007 و2010 التي بحوزة المقيمين المغاربة بحوالي 0,3 مليار درهم نتج عنها ارتفاع مماثل في حجم الدين الخارجي العمومي ؛
- تأثير سعر الصرف نتيجة ارتفاع قيمة العملات الأجنبية الرئيسية مقابل الدرهم خاصة الين الياباني (20,4%+) و الدولار الأمريكي و العملات المرتبطة به (3,4%+) ؛
- انخفاض حجم دين السندات المصدرة باليورو في السوق المالي الدولي سنة 2007 و 2010 ب 1,4 مليار درهم نتيجة انخفاض أسعارها مقارنة بالسنة الماضية.

من جانبها، بلغت نسبة الدين الخارجي العمومي إلى الناتج الداخلي الخام 26,9%، بزيادة 1,2 نقطة مئوية من الناتج الداخلي الخام مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2013 (25,7%).

تطور حجم الدين الخارجي العمومي



ويقدر حجم الدين الخارجي العمومي في نهاية 2013 ب 28,8 مليار دولار أي ما يعادل 20,9 مليار أورو.

بنية الدين حسب الدائنين

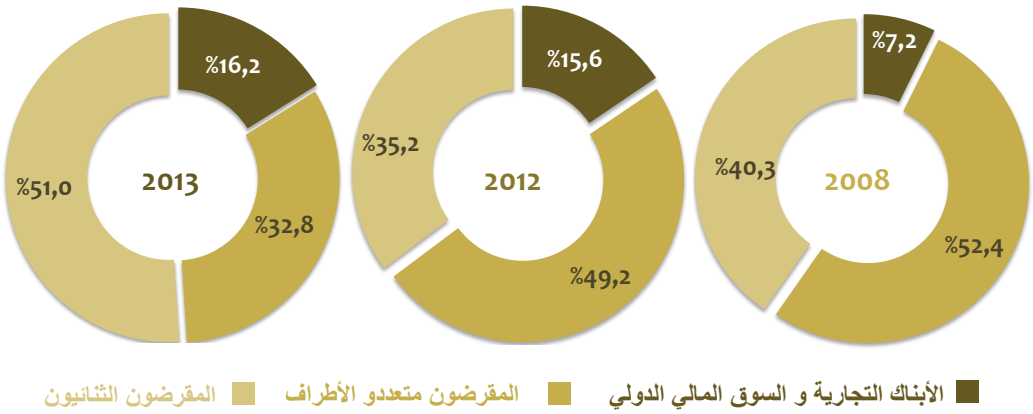
تحتل المؤسسات الدولية للتنمية المرتبة الأولى بين مجموعة الدائنين للمغرب بحجم دين بلغ 119,8 مليار درهم أي ما يعادل 51% من الدين الخارجي العمومي، يليها الدائنون الثنائيون بمبلغ 77 مليار درهم أو 32,8% من مجموع الدين الخارجي العمومي ثم الأبناك التجارية بمبلغ 37,9 مليار درهم، أي 16,2% من مجموع الدين الخارجي العمومي.

و من أهم الدائنين متعددي الأطراف نذكر:

- البنك الدولي للإنشاء و التعمير والذي احتل المركز الأول بحجم دين بلغ 34,7 مليار درهم أي ما يعادل 28,9% من الديون المتعددة الأطراف ؛
- البنك الإفريقي للتنمية بحصة 27,5% من الديون المتعددة الأطراف أي بحجم دين بلغ 32,9 مليار درهم ؛
- البنك الأوروبي للاستثمار بحجم دين بلغ 24,1 مليار درهم أي بنسبة 20,1% من الديون المتعددة الأطراف ؛

من أهم الدائنين ثنائيي الأطراف نذكر:

- فرنسا التي تحتل المرتبة الأولى بحجم دين بلغ 35 مليار درهم أي ما يعادل 45,4% من مجموع هذه الديون؛
- اليابان، بحجم دين بلغ 9,5 مليار درهم، أي بنسبة 12,4% من مجموع هذه الديون.



في نهاية سنة 2013، وبدون احتساب السوق المالي الدولي، بلغت حصة خمسة أهم مقرضين ما يقرب الثلثين من مجموع الدين الخارجي العمومي. ويتعلق الأمر بـــ:

الدائنون	الحصة (%)
فرنسا	% 17,8
البنك الدولي للإنشاء و التعمير	%17,6
البنك الإفريقي للتنمية	%16,7
البنك الأوروبي للاستثمار	%12,2
الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية	%6,5

بنية الدين حسب المدينين

بلغ دين الخزينة، التي تعتبر أول مقترض، مبلغ 129,8 مليار درهم وهو ما يعادل 55,3% من مجموع الدين الخارجي العمومي. وقد اتسم تطور دين الخزينة في نهاية عام 2013 بمواصلة المنحى التصاعدي الذي بدأ سنة 2008 بمعدل سنوي متوسط بلغ 12%. ويعزى هذا التطور إلى اللجوء المتزايد إلى التمويلات الخارجية في إطار سياسة التحكيم بين الموارد الداخلية والخارجية المتبعة و ذلك من أجل الحد من استنزاف الموارد الداخلية وتجنب مزاحمة القطاع الخاص والمساهمة في إعادة بناء مستويات مريحة لاحتياطات الصرف.

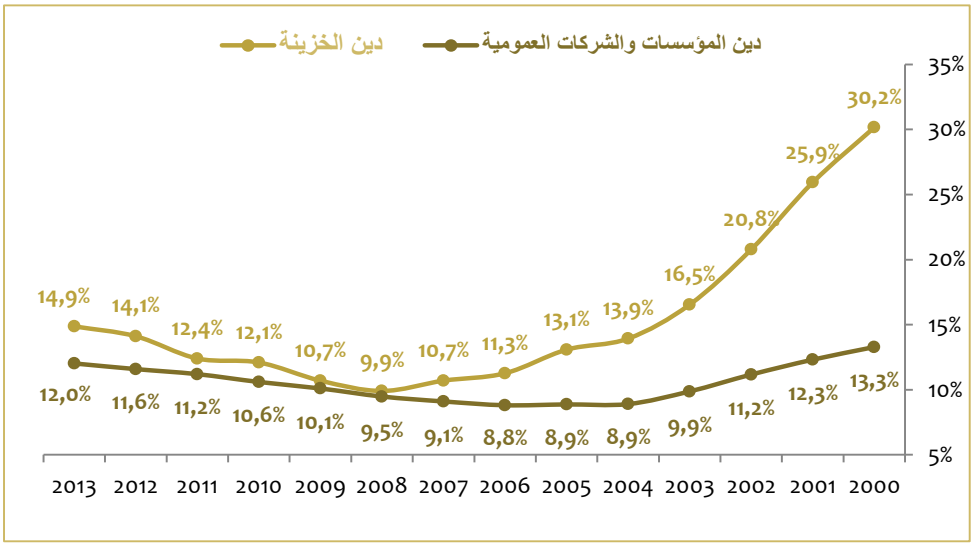
ويتم اللجوء إلى الموارد الخارجية بشكل متحكم فيه ويخضع إلى معايير انتقائية تعطي الأولوية إلى القروض ذات الشروط الميسرة (سعر الفائدة، أجل الاستحقاق، فترات السماح..) كتلك التي يتم منحها من طرف الدائنين الثنائيين و متعددي الأطراف. فيما تتم تعبئة باقي حاجيات التمويل من السوق المالي الدولي مع اختيار توقيت مناسب من أجل الحصول على أحسن الشروط المالية.

من جانبها، بلغت ديون المؤسسات والشركات العمومية 104,9 مليار درهم وهو ما يعادل 44,7٪ من حجم الدين الخارجي العمومي.

المؤسسات المقترضة	المبلغ (بمليار درهم)
المكتب الوطني للكهرباء و الماء الصالح	36,5
الطرق السيارة للمغرب	22,6
المكتب الوطني للسكك الحديدية	8,3
المكتب الشريف للفوسفاط	7,7

و قد شهدت ديون المؤسسات والشركات العمومية، هي أيضا، منحى تصاعديا ابتداء من سنة 2007 و ذلك بزيادة قدرها 11% كمعدل سنوي متوسط. و يعود ذلك إلى اللجوء المتزايد لهذه المؤسسات إلى التمويلات الخارجية لتغطية حاجيات برامجها الاستثمارية الطموحة.

تطور حجم الدين الخارجي للخزينة والمؤسسات العمومية نسبة إلى الناتج الداخلي الخام

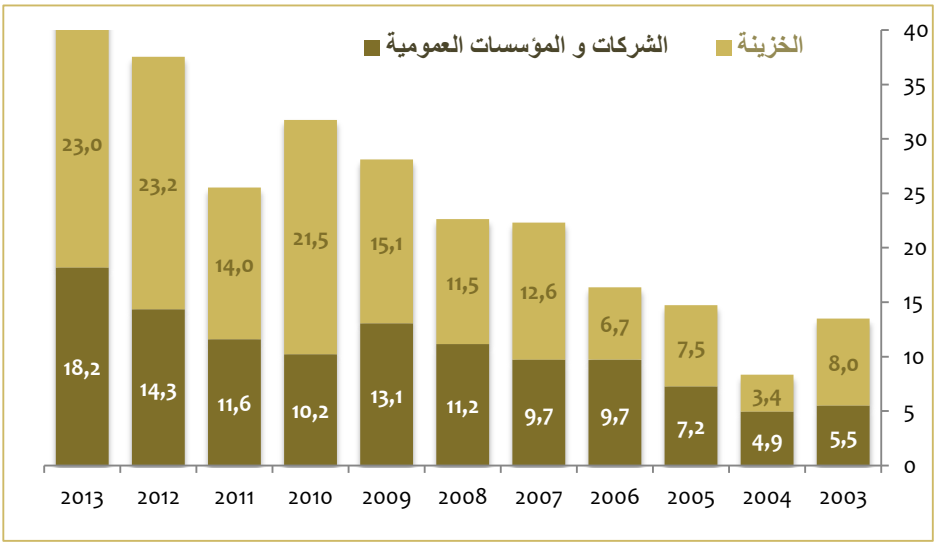


السحوبات على القروض الخارجية

بلغت الموارد الخارجية التي تمت تعبئتها خلال سنة 2013 من قبل القطاع العام ما يعادل 41,2 مليار درهم، مقابل 37,5 مليار درهم سنة 2012 أي بزيادة بلغت 9.9%.

وقد شكلت السحوبات المعبئة لذا الدائنين متعددي الأطراف 57% من الموارد الخارجية خلال سنة 2013 أي 23,6 مليار درهم مقابل 10,4 مليار درهم من السحوبات المتعلقة بالقروض الممنوحة من طرف الدائنين الثنائي الأطراف.

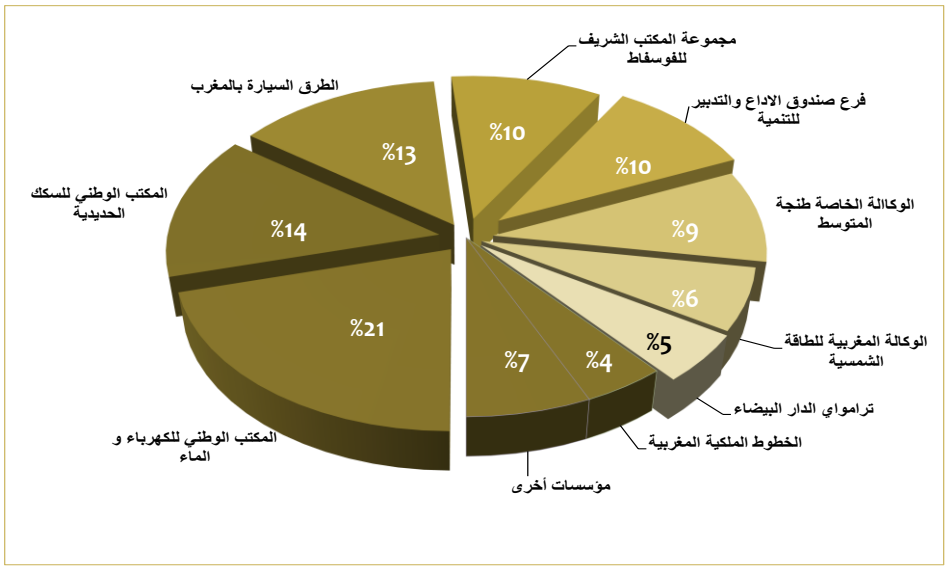
تطور السحوبات على الاقتراض الخارجي العمومي (بمليار درهم)



وفيما يخص السحوبات المعبأة من طرف الخزينة، فقد بلغت سنة 2013 ما يعادل 23 مليار درهم خصصت منها 14,7 مليار درهم لدعم برامج الإصلاحات الهيكلية والقطاعية فيما خصصت 1,7 مليار درهم لتمويل المشاريع الاستثمارية.

