

- RAPPORT DE LA DETTE DE 2018 -

Le rapport de la dette, produit annuellement par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures, dresse la situation de l'endettement intérieur et extérieur au terme de chaque année. Il décrit, à cet effet, le recours du Trésor au financement sur le marché domestique et auprès des bailleurs de fonds étrangers et les conditions dans lesquelles ce recours s'est opéré, analyse l'évolution de la structure du portefeuille de la dette par instrument, par type de taux d'intérêt et par devises, donne la situation du service de la dette et évalue les indicateurs de coût et de risque afférents à ce portefeuille. Ce document dresse l'état de la dette extérieure publique et présente les bilans de la gestion active des dettes intérieure et extérieure et celle de la trésorerie publique menées par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures.

FINANCEMENT DU TRESOR

En 2018, les mobilisations brutes du Trésor se sont élevées à 121,3 milliards DH répartis entre 115,1 milliards DH de levées sur le marché domestique (95%) et 6,2 milliards DH d'origine extérieure.

1. Financement intérieur

Dans un contexte marqué par la hausse du besoin de liquidité des banques et la baisse de la demande sur le marché des adjudications, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE) a mené, au cours de l'année 2018, une politique de financement qui s'articule autour des points suivants :

- assurer une présence régulière sur tous les segments de maturités, court, moyen et long termes, en tenant compte des évolutions des conditions du marché ;
- maintenir le recours à la gestion active de la dette intérieure à travers l'utilisation d'opérations d'échange de BDT dans l'objectif de réduire le risque de refinancement à travers le lissage des tombées mensuelles de la dette du Trésor de 2018 et 2019 qui connaissent des pics de remboursement importants ; et
- poursuivre une gestion dynamique de la trésorerie publique en recourant de manière quotidienne à des opérations de placement des excédents du CCT en vue d'optimiser les disponibilités du solde du compte courant et de permettre, en même temps, à la DTFE de respecter sa stratégie d'émission.

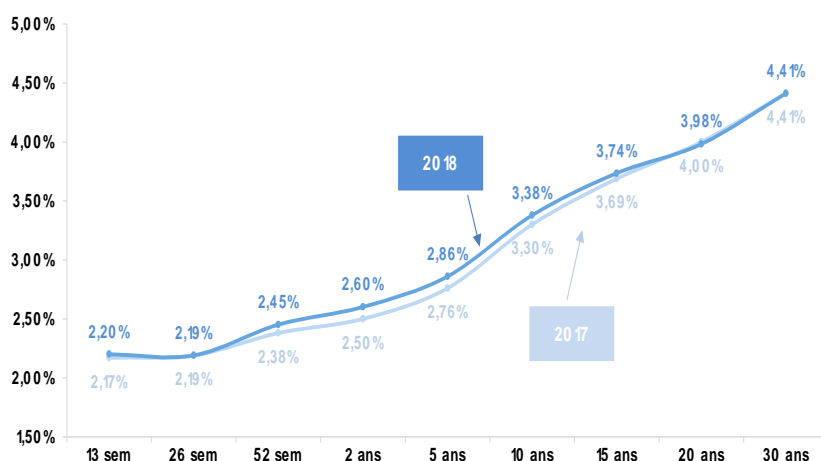
Au terme de l'année 2018, les émissions du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à 115,1 milliards DH contre 110,7 milliards DH en 2017. Ce volume est réparti à hauteur de 94,7 milliards DH (82,3% des levées) au titre des adjudications et 20,3 milliards DH (17,7%) au titre des émissions dans le cadre des opérations d'échange de BDT.

Par structure des levées, les maturités à 5 ans et plus ont représenté 47% du volume global levé contre 53% en 2017.

En termes de taux retenus, ceux-ci ont connu une hausse moyenne de 5,2 pb contre 12,9 pb en 2017. Cette hausse a été de 5,5 pb en moyenne pour les maturités supérieures ou égales à 5 ans et de 4,9 pb en moyenne pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans.