وبالنسبة للمؤسسات والشركات العمومية، فقد بلغت السحوبات المعبأة حوالي 18,2 مليار درهم، مسجلة ارتفاعا قدره 27,3% مقارنة مع سنة 2012 (14,3 مليار درهم). وقد استفاد من هاته السحوبات كل من المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (3,7 مليار درهم)، المكتب الوطني للسكك الحديدية (2,6 مليار درهم)، الطرق السيارة للمغرب (2,4 مليار درهم)، والمكتب الشريف للفوسفاط (1,8 مليار درهم).

توزيع سحوبات المؤسسات العمومية حسب المدينين الرئيسيين (2013)



وفيما يخص القطاعات المستفيدة، يلاحظ أن ثلاث قطاعات استفادت من حوالي نصف التمويلات المعبئة من طرف المؤسسات العمومية خلال سنة 2013. ويتعلق الأمر بقطاع النقل بمبلغ 4317 مليون درهم أي 23,7% من مجموع السحوبات، يليه قطاع الماء و الكهرباء بمبلغ 3765 مليون درهم (20,7%) ثم قطاع البنية التحتية الطرقية ب 2673 مليون درهم (14,7%).

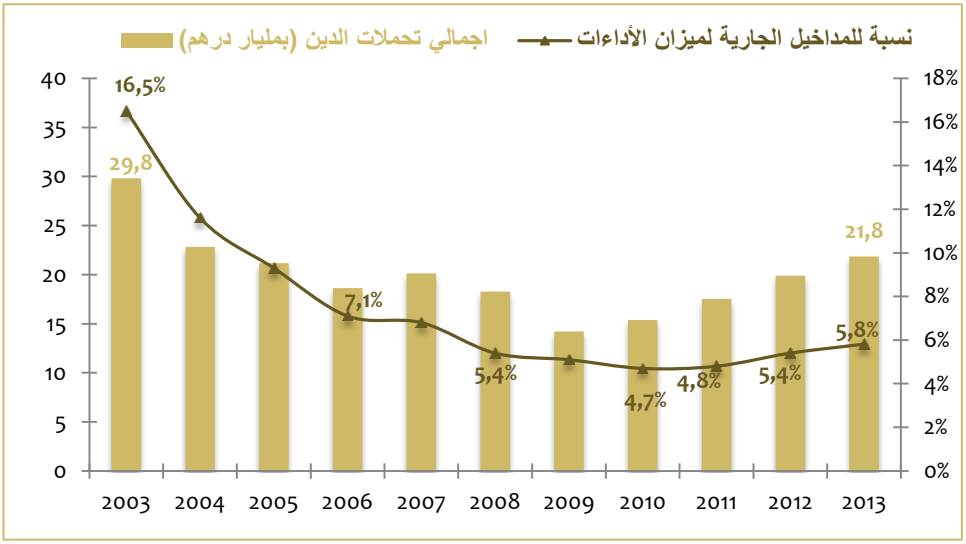
القطاع	المبلغ (بمليون درهم)	الحصة (%)
الماء و الكهرباء	3 765	%20,7
السكك الحديدية	2 570	%14,1
الطرق السيارة	2 412	%13,3
التنمية المجالية	2 327	%12,8
المعادن	1 783	%9,8
البنية التحتية للموانئ	1 645	%9,1
الطاقة الشمسية	1 125	%6,2
النقل الحضاري	950	%5,2
النقل الجوي	797	%4,4
السكن	280	%1,6
الطرق القروية	261	%1,4
الصيد	78	%0,4
البنية التحتية للمطارات	73	%0,4
أخرى	112	%0,6
المجموع	**18 179**	**%100**

خدمة الدين الخارجي العمومي

بلغت تحملات الدين الخارجي العمومي من أصل الدين وفوائد وعمولات سنة 2013 ما مقداره 21,8 مليار درهم مقابل 20,0 مليار درهم سنة 2012 مسجلة بذلك ارتفاعا بـ 1,8 مليار درهم.

وقد مثلت خدمة الدين الخارجي العمومي سنة 2013 نسبة 5,8% من المداخيل الجارية لميزان المدفوعات مقابل 5,4% سنة 2012 و16,5% سنة 2003.

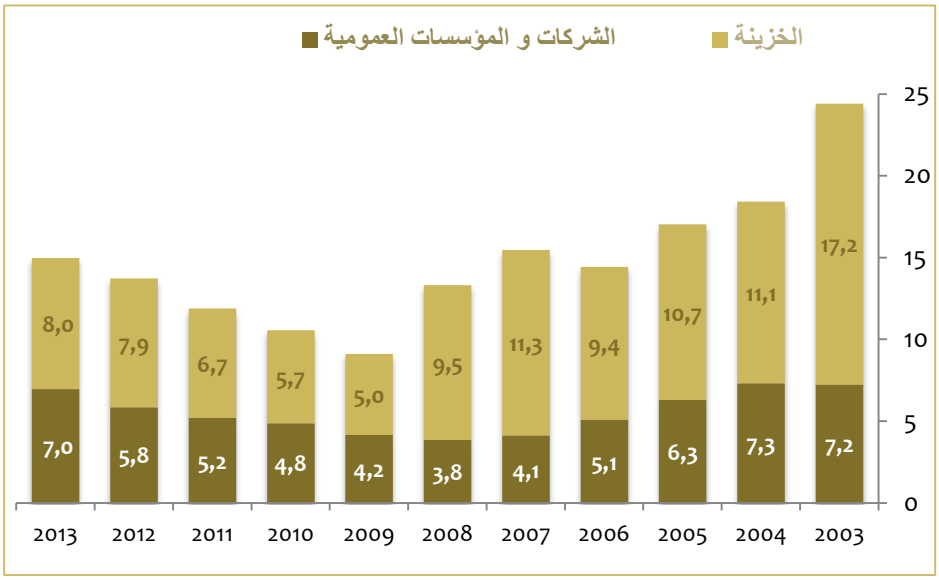
تطور تحملات الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



أصل الدين

بلغت دفعات أصل الدين الخارجي العمومي لسنة 2013 ما مقداره 15,0 مليار درهم مقابل 13,7 مليار درهم سنة 2012 أي بزيادة قدرها 1,3 مليار درهم همت أساسا صندوق النقد العربي (دين الخزينة) نتيجة السداد المسبق لأصل الدين لبعض القروض الممنوحة من طرف هذا الصندوق.

تطور تحملات أصل الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



وفيما يتعلق بدين المؤسسات العمومية، فقد بلغت تحملات أصل الدين 7,0 مليار درهم أي بارتفاع 1,2 مليار درهم مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2012. ويهم هذا الارتفاع أساسا دفعات أصل الدين المسددة من طرف المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (+308 مليون درهم) وشركة الخطوط الملكية المغربية (+528 مليون درهم).

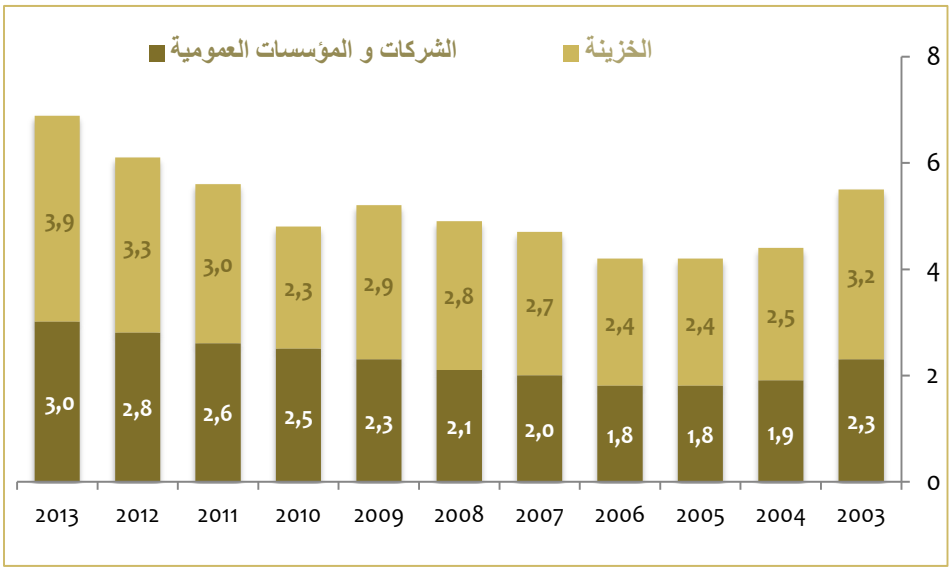
و تتوزع دفعات أصل الدين لسنة 2012 حسب فئات الدائنين كالآتي:

المجموعة المقرضة	الأقساط المدفوعة (مليار درهم)	الحصة (%)
المقرضون الثنائيون	**5,7**	**%38**
فرنسا	1,9	%13
المقرضون متعددو الأطراف	**7,9**	**%53**
صندوق النقد العربي	1,8	%12
السوق المالي الدولي و الأبناء التجارية	**1,4**	**%9**

الفوائد والعمولات

بلغت فوائد وعمولات الدين الخارجي العمومي، سنة 2013، حوالي 6,9 مليار درهم مقابل 6,2 مليار درهم سنة 2012 مسجلة بذلك ارتفاعا بـ 0,7 مليار درهم. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع حجم الدين الخارجي العمومي لسنة 2012 وبداية سداد الفوائد المرتبطة بسحوبات النصف الأول من سنة 2013.

تطور فوائد وعمولات الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



وتتوزع دفعات الفوائد لسنة 2013، حسب المدينين، بين الخزينة ب 3,9 مليار درهم مقابل 3,0 مليار درهم للمؤسسات العمومية همت أساسا المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب بما مقداره 1 مليار درهم وشركة الطرق السيارة ب 0,8 مليار درهم.

وتتوزع دفعات الفوائد والعمولات لسنة 2013 حسب فئات الدائنين كما يلي:

المجموعة المقرضة	فوائد وعمولات (مليار درهم)	حصة (%)
المقرضون الثنائيون	2,0	29
المقرضون متعددو الأطراف	3,1	45
السوق المالي الدولي و الأبناء التجارية	1,8	26

السوق الثانوي لسندات الخزينة

السوق الثانوي لسندات الخزينة

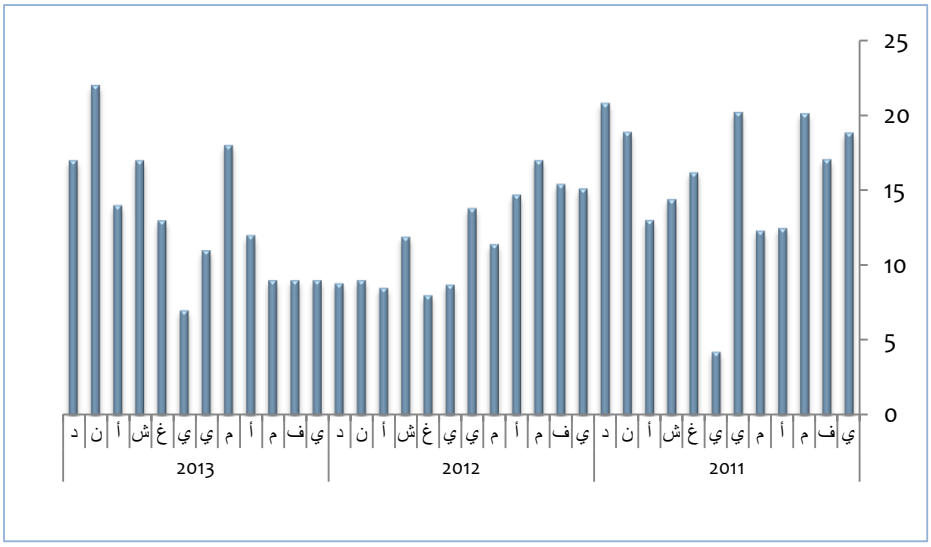
بعد التراجع المسجل سنة 2012، عرف نشاط السوق الثانوي خلال سنة 2013 انتعاشا ملموسا في كل من حجم المعاملات الباتة ومعاملات الاستحفاظ.

وبخصوص سيولة السوق الثانوي، ظلت مستقرة اذ أن مؤشر معدل الدوران لم يعرف أي تغير وظل في حدود 35% في حين سجل متوسط حجم المعاملات الباتة انخفاضا طفيفا ليصل إلى 82 مليون درهم سنة 2013 مقابل 99 مليون سنة 2012.

حجم المبادلات الباتة

سجل حجم المبادلات الباتة سنة 2013 ارتفاعا يقدر ب 12% حيث ناهز 158,9 مليار درهم سنة 2013 مقابل 142,3 مليار درهم سنة 2012. ويعزى هذا الارتفاع إلى تسارع وثيرة إصدارات الخزينة في السوق الأولي، اذ ارتفع مبلغ الاكتتابات الصافية لسندات الخزينة ب 14 مليار درهم إلى 56,3 مليار درهم سنة 2013 عوض 42,5 مليار درهم سنة 2012.

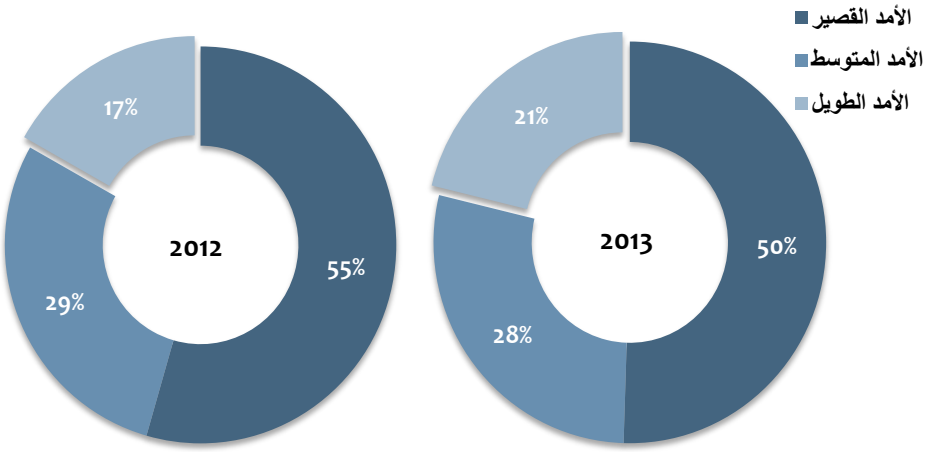
الحجم الشهري للمعاملات الباتة (بمليار درهم)



واتسمت بنية المبادلات بارتفاع مهم في المعاملات التي همت السندات ذات الأجل القصير، إذ ارتفعت حصتها من 47% سنة 2012 إلى ما يناهز 62% سنة 2013، أي بزيادة قدرها 15 نقطة. ولقد كان ذلك على حساب حصتي المعاملات التي همت السندات المتوسطة والطويلة الآجال اللتان بلغتا 21% و 17% على التوالي مقابل 30% و 23% سنة 2012.

أما بخصوص حجم هذه المبادلات، فقد بلغ حجم السندات القصيرة الأجل 98,5 مليار درهم مقابل 66,6 مليار درهم سنة 2012، مسجلة بذلك ارتفاعا وصل إلى 32,0 مليار درهم (أي بزيادة قدرها 48%). ويعزى هذا التطور بالأساس، إلى وفرة اصدارات الخزينة ذات الأجل القصير في السوق الأولي حيث تضاعف حجمها خلال سنة 2013 ليبلغ 83,9 مليار درهم.

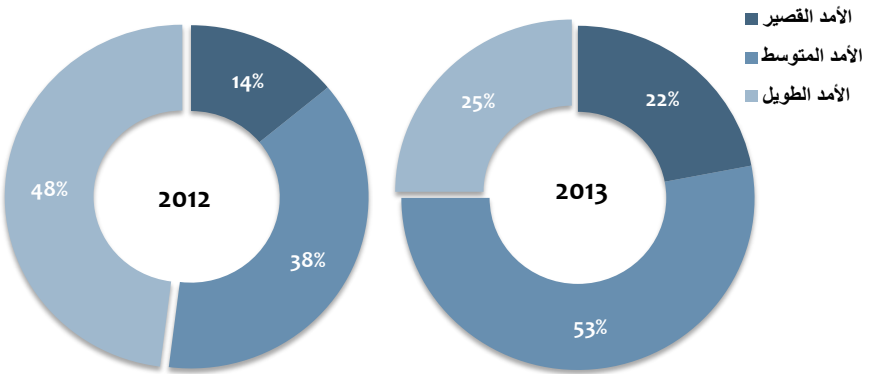
توزيع حجم المعاملات الباتة حسب الأمد



الخطوط المتداولة

ناهز عدد الخطوط المتداولة، سنة 2013، 165 خطا (مقابل 145 سنة 2012). بالإضافة الى الخطوط المتداولة ذات الأجل القصير و التي استأثرت بنسبة 62% من الحجم الكلي المتداول، فيما عرفت الخطوط المرجعية إقبالا كبيرا من لدن المستثمرين، حيث بلغت حصتها 14% من الحجم الكلي. وقد سجل معدل دوران الخطوط المتداولة ذات الأجل القصير0,99 مرة، متبوعة بالخطوط المرجعية التي بلغ معدل دورانها 0,51 مرة متجاوزا بذلك معدل المحفظة الكلية للدين (0,34 مرة).

توزيع عمليات الاستحفاظ حسب الأمد

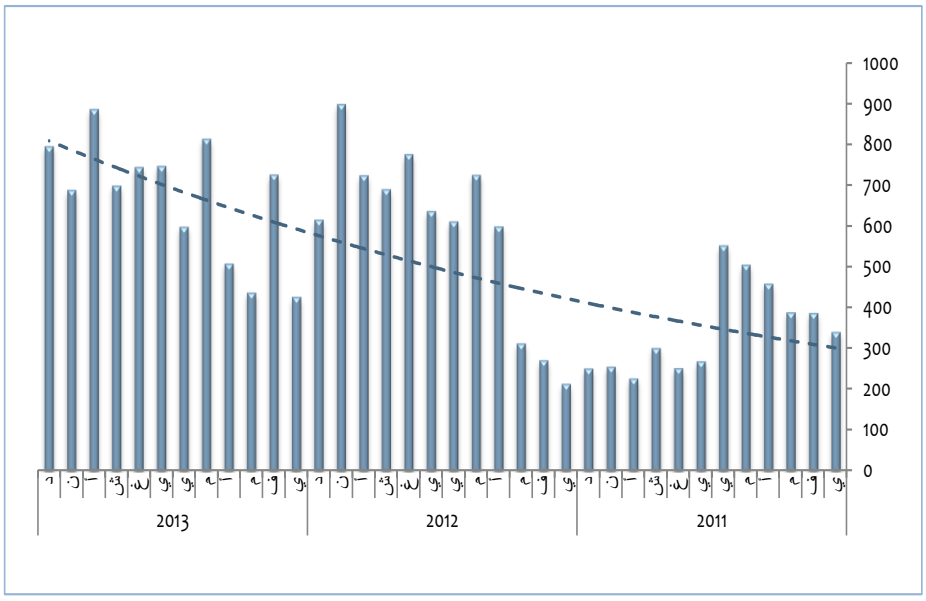


معاملات الاستحفاظ (Repos)

تبقى عمليات الاستحفاظ المكون الرئيسي للمعاملات الإجمالية للسوق الثانوي بحيث غطت 98% من مجموع المبادلات. خلال 2013، سجل هذا النوع من المعاملات ارتفاعا بلغ 14% مقارنة مع 2012 ليصل بذلك إلى 8077 مليار درهم (بما فيها عمليات النقل و الاسترداد).

وبالنسبة للسندات التي تم استعمالها كضمان لهذه المعاملات، يلاحظ أن السندات ذات المدى المتوسط كانت أكثر تداولا من طرف المستثمرين، لتصل نسبتها إلى 47%، في حين لم تتجاوز حصتي السندات القصيرة والطويلة الأمد 28% و 24% على التوالي في متم 2013.

الحجم الشهري لمعاملات الاستحفاظ (بمليار درهم)



سيولة السوق الثانوي لسندات الخزينة

تقاس سيولة السوق الثانوي بمعدل الدوران و الحجم المتوسط للمعاملات الباتة و متوسط الحجم اليومي للمعاملات الباتة، وقد اتسمت هذه المؤشرات بتطور متضارب.

معدل الدوران

للتذكير يتم احتساب معدل الدوران بقسمة حجم المعاملات المسجل خلال فترة معينة على الحجم الكلي للخطوط المتداولة. فبالنسبة للمعاملات الباتة، ناهز معدل الدوران سنة 2013، 0,35 مرة، ليبقى في نفس المستوى المسجل في سنة 2012، مما يعني أن 35% من مجموع الدين تم تداوله في السوق الثانوي.

الحجم المتوسط للمعاملات الباتة

يتم احتساب الحجم المتوسط للمعاملات الباتة بقسمة الحجم الكلي للمعاملات الباتة على العدد الكلي للمعاملات المسجلة خلال فترة معينة. ويمكن هذا المؤشر من قياس قدرة المتدخلين على انجاز معاملات ذات حجم كبير. فخلال سنة 2013، بلغ هذا المؤشر 82 مليون درهم مقابل 99 مليون درهم سنة 2012، ليسجل بذلك انخفاضا قدره 17%.

الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة

سجل الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة ارتفاعا بنسبة 11% سنة 2013 ليصل إلى 661 مليون درهم عوض 593 مليون درهم سنة 2012.

انطلاق التسعير الإلكتروني لسندات الخزينة عبر منصة EBOND- MAROC لشركة BLOOMBERG

انطلقت عملية التسعير الإلكتروني لسندات الخزينة من قبل البنوك وسطاء الخزينة عبر منصة التداول الإلكتروني EBond-Maroc في شهر أكتوبر2013 معلنة عن إضافة لبنة جديدة في بناء سوق داخلي متطور مما سيساهم في تحسين سيولة هذا السوق و بالتالي خفض كلفة الدين.

وبغية تحقيق هذا الانجاز، تم القيام بعدة إجراءات قبلية بتشاور مع أهم المتدخلين في السوق (بنك المغرب، البنوك وسطاء الخزينة و ممثلي جمعية شركات التدبير وصناديق الاستثمار (ASFIM)) أهمها :

- تحديد نموذج السوق الذي سيؤطر عملية تسعير سندات الخزينة عبر منصة التداول الإلكتروني أخذاً بعين الاعتبار خصوصيات السوق المغربي. وهكذا تم الاتفاق على ادماج نموذجين B2B و B2C في نظام واحد مكون من وحدتين ويستخدم كبنية تحتية مندمجة لسوق واحد ؛
- إعداد دفتر تحملات منصة التداول الإلكتروني الذي يحدد الوظائف الرئيسية للنظام المستهدف وذلك بالاعتماد على نموذج السوق المختار؛
- صياغة اتفاقية جديدة ستعوض الاتفاقية الحالية التي تؤطر العلاقة بين مديرية الخزينة و المالية الخارجية و البنوك وسطاء قيم الخزينة؛
- صياغة الإطار التنظيمي المتعلق بمنصة التداول الإلكتروني لسندات الخزينة ؛
- صياغة الإطار القانوني و العملي لعمليات تسهيل استحفاظ سندات الخزينة Repo-Facility ؛
- اختيار منصة التداول الإلكتروني Ebond -Maroc بعد التشاور مع العديد من موفري منصات التداول. و يرجع اختيار هذه المنصة أساسا إلى كونها:
  - ❖ تأخذ بعين الاعتبار النموذج الذي تبناه أعضاء السوق و الذي يرتكز على نظام مركب من وحدتين هما B2B و B2C؛
  - ❖ تغطي بشكل واسع متطلبات المستعملين من حيث الوظائف المطلوبة؛
  - ❖ تعفي المستعملين المتوفرين على محطة Bloomberg من تحمل أي تكلفة إضافية؛
  - ❖ تعتمد على الخبرة الواسعة لشركة Bloomberg ذات الصيت الدولي والتي تتوفر على واحدة من أهم منصات التداول الإلكتروني في العالم، مما يجعل هذا النظام الوسيلة الأكثر ملائمة لنشر المعطيات الخاصة بالسوق المغربي بشكل أوسع.

بعد اختيار النظام، تم الشروع في تفعيله وفق المراحل الثلاثة التالية :

أ- إعداد وحدة B2B عبر تكييف النظام حسب النموذج المختار من طرف أعضاء السوق ووفق المواصفات الوظيفية لدفتر التحملات و لا سيما من حيث الالتزامات المحددة من طرف الخزينة بالتشاور مع وسطاء الخزينة و المتعلقة بتسعير سندات الخزينة.

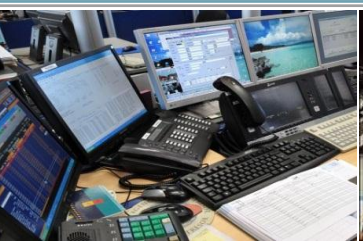
ب- تكوين المستعملين عبر :

- تكوين أولي و الذي تم تنظيمه بمقر مديرية الخزينة لفائدة جل المستعملين المستقبليين للنظام (مديرية الخزينة و المالية الخارجية، البنوك وسطاء قيم الخزينة و بعض البنوك الأخرى، مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، بنك المغرب ومؤسسة Maroclear)؛
- وتكوين معمق من خلال تنظيم حصص فردية لفائدة البنوك وسطاء قيم الخزينة.

ت- مرحلة تفعيل العمل بوحدة B2B عبر إشهار و تداول أسعار باتة عند بيع و شراء عدد من الخطوط المحددة من طرف الخزينة بالتشاور مع وسطاء قيم الخزينة و وفق قواعد خاصة متوافق عليها. خلال هذه المرحلة، تم إجراء عدد من التعديلات بغية جعل هاته الوحدة (B2B) تعمل بنجاعة و تستجيب لمتطلبات المستعملين.

بعد الشروع بالعمل بالوحدة B2B ، تهدف الخطوة الموالية إلى تفعيل العمل بالوحدة B2C بغية السماح للمستثمرين، خاصة مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والأبناك الغير الوسيطة، بطلب التسعير عبر منصة التداول الإلكتروني لسندات الخزينة EBond-Maroc للبنوك الوسيطة.

التدبير النشيط للخزينة العمومية



لجأت مديرية الخزينة والمالية الخارجية خلال سنة 2013 لعمليات التدبير النشيط للخزينة العمومية في ظرفية اتسمت، من جهة، باستمرار تفاقم عجز السيولة البنكية الذي تم امتصاصه من طرف بنك المغرب عبر تدخلاتها المنتظمة، و من جهة أخرى، بارتفاع رصيد الحساب الجاري للخزينة الذي انتقل حجمه المتوسط اليومي من 6,8 مليار درهم سنة 2012 إلى 7,4 مليار درهم سنة 2013 (دون احتساب عمليات التوظيف).

العمليات المنجزة خلال سنة 2013

في متم سنة 2013، أنجزت مديرية الخزينة والمالية الخارجية 288 عملية تدبير نشيط للخزينة العمومية منها 266 عملية توظيف لفائض الحساب الجاري للخزينة و 22 عملية اقتراض في السوق القائم ما بين البنوك.

	عمليات التوظيف		عمليات الاقتراض
	في السوق القائم ما بين البنوك	عن طريق الاستحفاظ	في السوق القائم ما بين البنوك
عدد العمليات المعلنة	**42**	**227**	**22**
العمليات المنجزة	41	225	22
التوزيع	%14	%79	%7

الحجم الموظف و أسعار الفائدة

الحجم الموظف

بلغ الحجم الاجمالي الموظف من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية في السوق النقدي خلال سنة 2013 حوالي 539,3 مليار درهم مقابل 411,6 مليار درهم خلال سنة 2012، مسجلا ارتفاعا قدره 31%.

بخصوص توزيع الحجم الموظف حسب نوع العمليات، فقد بلغ حجم عمليات الاستحفاظ 501,4 مليار درهم مقابل 315,8 مليار درهم خلال سنة 2012 مسجلا بذلك ارتفاعا قدره 78%. وبالتالي فإن حصة عمليات الاستحفاظ من مجموع العمليات المنجزة انتقلت من 77% سنة 2012 إلى 93% سنة 2013. أما بالنسبة للحجم الجاري المتوسط اليومي لهذه العمليات فقد بلغ 2,5 مليار درهم مقابل 1,9 مليار درهم سنة 2012.

أما بالنسبة لعمليات التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك فقد بلغت 37,9 مليار درهم مسجلة انخفاضا بنسبة 60% مقارنة مع سنة 2012، في حين بلغ الحجم الجاري المتوسط الموظف يوميا 152 مليون درهم مقابل 305 مليون درهم خلال السنة الماضية. ويرجع هذا الانخفاض بالأساس الى تفضيل مديرية الخزينة والمالية الخارجية اللجوء الى عمليات استحفاظ سندات الخزينة.

توزيع حجم عمليات التوظيف حسب نوعيتها

بملايين درهم	عمليات التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك			عمليات التوظيف عن طريق الاستحفاظ				معدل التغير 2012/2013
	2012	2013	معدل التغير	2012	2013	معدل التغير	إجمالي 2013	
الحجم الإجمالي الموظف	95 830	37 889	-%60	315 760	501 446	+%66	539 335	▲+%31
النسبة	%23	%7	▼	%77	%93	▲	%100	
الحجم الجاري الموظف في اليوم	305	152	-%50	1 934	2 450	+%27	2 604	▲+%16

أسعار فائدة عمليات التوظيف

بلغ سعر الفائدة المتوسط اليومي عمليات توظيف فائض الخزينة العمومية المنجزة خلال سنة 2013 (بكل أنواعها) 2,84%. حسب نوع العمليات، بلغ معدل سعر الفائدة اليومي لعمليات الاستحفاظ 2,79% مقابل 2,86% سنة 2012. أما بالنسبة لعمليات التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك فقد بلغ سعرها 3,06% في المتوسط مقابل 3,26% سنة 2012.

مقارنة مع السعر المرجعي لبنك المغرب (ليوم واحد)، انجزت مديرية الخزينة و المالية الخارجية عمليات التوظيف عن طريق الاستحفاظ بفارق بلغ 8,6- نقاط أساس في المتوسط.

فيما يخص أسعار عمليات التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك، فقد سجلت انخفاضا طفيفا خلال 2013 مقارنة مع الأسعار المتداولة بين البنوك بفارق بلغ 0,9- نقطة أساس في المتوسط.

مدة عمليات توظيف فائض الخزينة العمومية

وفقا للقواعد المعتمدة من طرف مديرية الخزينة لتدبير المخاطر المتعلقة بعمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة، فإن آجال التوظيف في السوق القائم ما بين البنوك لا يتجاوز اليوم الواحد، بينما تتراوح آجال عمليات الاستحفاظ ما بين يوم واحد و 7 أيام عمل.

في المجمل، بلغت حصة عمليات استحفاظ سندات الخزينة ذات أمد يوم واحد 62% مقابل 57% سنة 2012، في حين بلغت حصة عمليات الاستحفاظ ذات آجال ثلاثة أيام فما فوق 31% مقابل 16% سنة 2012.

عمليات الاقتراض في السوق القائم بين البنوك

لجأت مديرية الخزينة والمالية الخارجية خلال سنة 2013 إلى 22 عملية اقتراض لأجل يوم واحد في السوق القائم ما بين البنوك حيث بلغ حجمها الاجمالي 22,4 مليار درهم مقابل 50,9

مليار درهم سنة 2012. كما بلغ الحجم المتوسط لهذه العمليات 1,2 مليار درهم، ومعدل سعر فائدتها 3,21%. وقد تم اللجوء إلى هذه العمليات لسد حاجيات تمويلية معروفة مسبقا، و ليس نتيجة تدهور غير متوقع لرصيد الحساب الجاري للخزينة. وقد شهد شهر يناير إنجاز 6 عمليات اقتراض بحجم بلغ 5,4 مليار درهم أي ما يعادل 27% من الحجم الاجمالي للعمليات المنجزة خلال سنة 2013 نظرا لتسارع وتيرة النفقات العمومية خلال هذا الشهر.

الفوائد المحصل عليها من عمليات التدبير النشيط للخزينة العمومية

مكن التدبير النشيط للخزينة العمومية (توظيف فائض الخزينة و مداخيل الحساب الجاري للخزينة) خلال سنة 2013 من تحصيل عائدات تقدر ب 114 مليون درهم (صافية من الضرائب)، منها 61,4 مليون درهم (أو54% من إجمالي العائدات) على شكل فوائد عمليات التوظيف.

تدابير الإصلاح المنجزة خلال سنة 2013

خصصت سنة 2013 لإتمام تدابير الإصلاح التي شرعت مديرية الخزينة في إنجازها خلال السنوات الماضية إضافة إلى اتخاذ تدابير جديدة. وتتعلق هذه التدابير بتطوير سوق سندات الخزينة وتحسين الإطار التنظيمي لتدبير الدين.

1- تدابير الإصلاح المتعلقة بتطوير سوق سندات الخزينة

تخص أهم التدابير المنجزة خلال سنة 2013 ما يلي:

أ- تطوير شفافية سياسة إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي و ذلك عبر:

- **إعادة جدولة مواعيد إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي**، بالتشاور مع البنوك وسطاء الخزينة بهدف تقليص عدد الخطوط المقترحة خلال حصص المزادات، مع التناوب في إصدار سندات الخزينة ذات الآجال القصيرة والمتوسطة و الطويلة.

	الثلاثاء الأول	الثلاثاء الثاني	الثلاثاء الثالث	الثلاثاء الأخير	الثلاثاء الأخير من كل ثلاثة أشهر
13 أسبوع	●		●		
26 أسبوع		●		●	●
52 أسبوع	●	●	●		
سنتان	●		●	●	●
5 سنوات		●			
10 سنوات				●	●
15 سنة		●			
20 سنة				●	●
30 سنة					●

- **تحسين التواصل مع المستثمرين** عبر أ) إحداث مؤتمرات هاتفية أسبوعية (Conference Call) مع البنوك وسطاء الخزينة عشية كل حصة مزاد لإعلامهم بالحاجيات التمويلية للخزينة خلال كل حصة، و أخذ آرائهم حول حجم الطلب المتوقع و حول ميول المستثمرين فيما يخص آجال السندات المطلوبة، ب)، تخصيص صفحة للخزينة المغربية على موقع Bloomberg (MIFM) لإخبار المستثمرين بالجدول الشهري لإصدارات الخزينة، والحاجيات الشهرية لتمويل للخزينة، وبيانات حصص المزادات والتدبير النشيط للدين، ونتائج حصص المزادات و عمليات التدبير النشيط للدين والخزينة العمومية، إضافة إلى إحصائيات مختلفة تتعلق بمحفظة الدين الداخلي المصدر على مستوى سوق المزادات و الدين الخارجي المصدر على مستوى السوق المالي الدولي.

- **انطلاق التسعير الإلكتروني لسندات الخزينة في شهر أكتوبر 2013 في وحدة B2B لنظام E-Bond لBloomberg**. بفضل هذا النظام يمكن تسعير وتداول سندات الخزينة إلكترونيا مما سيمكن من تعزيز سيولة وشفافية سوق الداخلي. و يرجع تفعيل هذا المشروع إلى التزام كل من الخزينة و البنوك وسطاء الخزينة. كما يندرج البدء بتسعير سندات الخزينة في وحدة B2B من طرف البنوك وسطاء الخزينة في إطار التزام هذه الأخيرة بتسعير سندات الخزينة بأسعار باتة عند البيع و الشراء لمجموعة من الخطوط المحددة مسبقا حسب قواعد خاصة و متوافق عليها بين الخزينة و البنوك المعنية بالأمر.

- **وضع الصيغة النهائية للاتفاقية الجديدة التي تربط الخزينة بالبنوك وسطاء الخزينة وللاطار التنظيمي للسوق المتعلق بالنظام الإلكتروني لتسعير سندات الخزينة**. وسيتم التوقيع على هذه الاتفاقية الجديدة خلال سنة 2014 و التي تهدف بالأساس الى إنشاء نشاط حقيقي لصناعة السوق (market making) عبر تعزيز التزامات هذه البنوك مقابل منحهم تفضيلات جديدة.

أما فيما يخص الاطار التنظيمي للسوق و الذي يضم أساسا القواعد التي يجب احترامها من طرف الأعضاء المخول اليهم اللجوء الى مختلف الوحدات (B2B et B2C)، السندات الواجب تسعيرها، التزامات التسعير وإجراءات التداول فسوف يتم التطرق اليها في مراسلة بين مديرية الخزينة و المالية الخارجية و أعضاء السوق.

ب- تحديد الإطار القانوني ل" عمليات تسهيل استحفاظ سندات الخزينة" المبرمج تفعيله لفائدة البنوك وسطاء الخزينة الملزمة بالتسعير. بعد إدخال بند في قانون المالية يرخص للخزينة اقراض سندات الخزينة عبر الاستحفاظ ، قام مكتب محاماة معروف دوليا « Fasken Martineau » ، بدراسة قانونية في إطار المساعدة التقنية للبنك الدولي للتأكد من أن الإطار القانوني المغربي الحالي، لا يشكل أي عائق أمام إدخال هذه العمليات. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدم وجود أي عائق يمنع الخزينة من القيام بهذه العمليات. نتيجة لذلك، تم الشروع في وضع الإطار القانوني التطبيقي لهذه العمليات (قرار لوزير الاقتصاد و المالية) كما تمت مشاورات مع الخزينة العامة للمملكة بخصوص هذا القرار وكذا الإطار المحاسباتي المتعلق بهذه العمليات.

2- تدابيرالإصلاح المتعلقة بتحسين الإطار التنظيمي لتدبير الدين

تخص التدابير المتعلقة بهذا الجانب المشروعين التاليين :

أ- **مشروع إحداث النظام المدمج الجديد لتدبير الدين و الخزينة العمومية**. تميزت سنة 2013 بالشروع في العمل بالنظام المدمج الجديد لتدبير الدين و الخزينة العمومية بتاريخ 22 نونبر و الذي اطلق عليه اسم TADBIR. ويرمي هذا النظام الى تطوير تدبير الدين و الخزينة العمومية حسب المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال. و في هذا الصدد، تجدر الاشارة الى أن هذا النظام يشمل جميع مراحل مسلسل تدبير الدين العمومي (الداخلي و الخارجي) ابتداء من مرحلة البرمجة حتى مرحلة التسديد الشامل للديون، كما أن التغطية الوظيفية لهذا النظام تضم كلا من عمليات التدبير النشيط للدين و للخزينة العمومية و كذا تدبير تدفقات الخزينة العمومية عبر تتبع هذه التدفقات و إعداد و تحيين توقعات الخزينة العمومية.

ب- **مشروع المساعدة التقنية الممولة من طرف البنك الإفريقي للتنمية لإعادة تنظيم قطب الدين التابع لمديرية الخزينة و المالية الخارجية**. وفي هذا الإطار، تجدر الإشارة إلى أنه مباشرة بعد التوقيع في تاريخ 31 مايو 2013 على اتفاقية الهبة المالية الممنوحة من طرف البنك الافريقي للتنمية على هامش التجمع السنوي لهذه المؤسسة المقام في مراكش، تم اتخاذ مجموعة من التدابير تمحورت حول :

- تنظيم اجتماع لانطلاق المشروع من طرف المكتب الوطني للبنك الإفريقي للتنمية بالمغرب، وذلك بهدف التعريف بالإجراءات التطبيقية المعتمدة من طرف هذا البنك والمتعلقة بالصفقات، و الدفوعات و بكل ما يمس تتبع وتقييم المشروع.
- وضع جميع الإجراءات الادارية الضرورية لتوظيف خبير في الصفقات والذي من مهامه ضمان حسن سير جميع مراحل المشروع على المستوى الاداري و تسريع وثيرة إنجازها.

تطور الدين خلال النصف الأول من سنة 2014

السياق الدولي

اتسم النصف الأول من سنة 2014 بانتعاش هام للنمو الاقتصادي بالولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة، في حين عرفت اليابان و منطقة اليورو نموا اقتصاديا متذبذبا، فيما شهدت الدول الناشئة تراجعا في نموها الاقتصادي، وذلك في سياق اتسم بارتفاع التخوفات (التوترات الجيوسياسية، الأزمة الأوكرانية) التي لا زالت تلقي بثقلها على الاقتصاد العالمي.

في الولايات المتحدة الأمريكية، قام البنك الاحتياطي الفدرالي (FED) بخفض توقعاته بشأن النمو الاقتصادي الأمريكي لسنة 2014، نظرا لتراجع الناتج المحلي الإجمالي خلال الربع الأول من السنة بنسبة 1٪، لكنه أشار إلى أن النمو الاقتصادي سيعرف بعد ذلك انتعاشا متوسطا خصوصا بعد التحسن الذي تم تسجيله خلال الربع الثاني من هذه السنة. في المقابل، عرف اقتصاد المملكة المتحدة نموا مهما منذ الشطر الثاني من سنة 2013 وصل إلى 0,8 % خلال كل من الربعين الأول و الثاني من سنة 2014.

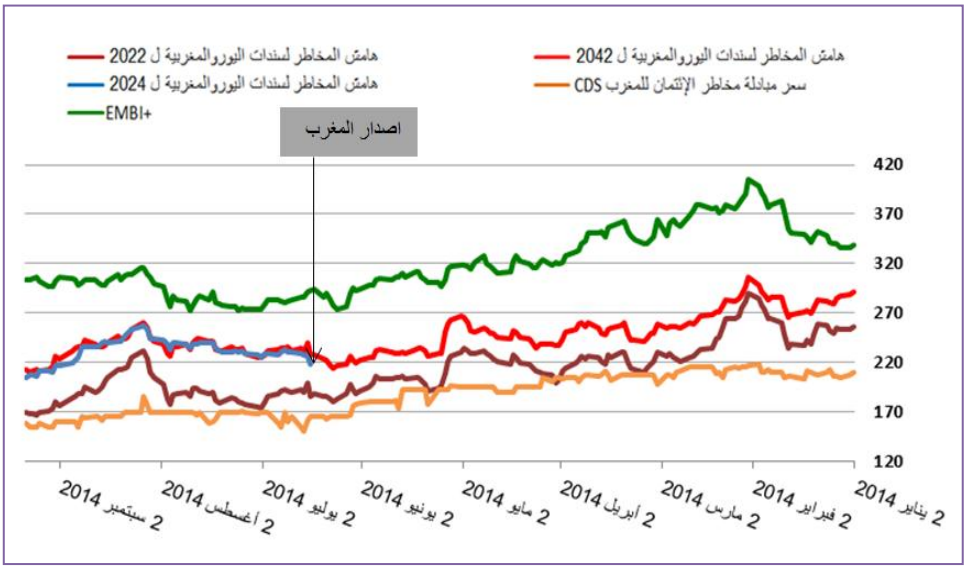
وقد عرفت منطقة اليورو تراجعا في وتيرة النشاط الاقتصادي خلال النصف الأول من السنة، خصوصا في ألمانيا وإيطاليا، وذلك بسبب الأزمة الأوكرانية واستمرار التوترات الجيوسياسية. وهكذا، قام البنك المركزي الأوروبي (BCE) في بداية شتنبر 2014 بخفض سعر فائدته الرئيسي ليبلغ 0,05 % بدلا من 0,15 % ، وهو أدنى مستوى له على الإطلاق. وخلافا لباقي دول المنطقة، فقد عرفت كل من إسبانيا وهولندا نموا في نشاطهما الاقتصادي خلال الشطر الأول من السنة. أما فيما يخص اليابان، فقد اتسم نموه الاقتصادي بالهشاشة نتيجة لأثار الزيادة الأولى في الضريبة على القيمة المضافة على الاستهلاك الداخلي.

أما فيما يخص البلدان الناشئة، فاستمرار التوترات الجيوسياسية مع روسيا يشكل عاملاً مؤثرا على النشاط الاقتصادي في هذه البلدان بما في ذلك الصين والبرازيل وتركيا. إلا أن الهند شكلت عنصر الاستثناء إذ عرف نشاطها الاقتصادي تحسنا ملموسا، وذلك وفقا للمؤشرات التي تم نشرها مؤخرا.

تطور منح المخاطر

تغير منحى مؤشر"EMBI+" لكي يسجل، بشكل عام، بعض الانخفاض خلال النصف الأول من نفس السنة. ويرجع هذا الانخفاض الذي يعكس تزايدا في الإقبال على المخاطرة إلى الإجراءات المتخذة من طرف مختلف البنوك المركزية للبلدان الناشئة من أجل دعم اقتصادها والحد من حركة هروب الرساميل.

وفي السياق ذاته، شهدت مستويات أسعار مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) للمغرب (ذو أجل خمس سنوات) وكذا هوامش المخاطر لسندات اليورو بعض الانخفاض ولكن بوتيرة أقل، مع بعض التقلبات التي استمرت حتى نهاية الشطر الأول من السنة.



تمويل الخزينة في الفصل الأول من 2014

السوق الداخلي

خلال النصف الأول من سنة 2014، تميز السوق الداخلي بتحسّن شروط تمويل الخزينة بفضل مجموعة من العوامل نذكر منها :

- تسجيل فائض مهم منذ أواخر سنة 2013 على مستوى الحساب الجاري للخزينة، وذلك بفضل تسجيل عائدات استثنائية عبارة عن سحوبات خارجية و تبرعات قادمة من دول الخليج، والتي مكنت الخزينة من الحد من اللجوء الى المديونية خلال هذه الفترة ؛
- تجدّد ثقة المستثمرين في تطور المالية العمومية بفضل تدابير الاصلاح التي اتخذتها الحكومة خاصة تلك المتعلقة بإصلاح صندوق المقاصّة (المقايسة الجزئية لأسعار المنتجات البترولية السائلة و تغطية أسعار الغازوال) من جهة، و كذلك عن طريق الحدّ من عجز الميزانية بين سنتي 2012 و 2013 حيث انتقل هذا العجز من نسبة 7,0% من الناتج الداخلي الخام إلى 5,4%، والتزام الحكومة سنة 2014 بالحفاظ على الاستقرار الماكرو اقتصادي وخفض عجز الميزانية (قانون المالية لسنة 2014 : 4,9%) من جهة أخرى.

وقد انعكست هذه التدابير مباشرة على شروط تمويل الخزينة في السوق الداخلي حيث تميزت ب :

- انخفاض مهم في أسعار الفائدة المطلوبة من قبل المستثمرين مقارنة بتلك المسجلة متم شهر دجنبر 2013 و الذي بلغ 84,3- نقطة أساس.
- ارتفاع مهم في حجم عروض المستثمرين حيث بلغ 343,1 مليار درهم نهاية يونيو 2014 مقابل 184,1 مليار درهم في نفس الفترة من سنة 2013، أي بزيادة قدرها 186%.
- انخفاض الحجم الإجمالي لإصدارات سندات الخزينة في متم شهر يونيو 2014 مقارنة بنفس الفترة من سنة 2013 (-46%) مع تمركز هذه الاصدارات على سندات الخزينة ذات أمد 5 سنوات فما فوق (76%).
- انخفاض مهم في أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة مقارنة بالأسعار المسجلة في متم سنة 2013 (79- نقطة أساس).

إصدار ناجح باليورو في السوق المالية الدولية

قام المغرب بإصدار ناجح في السوق المالية الدولية بمبلغ مليار يورو ذي أجل سداد 10 سنوات و هامش مخاطر 215 نقطة أساس و معدل عائد 3,702 % (سعر فائدة 3,5 %). ويعكس هذا الإصدار، الذي بلغ حجم طلبات اكتتابه ضعفي حجم الإصدار، نجاح المغرب في العودة لسوق اليورو بعد غياب دام أربع سنوات كما يؤكد الثقة التي يتمتع بها المغرب في الأوساط المالية الدولية.

و قد مكن الاختيار المناسب لتوقيت هذا الإصدار من تكريسٌ حسن أداء الاقتصاد المغربي الذي أشاد به مؤخرا كل من صندوق النقد الدولي ووكالتا التصنيفٌ الائتماني "ستاندر اند بورز" (Standar d &Poor's) و"فيتش رايتينغ" (Fitch Ratings) ، وكذا من الاستفادة من الظروف الملائمة في السوق المالية الدولية بما في ذلك انخفاض هوامش المخاطر لسندات المغرب و تحسن مستوى أسعار مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) للمغرب (ذو أجل خمس سنوات).

وقد عرف طرح هذه السندات توزيع جد متنوع من حيث المستثمرين إذ شكل مدراء الأصول 55%، تليهم البنوك بنسبة 22% والباقي موزع بين شركات التأمين (15%) ومستثمرون آخرون (8%).

كما مكن هذا الإصدار، الذي اتسم بسعر فائدة وظروف تمويل أفضل من نظيرها في السوق الداخلية، من تعزيز مستوى الأصول الأجنبية و تخفيف الضغط على السيولة النقدية في السوق المحلية.

و تجدر الإشارة إلى أن وكالتي "ستاندرد أند بورز" (Standard &Poor's) و"فيتش رايتينغ" (Fitch Ratings) قد منحتا هذا الإصدار تصنيف "BBB-" (درجة الاستثمار)، مما يؤكد قدرة المغرب على ولوج السوق المالية الدولية بشروط ملائمة رغم سياق إقليمي ودولي غير مستقر.

أهم خصائص الإصدار

التنقيط	**ستاندار اند بورز(*Standard &Poor's*) : "BBB-"** **"فيتش** رايتينغ **" *(Fitch Ratings)* : "BBB-"**
المبلغ	**1 مليار أورو**
سعر الفائدة	**% 3,5**
سعرالعائد	**% 3,702**
الأجل	**10 سنوات (19 يونيو 2024)**
تاريخ الإصدار	**13 يونيو 2014**
تاريخ التسوية	**19 يونيو 2014**
هامش المخاطر/ Mid-Swap	**215 نقطة أساس**
الأبناك المواكبة	**بي إن بي باريبا / كوميرز بنك/ ناتيكسيس** **BNP Paribas/Commerzbank/Natixis**

الإجراءات المتخذة من طرف وكالات التصنيف الائتماني خلال الفصل الأول من سنة 2014

قامت وكالات التنقيط بتحسين التصنيفات الائتمانية و الآفاق المستقبلية لبعض البلدان المتقدمة مثل اسبانيا و ايطاليا و بلجيكا ولوكسمبورغ وألمانيا وهولندا. كما قامت بتحسين تصنيفات بعض البلدان المحيطية لمنطقة اليورو مثل اليونان والبرتغال وايرلندا. في المقابل، شهدت بلدان أخرى خفضا لتصنيفاتها الائتمانية أو للأفاق المستقبلية مثل البرازيل وفنزويلا وتركيا وكرواتيا وبلغاريا وروسيا وأوكرانيا وصربيا وجنوب أفريقيا والأرجنتين.

أما بخصوص المغرب، فقد قامت وكالة "فيتش رايتينغ" (Fitch Ratings) بتأكيد التصنيفات السيادية "BBB-" و "BBB" بالنسبة للديون الطويلة الأجل بالعملات الأجنبية والمحلية على التوالي مع نظرة مستقبلية مستقرة. كما قامت وكالة "ستاندار اند بورز" (Standard & Poor's)، في الوقت نفسه، بتحسين النظرة المستقبلية لتصنيف المغرب من "سالبة" إلى "مستقرة"، مع تأكيد تصنيفات المغرب "BBB-" بالنسبة للديون الطويلة الأجل بالعملة الأجنبية والمحلية وذلك في إطار المشاورات نصف السنوية المنعقدة في شهر مايو 2014.

تطور دين الخزينة خلال الفصل الأول من سنة 2014

بلغ حجم دين الخزينة (بشقيه الداخلي والخارجي) 587,4 مليار درهم متم يونيو 2014 مقابل 554,3 مليار درهم متم سنة 2013، أي بتطور ناهز 33,1 مليار درهم أو 6%. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع حجم الدين الداخلي ب 5,4% و ارتفاع حجم الدين الخارجي ب 7,6%.

أما بخصوص فوائد وعمولات دين الخزينة، فقد بلغت 13,6 مليار درهم متم يونيو 2014 بارتفاع قدره 9,6 مليار درهم مقارنة مع متم 2013.

وبالنسبة لتحملات أصل الدين، فقد بلغت 56,8 مليار درهم متم يونيو 2014 منها 55,4 مليار درهم من تحملات الدين الداخلي (97,5%).

تطور مؤشرات التكلفة والمخاطر

سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار

سجل سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات ارتفاعا قدره 26,4 نقطة أساس حيث بلغ 4,80% خلال الستة أشهر الاولى من سنة 2014 مقابل 4,54% في متم 2013. ويرجع هذا الارتفاع أساسا إلى عودة إصدار الخزينة للسندات ذات أمد 5 سنوات فما فوق، والتي شكلت نسبة 76% من الحجم الاجمالي للإصدارات المسجل الى غاية شهر يونيو 2014 مقابل 6% في نفس الفترة من سنة 2013.

المدة الزمنية المتوسطة المتبقية للسداد

بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة حوالي 6 سنوات و3 أشهر مسجلة ارتفاعا بحوالي 9 أشهر مقارنة مع سنة 2013 (5سنوات و 6 أشهر) نتيجة ارتفاع المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي.

التدبير النشيط لدين للخزينة

الدين الداخلي

خلال النصف لأول من سنة 2014، قامت مديرية الخزينة بإنجاز 15 عملية التدبير النشيط للدين الداخلي بحجم إجمالي بلغ حوالي 23,9 مليار درهم منها 11 عملية تبادل سندات الخزينة (22,8 مليار درهم) و 4 عمليات إعادة الشراء (1,1 مليار درهم).

ويعزى اللجوء المنتظم لهذه العمليات بالأساس إلى انخفاض الحاجيات التمويلية للخزينة و إلى أهمية فائض الحساب الجاري للخزينة خلال هذه الفترة. أما بالنسبة لأهداف هذه العمليات فهي كالتالي:

- تمليس الجدول الشهري لسداد الدين عن طريق خفض ذروة السداد في 2014 و2015 و بالتالي خفض الحاجيات التمويلية للخزينة خلال هذه الاشهر؛
- تمديد المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي باستغلال تموضع المستثمرين على الآجال المتوسطة و الطويلة.

وتجدر الإشارة إلى أن عمليات تبادل سندات الخزينة لا تنتج عنه أية أرباح مالية و ليس لها أي تأثير على الخزينة العمومية لكنها تمكن من إعادة بنية الدين.

النتائج المحصلة:

مكنت عمليات الشراء و تبادل سندات الخزينة المنجزة خلال النصف الأول من سنة 2014 من تحقيق نتائج جد مرضية تمثلت أساسا في:

- الرفع من نشاط السوق الأولي خاصة فيما يتعلق بالسندات ذات الآجال الطويلة عبر الاستجابة لطلب السوق على هاته السندات مع خفض أسعار فائدتها. وهكذا فقد مكنت هذه العمليات من تبادل مبلغ 23,1 مليار درهم عبر شراء سندات ذات آجال استحقاق قصيرة و إصدار سندات ذات أمد 10 سنوات وأمد 15 سنة وأمد 20 سنة ؛
- تمليس جدول سداد الدين الداخلي عن طريق خفض ذروة السداد في 2014 والربع الأول من سنة 2015 بحوالي 23,9 مليار درهم مما مكن من خفض الحاجيات التمويلية للخزينة خلال هذه الأشهر بنفس المبلغ ؛
- تمديد المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي ب 7 أشهر عبر تعويض سندات ذات مدة متبقية أقل من 9 أشهر بسندات ذات مدة متبقية تصل إلى 20 سنة ؛

- تعويد السوق على عمليات التدبير النشيط للدين الداخلي لتمكين الخزينة من تسديد الأحجام المهمة للدين الناجمة عن سياسة إصدار الخطوط المرجعية.

الدين الخارجي

تميز النصف الأول لسنة 2014 بمواصلة إنجاز المشاريع الممولة من خلال اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعتين مع كل من إسبانيا وإيطاليا حيث تمت معالجة حوالي 21 مليون درهم من خلال مشاريع المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب - قطاع الماء- المرتبطة بالتطهير السائل لمدينتي شفشاون والسعيدية (14,8 مليون درهم) ومشاريع المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب - قطاع الكهرباء- المرتبطة باقتناء تجهيزات كهربائية لتعزيز الشبكة الوطنية للكهرباء (6,3 مليون درهم).

السوق الثانوي لسندات الخزينة

خلال النصف الأول من سنة 2014، عرفت المبادلات الباتة انتعاشا ملموسا (ناهز 51%) إذ بلغ حجمها 102,8 مليار درهم مقابل 68,2 مليار درهم خلال الأشهر الستة الأولى من سنة 2013. كما عرف حجم معاملات الاستحفاظ ارتفاعا وصل إلى 40,7% مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2013، إذ بلغ 4943,8 مليار درهم.

وتعزى هذه الدينامية إلى تحسن شروط التمويل في السوق الأولي و التي تميزت بارتفاع طلب المستثمرين على سندات الخزينة مقابل تراجع إصدارات الخزينة الشيء الذي أدى إلى انخفاض مهم في مستويات أسعار الفائدة المقبولة. كما أن سياسة الإصدار المتبعة من طرف الخزينة والتي كانت تتوخى ضمان تواجد منتظم بالسوق الاولي على الرغم من الفائض المسجل على مستوى حسابها الجاري، مكنت من تزويد السوق الثانوي بشكل مستمر بأوراق مالية جديدة.

وقد كان لتطور حجم المبادلات الباتة في النصف الأول من سنة 2014، أثرا ايجابيا على مؤشرات سيولة السوق، كما يدل على ذلك تحسن معدل الدوران الذي بلغ 29% في متم شهر يونيو 2014 مقابل 20% في نفس الفترة من سنة 2013. في نفس الوقت، سجل متوسط الحجم اليومي والحجم المتوسط للمعاملات الباتة زيادات بلغت على التوالي 52% و12% ليستقرا عند 857 مليون درهم و89,1 مليون درهم.

كما انعكس تحسن هذه السيولة على شروط التمويل في السوق الثانوي، حيث اتسم النصف الأول من سنة 2014 بانخفاض في مستويات أسعار الفائدة هم جميع الآجال و قد بلغ في المتوسط 84 نقطة أساس مقارنة بأسعار الفائدة التي سجلت متم 2013.

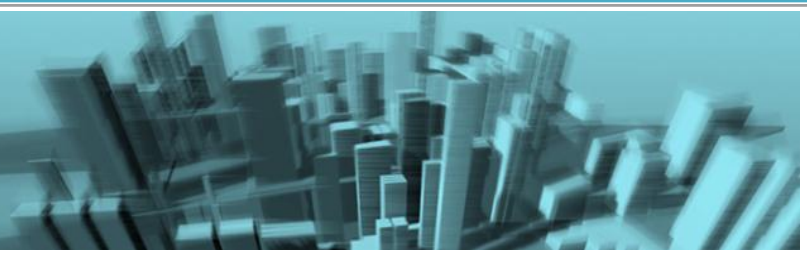
التدبير النشيط للخزينة العمومية

تميزت تدخلات مديرية الخزينة و المالية الخارجية في السوق النقدي خلال الأشهر الستة الأولى من سنة 2014 بما يلي:

- لجوء مديرية الخزينة إلى عمليات التدبير النشيط للخزينة العمومية في ظرفية اتسمت أ) بارتفاع فائض الحساب الجاري للخزينة الذي بلغ 17,1 مليار درهم كمتوسط يومي في الفترة ما بين يناير ويونيو 2014، مقابل 3,8 مليار درهم سجلت خلال نفس الفترة من سنة 2013، إضافة إلى ب) استمرار ارتفاع مستوى عجز السيولة البنكية رغم التحسن المسجل في هذا العجز خلال هذه الفترة مقارنة مع سنة 2013 (8,4+ مليار درهم كمتوسط شهري) نتيجة لجوء الخزينة والمكتب الشريف للفوسفاط إلى السوق المالي الدولي.

- إنجاز 287 عملية توظيف منها 220 عملية استحفاظ.
- بلغ الحجم الجاري اليومي المتوسط لعمليات التوظيف خلال الأشهر الستة الأولى من سنة 2014، 13,5 مليار درهم مقابل 2,6 مليار درهم خلال نفس الفترة من السنة 2013.
- بلغ سعر فائدة عمليات التوظيف 2,96%، مسجلا ارتفاعا قدره 12+ نقطة أساس مقارنة مع السعر المسجل خلال نفس الفترة من سنة 2013 (2,84%).

إحصائيات الدين



إحصائيات دين الخزينة

بمليون درهم	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	يونيو 2014
الحجم												
دين الخزينة	290 121	293 972	327 529	330 834	329 779	325 806	345 177	384 605	430923	493 677	554 262	**587 377**
تغير	%2,2	%1,3	%11,4	%1,0	%-0,3	%-1,2	%5,9	%11,4	%12,0	%14,6	%12,3	%6,0
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%60,8	%58,2	%62,1	%57,3	%53,5	%47,3	%47,1	%50,3	%53,7	%59,7	%63,5	-
الدين الداخلي	211 197	223 616	258 488	265 777	263 833	257 547	266 439	292 252	331 342	376 805	424 457	**447 752**
تغير	%10,4	%5,9	%15,6	%2,8	%-0,7	%-2,4	%3,5	%9,7	%13,4	%13,7	%12,6	%5,4
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%44,3	%44,3	%49,0	%46,0	%42,8	%37,4	%36,4	%38,3	%41,3	%45,5	%48,6	-
الدين الخارجي	78 924	70 356	69 041	65 057	65 946	68 259	78 738	92 353	99 581	116 872	129 804	139 625
تغير	%-14,7	%-10,9	%-1,9	%-5,8	%1,4	%3,5	%15,4	%17,3	%7,8	%17,4	%11,1	%7,6
نسبة للناتج الداخلي الخام	%16,5	%13,9	%13,1	%11,3	%10,7	%9,9	%10,7	%12,0	%12,4	%14,1	%14,9	-
تحملات الفوائد												
دين الخزينة	17 393	17 406	17 369	18 802	19 203	18 404	17 461	17 739	18 539	20 611	23 165	**13 586**
تغير ب%	%-4,2	%0,1	%-0,2	%8,3	%2,1	%-4,2	%-5,1	%1,6	%4,5	%11,2	%12,4	
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%3,7	%3,4	%3,3	%3,2	%3,1	%2,7	%2,4	%2,3	%2,3	%2,5	%2,7	
نسبة إلى الموارد العادية	%17,1	%16,0	%14,2	%13,9	%12,2	%9,9	%10,1	%10,2	%9,6	%10,4	%11,4	
الدين الداخلي	14 211	14 879	14 980	16 362	16 494	15 562	14 598	15 410	15 502	17 216	19 418	**11 884**
تغير ب	%3,6	%4,7	%0,7	%9,2	%0,8	%-5,7	%-6,2	%5,6	%-0,6	%11,1	%12,0	
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%3,0	%2,9	%2,8	%2,8	%2,7	%2,3	%2,0	%2,0	%1,9	%2,1	%2,2	
نسبة إلى الموارد العادية	%14,0	%13,7	%12,2	%12,1	%10,5	%8,4	%8,5	%8,8	%8,1	%8,7	%9,5	%10,8
الدين الخارجي	3 182	2 527	2 389	2 440	2 709	2 842	2 863	2 329	3 037	3 395	3 882	**1 702**
تغير ب	%-28,3	%-20,6	%-5,5	%2,1	%11,0	%4,9	%0,7	%-18,7	%30,4	%11,8	%14,3	
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%0,7	%0,5	%0,5	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,3	%0,4	%0,4	%0,4	
نسبة إلى الموارد العادية	%3,1	%2,3	%2,0	%1,8	%1,7	%1,5	%1,6	%1,4	%1,5	%1,7	%1,9	

مؤشرات التكلفة والمخاطر

تكلفة الدين												
دين الخزينة	%5,7	%5,5	%5,5	%5,4	%5,5	%5,1	%4,9	%4,7	%4,5	%4,5	%4,4	
الدين الداخلي	%6,8	%6,4	%6,2	%5,9	%5,8	%5,3	%5,1	%5,2	%4,8	%4,8	%4,7	
الدين الخارجي	%3,4	%3,2	%3,4	%3,5	%4,2	%4,3	%4,2	%3,0	%3,3	%3,4	%3,3	
المدة الزمنية المتبقية (بالسنوات)												
دين الخزينة	4 سنوات و 4 أشهر	5 سنوات و شهر واحد	6 سنوات و 4 أشهر	6 سنوات و 8 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و شهرين	5 سنوات و 7 أشهر	5 سنوات و 8 أشهر	5 سنوات و 6 أشهر	5 سنوات و 7 أشهر	5 سنوات و 6 أشهر	6 سنوات و 3 أشهر
الدين الداخلي	3 سنوات و 9 أشهر	4 سنوات و 10 أشهر	6 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 9 أشهر	6 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 10 أشهر	5 سنوات و 3 أشهر	5 سنوات و 2 أشهر	4 سنوات و 11 أشهر	4 سنوات و 8 أشهر	4 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 5 أشهر
الدين الخارجي	5 سنوات و 9 أشهر	5 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 10 أشهر	6 سنوات و شهرين	7 سنوات و 3 أشهر	7 سنوات و 7 أشهر	7 سنوات و 4 أشهر	7 سنوات و 3 أشهر	7 سنوات و 6 أشهر	8 سنوات و 5 أشهر	9 سنوات	8 سنوات و 10 أشهر

بنية دين الخزينة

حسب مصدر التمويل												
الدين الداخلي	%72,8	%76,1	%78,9	%80,3	%80,0	%79,0	%77,2	%76,0	%76,9	%76,3	%76,6	%76,2
الدين الخارجي	%27,2	%23,9	%21,1	%19,7	%20,0	%21,0	%22,8	%24,0	%23,1	%23,7	%23,4	%23,8
الأمد القصير	%23,9	%18,6	%13,0	%15,4	%16,9	%20,2	%23,6	%17,5	%13,9	%15,5	%16,8	%15,2
الأمد المتوسط و الطويل	%76,1	%81,4	%87,0	%84,6	%83,1	%79,8	%76,4	%82,5	%86,1	%84,5	%83,2	%84,8
الدرهم المغربي	%72,8	%76,1	%78,9	%80,3	%80,0	%78,9	%77,2	%75,2	%76,3	%75,9	%76,2	%75,9
الأورو	%14,5	%13,8	%12,3	%12,9	%15,5	%16,0	%17,5	%18,8	%18,1	%18,5	%18,5	%19,1
الدولار الأمريكي	%8,6	%6,7	%5,7	%4,5	%2,6	%2,8	%2,7	%3,2	%2,9	%3,1	%3,3	%3,2
الدينار الكويتي	%2,3	%1,8	%1,8	%1,3	%1,2	%1,3	%1,0	%0,9	%0,8	%0,7	%0,6	%0,6
الين الياباني	%1,4	%1,3	%1,0	%0,8	%0,5	%0,8	%0,8	%0,9	%0,8	%0,8	%0,6	%0,6
عملات أخرى	%0,4	%0,3	%0,3	%0,2	%0,2	%0,2	%0,8	%1,0	%1,1	%0,9	%0,8	%0,6
سعر ثابت	%86,7	%88,9	%90,3	%90,9	%91,9	%90,4	%90,2	%92,1	%92,2	%92,5	%91,4	%92,1
سعر متغير	%13,3	%11,1	%9,7	%9,1	%8,1	%9,6	%9,8	%7,9	%7,8	%7,5	%8,6	%7,9

إحصائيات الدين الداخلي للخزينة

بملايين درهم	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	يونيو 2014
حجم الدين الداخلي												
الدين الداخلي	211 197	223 616	258 488	265 777	263 833	257 547	266 439	292 252	331 342	376 805	424 457	447 752
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%44,3	%44,3	%49,0	%46,0	%42,8	%37,4	%36,4	%38,3	%41,3	%45,5	%48,6	-
الدين الداخلي المضمون	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20 283
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
توزيع الدين الداخلي حسب الأدوات												
سوق السندات	197 100	214 825	251 518	259 954	259 625	252 677	257 937	277 815	314 211	356 721	412 971	428 488
سندات 6 أشهر	2 873	1 398	1 218	1 029	50	50	50	50	50	50	50	50
القروض التعاقدية	7 503	4 763	3 165	1 894	623	-	-	-	-	-	-	-
القروض الوطنية	730	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
القروض القديمة	886	286	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
أدوات أخرى	2 106	2 344	2 588	2 900	3 534	4 821	8 452	14 387	17 082	20 034	11 436	19 213
توزيع مديونية الخزينة حسب الأمد (دين الخزينة)												
دين الخزينة												
الأمد القصير	60 836	43 808	33 509	42 793	46 619	61 105	76 102	61 171	52 539	68 958	84 983	81 163
الأمد المتوسط	9 3758	108 776	104 444	84 648	83 685	69 143	75 118	121 307	159 962	170 853	186 974	177 353
الأمد الطويل	56 602	71 032	120 535	138 336	133 529	127 300	115 219	109 774	118 842	136 994	152 500	189 236
خدمة الدين الداخلي												
تحملات أصل الدين	54 534	69 650	49 753	36 261	47 133	57 359	71 119	84 907	71 097	78 604	120 333	55 428
المزادات	39 319	57 471	42 861	30 318	42 215	53 418	67 651	81 236	67 147	77 768	118 937	53 830
أدوات أخرى	15 215	12 179	6 892	5 943	4 918	3 941	3 468	3 671	3 950	835	1 396	1 598
تحملات الفوائد	14 211	14 879	14 980	16 362	16 494	15 562	14 548	15 410	15 502	17 216	19 418	11 884
المزادات	11 368	12 599	13 403	14 832	15 213	13 944	12 968	13 592	13 656	15 067	16 864	10 679
أدوات أخرى	2 843	2 280	1 577	1 530	1 281	1 618	1 598	1 817	1 846	2 149	2 554	1 205
مؤشرات التكلفة والمخاطر												
المدة الزمنية المتوسطة المتبقية	3 سنوات و 9 أشهر	4 سنوات و 10 أشهر	6 سنوات و 6 أشهر	5 6 سنوات و 9 أشهر	6 9 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 10 أشهر	5 سنوات و 3 أشهر	5 سنوات و شهرين	4 سنوات و 11 شهرا	4 سنوات و8 أشهر	4 سنوات و 5 أشهر	5 سنوات و 5 أشهر
التكلفة المتوسطة للدين	%6,8	%6,4	%6,2	%5,9	%5,8	%5,4	%5,1	%5,2	%4,8	%4,8	%4,71	
معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار	%4,39	%4,32	%4,66	%4,08	%3,39	%3,72	%3,55	%3,74	%3,75	%4,08	%4,54	%4,81
حصة الدين ذو الأمد القصير	%29	%20	%13	%18	%18	%24	%29	%21	%16	%18	%20	%18
السوق الثانوي لسندات الخزينة (بمليار درهم)												
المعاملات البتة	68	100	98	124	131	74	121	173	188	142	159	103
عمليات الاستحفاظ (بمليار درهم)	2 707	4 323	4 497	4 183	6 997	6 139	5 298	4 995	4 058	7 084	8 077	4 944
مؤشرات السيولة												
معدل الدوران (%)	15	21	19	17	27	25	44	55	53	35	35	29
الحجم المتوسط للمعاملات	105	126	119	102	74	70	95	115	106	99	82	89

إحصائيات الدين الداخلي للخزينة

بملايين درهم	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	يونيو 2014
حجم الخطوط المصدرة عبر المزاد												
	197 100	214 825	251 518	259 954	259625	252 677	257 937	277 815	314 211	356 721	412 971	4 28 488
الأمد جد قصير										6 022	-	-
13 أسبوع	700	1 010	-	400	2 180	1 150	800	1950	4 540	2 670	60	550
26 أسبوع	5 210	1 153	470	1 600	2 000	1 925	3 900	3 300	1 200	700	8 903	1 250
52 أسبوع	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 سنوات	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 سنوات	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 سنوات	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 سنة	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 سنة	24	2 619	1 2111	17 361	18 791	18 791	18 791	19 361	21 261	21 461	21 461	32 617
30 سنة	-	-	-	2 000	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 775	2 775	2 775
اكتتابات الخزينة												
	65 929	75 196	79 553	38 754	41 887	46 469	72 911	101 114	103 543	120 279	175 187	69 347
الأمد جد قصير							3 500	3 000	4 100	25 042	4 958	-
13 أسبوع	6 798	2 376	450	700	3 860	9 538	2 650	4 187	8 490	8 130	18 494	850
26 أسبوع	9 197	2 145	626	1 900	4 313	4 539	8 827	7 132	1 200	2 600	35 529	1 250
52 أسبوع	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 سنوات	8 288	4 323	1 400	3 037	6 600	100	11 993	21 680	40 401	31 496	50 404	6 300
5 سنوات	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 سنوات	5 869	10 553	21 763	9 693	1 682	-	-	9 925	9 730	14 360	14 137	14 311
15 سنة	3 780	13 265	23 838	6 859	3 950	-	-	1 175	6 215	6 470	10 525	17 669
20 سنة	-	2 595	9 491	5 250	1 430	-	-	570	1 900	200	-	11 157
30 سنة	-	-	-	2 000	575	-	-	-	-	200	-	-
التطور السنوي لسعر الفائدة المرجح لسندات الخزينة												
	%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 أسبوع	%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 أسبوع	%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 أسبوع	%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 سنوات	%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 سنوات	%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 سنوات	%5,71	%5,10	%4,78	%4,28	%3,40	-	-	%4,17	%4,16	4,51%	%5,52	%5,19
15 سنة	%6,15	%5,69	%5,34	%4,91	%3,65	-	-	%4,34	%4,36	4,64%	%5,77	%5,70
20 سنة	-	%6,08	%5,99	%5,20	%3,81	-	-	%4,45	%4,41	4,97%	-	%5,81
30 سنة	-	-	-	%3,98	%3,97	-	-	-	-	5,01%	-	-

إحصائيات الدين الخارجي للخزينة

بمليون درهم	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	يونيو 2014
حجم الدين									
بملايين الدرهم	65 057	65 946	68 259	78 738	92 353	99 581	116 872	129 804	139 625
بملايين الدولار	7 693	8 550	8 429	10 017	11 051	11 610	13 858	15 926	17 002
بملايين اليورو	5 839	5 806	6 070	6 958	8 268	8 966	10 484	11 558	12 453
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%11,3	%10,7	%9,9	%10,8	%12,1	%12,4	%14,1	%14,9	-
البنية (النسبة المئوية)									
حسب المقرضين									
متوسط وطويل الأمد	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100	%100	100%
المقرضين الثنائيين	%30,8	%28,9	%35,5	%36,6	%35,6	%33,6	%28,5	%23,7	21,2%
دول الإتحاد الأوروبي	%18,8	%18,7	%24,0	%26,6	%22,9	%21,5	%18,8	%16,1	14,3%
الدول العربية	%3,5	%3,2	%3,5	%2,8	%2,4	%2,2	%1,9	%1,5	1,3%
دول أخرى	%8,5	%7,0	%8,0	%7,2	%10,3	%9,9	%7,8	%6,1	5,6%
المؤسسات الدولية	%54,4	%55,6	%58,1	%55,9	%49,5	%52,9	%47,5	%50,6	45,7%
الأبناك التجارية	%14,8	%15,5	%6,4	%7,5	%14,9	%13,5	%24,0	%25,7	33,1%
قصير الأمد	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	-
اليورو	%65,5	%77,6	%75,9	%76,8	%75,0	%75,8	%76,6	%77,2	78,9%
الدولار الأمريكي و العملات المرتبطة	%22,7	%13,0	%13,6	%12,0	%13,2	%12,4	%13,3	%14,2	13,5%
الدينار الكويتي	%6,8	%6,2	%6,2	%4,5	%3,8	%3,6	%3,1	%2,6	2,5%
الين الياباني	%4,0	%2,7	%3,9	%3,3	%3,6	%3,7	%3,2	%2,6	2,4%
أخرى	%1,0	%0,5	%0,4	%3,4	%4,4	%4,5	%3,8	%3,4	2,7%
ثابت	%53,7	%59,3	%54,0	%57,1	%67,3	%66,5	%68,2	%63,4	66,8%
عائم	%46,3	%40,7	%46,0	%42,9	%32,7	%33,5	%31,8	%36,6	33,2%
خدمة الدين									
مجموع خدمة الدين	11 802	14 058	12 311	7 817	8 025	9 712	11 292	11 888	5 777
بالدولار الأمريكي	1 336	1 710	1 579	963	950	1 198	1 305	1 409	5,8%
تحملات أصل الدين	9 362	11 349	9 469	4 954	5 696	6 675	7 897	8 006	1 409
المقرضين الثنائيين	3 550	3 053	2 085	2 305	2 571	2 362	3 258	3 361	4 075
دول الإتحاد الأوروبي	1 964	1 904	1 417	1 605	1 774	1 561	1 867	2 153	1 558
الدول العربية	902	288	213	227	238	247	281	252	1 063
دول أخرى	684	861	455	473	559	554	1 110	956	121
المؤسسات الدولية	3 485	3 079	2 776	2 649	3 125	4 313	4 639	4 645	374
الأبناك التجارية	2 327	5 217	4 608	-	-	-	-	-	2 517
تحملات الفائدة	2 440	2 709	2 842	2 863	2 329	3 037	3 325	3 882	-
المقرضين الثنائيين	698	795	624	1 024	930	1 053	1 114	954	1 702
دول الإتحاد الأوروبي	425	555	406	790	638	661	699	603	419
الدول العربية	69	75	72	75	74	67	78	66	274
دول أخرى	204	165	146	159	218	325	337	285	31
المؤسسات الدولية	1 197	1 438	1 677	1 535	1 086	1 172	1 466	1 280	114
الأبناك التجارية	545	476	541	304	313	812	815	1 648	564
سحوبات الدين									
مجموع السحوبات	6 663	12 597	11 482	15 055	21 533	13 954	23 146	23 015	12 051
المقرضين الثنائيين	1 603	2 348	6 627	7 348	5 941	2 514	3 257	1 590	302
دول الإتحاد الأوروبي	1 162	1 927	5 491	6 364	1 999	1 943	2 157	863	187
الدول العربية	390	232	408	191	65	188	237	32	63
دول أخرى	51	189	728	793	3 877	383	863	695	52
المؤسسات الدولية	5 060	4 669	4 855	7 707	4 406	11 440	7 050	15 003	582
الأبناك التجارية	0	5 580	0	0	11 186	0	12 839	6 422	11 167

إحصائيات الدين الخارجي العمومي

بمليون درهم	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	يونيو 2014
حجم الدين									
بملايين الدرهم	115 927	122 043	133 557	152 267	173 805	189 108	212 713	234 746	262 193
بملايين الدولار	13 709	15 823	16 492	19 372	20 798	22 048	25 222	28 801	31 926
بملايين اليورو	10 405	10 744	11 876	13 456	15 559	17 028	19 082	20 903	23 384
نسبة إلى الناتج الداخلي الخام	%20,1	%19,8	%19,4	%20,8	%22,7	%23,6	%25,7	%26,9	-
بنية الدين									
حسب المقرضين									
دين متوسط وطويل الأمد	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	100%
المقرضين الثنائيين	%37,0	%36,4	%40,4	%40,1	%39,6	%38,7	%35,2	%32,8	29,1%
دول الإتحاد الأوروبي	%24,4	%24,3	%26,6	%27,8	%25,1	%24,4	%23,4	%23,4	20,5%
الدول العربية	%4,0	%4,3	%4,7	%4,0	%3,8	%3,9	%3,2	%2,7	2,4%
دول أخرى	%8,6	%7,8	%9,1	%8,3	%10,7	%10,4	%8,6	%6,7	6,2%
المؤسسات الدولية	%49,7	%50,7	%52,4	%52,4	%49,4	%51,7	%49,2	%51,0	45,6%
الأبناك التجارية	%13,3	%12,9	%7,2	%7,5	%11,0	%9,6	%15,6	%16,2	25,3%
دين قصير الأمد	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	-
دين الخزينة	%56,1	%54,0	%51,1	%51,7	%53,1	%52,7	%54,9	%55,3	53,3%
الدين المضمون	%43,9	%46,0	%48,9	%48,3	%46,9	%47,3	%45,1	%44,7	45.7%
المؤسسات العمومية	%40,8	%43,5	%46,9	%46,9	%45,8	%46,5	%44,5	%44,3	46,4%
القطاع البنكي	%2,5	%2,0	%1,6	%1,1	%0,8	%0,6	%0,4	%0,3	0,2%
الجماعات المحلية	%0,6	%0,5	%0,4	%0,3	%0,3	%0,2	%0,2	%0,1	0,1%
الاورو	%65,5	%72,3	%70,4	%72,7	%70,8	%71,3	%72,7	%73,8	70,2%
الدولار الامريكي و العملات المرتبطة	%17,0	%11,0	%11,4	%10,0	%10,4	%9,7	%11,1	%12,5	17,7%
الدينار الكويتي	%9,3	%9,5	%9,7	%8,2	%8,5	%8,8	%8,0	%7,1	4,0%
الين الياباني	%6,2	%5,5	%6,9	%6,2	%7,0	%7,0	%5,6	%4,2	6,3%
أخرى	%2,0	%1,7	%1,6	%2,9	%3,3	%3,2	%2,6	%2,4	1,8%
ثابت	%53,7	%59,3	%54,0	%57,1	%67,3	%66,5	%68,2	%63,4	77,3%
عائم	%46,3	%40,7	%46,0	%42,9	%32,7	%33,5	%31,8	%36,6	22,7%
خدمة الدين									
مجموع خدمة الدين	18 617	20 141	18 279	14 225	15 372	17 533	19 958	21 847	10 628
نسبة إلى المداخيل الجارية لميزان الاداءات	%7,1	%6,8	%5,4	%5,1	%4,7	%4,8	%5,4	%5,8	-
بالدولار الأمريكي	2 107	2 449	2 345	1 752	1 819	2 163	2 307	2 590	1 296
تحملات أصل الدين	14 419	15 455	13 311	9 104	10 545	11 866	13 721	14 958	7 310
المقرضين الثنائيين	5 269	4 576	3 633	3 964	4 477	4 382	5 488	5 693	2 733
دول الإتحاد الأوروبي	3 359	3 068	2 551	2 819	3 135	2 947	3 374	3 759	1 885
الدول العربية	1 147	541	458	487	547	566	623	674	327
دول أخرى	763	967	624	658	795	869	1 491	1 260	521
المؤسسات الدولية	5 894	4 428	4 305	4 341	5 217	6 652	7 408	7 912	4 212
الأبناك التجارية	3 256	6 451	5 373	799	851	832	825	1 353	365
تحملات الفوائد	4 198	4 686	4 968	5 121	4 827	5 667	6 237	6 889	3 318
المقرضين الثنائيين	1 273	1 429	1 332	1 778	1 781	1 961	2 102	1 983	999
دول الإتحاد الأوروبي	830	987	862	1 264	1 186	1 224	1 316	1 313	693
الدول العربية	133	165	184	210	219	235	250	221	107
دول أخرى	310	277	286	304	376	502	536	449	199
المؤسسات الدولية	2 122	2 508	2 852	2 810	2 505	2 686	3 117	3 068	1 523
الأبناك التجارية	803	749	784	533	541	1 020	1 018	1 838	796
سحوبات الدين									
مجموع سحوبات الدين	16 361	22 320	22 633	28 114	31 751	25 533	37 495	41 194	31 722
المقرضين الثنائيين	5 178	6 426	11 098	11 881	9 793	7 096	9 030	10 371	1 474
دول الإتحاد الأوروبي	3 185	4 087	8 653	9 660	4 499	5 543	7 015	8 528	926
الدول العربية	1 338	1 397	1 221	668	566	786	306	425	136
دول أخرى	655	942	1 224	1 553	4 728	767	1 709	1 418	412
المؤسسات الدولية	9 413	9 224	10 918	15 191	10 086	18 160	14 513	23 605	3 961
الأبناك التجارية	1 770	6 670	617	1 042	11 872	277	13 952	7 218	26 287