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

[1]



2. Financement extérieur

Au titre de l'année 2018, les tirages sur emprunts extérieurs se sont établis à 6,2 milliards DH contre 16,8 milliards DH en 2017.

La part mobilisée auprès des créanciers multilatéraux a atteint 94% soit 5,8 milliards DH, enregistrant une baisse de 5,2 milliards DH par rapport à 2017. Ces tirages ont été mobilisés principalement auprès du FMA (2,8 milliards DH), de la BAD (1,5 milliards DH) et de la BIRD (1,4 milliards DH).

Les tirages mobilisés auprès des partenaires bilatéraux se sont établis à 0,4 milliard DH contre 5,8 milliards DH en 2017. Les tirages auprès de la France se sont élevés à 0,3 milliard DH.

Emission inaugurale des certificats de Sukuk

Le Maroc a réalisé, le 5 octobre 2018, sa première émission de certificats de Sukuk souverains de type Ijara. Cette émission s'inscrit dans le cadre des efforts déployés par le Ministère de l'Économie et des Finances pour accompagner le développement de la finance participative au Maroc.

Le montant mobilisé, dans le cadre de cette émission inaugurale, est de 1 milliard DH assortis d'une durée de 5 ans avec un rendement de 2,66% et un échéancier de remboursement amortissable. Cette première émission a connu un franc succès avec une demande de près de 3,6 milliards DH servie à hauteur de 28%, soit un taux de sursouscription de 3,6 fois.

La structuration retenue pour cette émission inaugurale repose sur la constitution d'un droit d'usufruit sur des actifs immobiliers appartenant à l'Etat au profit du Fonds de Placement Collectif en Titrisation créé à cet effet. Ce fonds a procédé simultanément, le 15 octobre 2018, date de règlement et de livraison de cette émission, à l'émission des certificats de Sukuk et à la location des actifs sous-jacents sur une période de 5 ans dont les loyers annuels générés seront distribués aux porteurs des certificats de Sukuk. Cette émission a bénéficié, et c'est une nouveauté, de la garantie de l'Etat pour que, sur le plan des règles prudentielles, les certificats de Sukuk soient traités au même rang que les titres émis ou garantis par l'Etat.

Caractéristiques de l'émission inaugurale des certificats de Sukuk souverains

Dénomination	Sukuk souverains Ijara 2,66%
Établissement initiateur	État marocain
Établissement gestionnaire	Maghreb Titrisation
Dénomination du Fonds de Titrisation	FT Imperium Sukuk CI
Montant nominal Global	1 000 000 000 MAD
Montant nominal unitaire	100 000 MAD
Rendement	2,66%
Maturité	5 ans
Remboursement	Amortissable sur 5 ans
Date de souscription	05 Octobre 2018
Date de règlement livraison	15 Octobre 2018
Taux de sursouscription	3,6 fois

EVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR

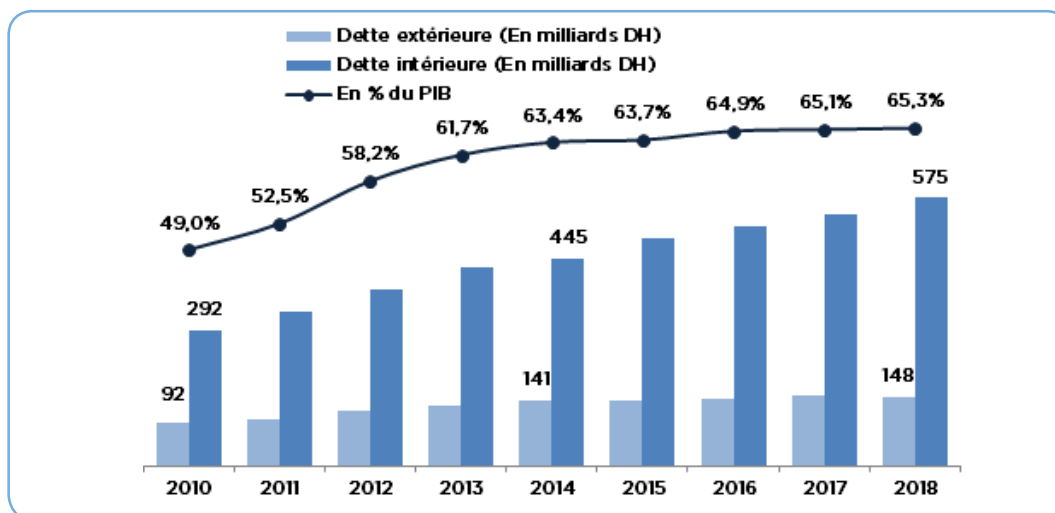
1. Encours

Au terme de l'année 2018, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 722,6 milliards DH, en hausse de 30,3 milliards DH ou 4,4% par rapport à fin 2017 (692,3 milliards DH). Malgré cette hausse, le rythme de progression de l'endettement s'est inscrit dans une trajectoire descendante avec une baisse de plus de moitié entre 2017 et 2018 comparée à une progression annuelle moyenne de 9,1% entre 2010 et 2017.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 65,3% à fin 2018 contre 65,1% à fin 2017. Ce ratio a atteint 51,9% au titre de la dette intérieure et 13,4% au titre de la dette extérieure contre respectivement 50,7% et 14,4% à fin 2017.

Il importe de noter que la décélération du rythme de progression du taux d'endettement du Trésor s'est confirmée pour la 3^{ème} année consécutive. Cette maîtrise progressive de l'évolution du taux d'endettement, qui a été ramenée d'une variation annuelle moyenne de 2,4 points du PIB entre 2010 et 2017 à une légère hausse de 0,2 point du PIB entre 2017 et 2018, s'explique principalement par la mise en place de différentes réformes par le gouvernement depuis 2013 (caisse de compensation, loi organique des finances, retraite, réforme fiscale,...) et qui se sont traduites par une amélioration des indicateurs macroéconomiques ainsi que des conditions de financement du Trésor.

Evolution de l'encours de la dette du Trésor



2. Structure par instrument

La dette du Trésor est composée essentiellement de dettes négociables représentant une part de près de 82% dont 76% au titre des BDT émis sur le marché des adjudications et 6% au titre des émissions obligataires lancées sur le MFI. La dette non négociable, représentant 18% du portefeuille de la dette du Trésor, est constituée essentiellement de la dette extérieure contractée auprès des créanciers officiels bilatéraux et multilatéraux.

3. Structure par taux d'intérêt

A fin 2018, la part de l'encours de la dette du Trésor à taux fixe s'est établie à près de 92% de l'encours global, en hausse de 1 point par rapport à fin 2017. La part dominante de la dette assortie de taux fixe est due essentiellement au fait que la dette intérieure, qui représente 79,5% de l'encours de la dette du Trésor, est exclusivement à taux fixe.

Pour ce qui est de la dette extérieure, sa structure par type de taux d'intérêt montre un renforcement de la part de la dette assortie de taux d'intérêt fixes dont la part, dans l'encours de cette dette, est passée à 63% à fin 2018 contre 59% à fin 2017. En contrepartie, la part de la dette extérieure contractée à des taux variables a baissé à 37% à fin 2018 contre 41% à fin 2017 et ce, suite aux opérations de swaps de taux réalisées sur le portefeuille des emprunts à l'égard de la BIRD.

4. Structure par devises

À fin 2018, la structure par devises du portefeuille de la dette du Trésor affiche une prédominance de la dette libellée en dirham qui s'est établie à près de 79% contre près de 78% en 2017.

Concernant la composition par devises de la dette extérieure du Trésor et dans le sillage du changement des pondérations du panier de cotation du Dirham en avril 2015 qui s'est traduit par le renforcement de la part du dollar US dont la pondération est passée de 20% à 40%, la part de la dette contractée en dollar US et devises liées a augmenté pour s'établir à 29,0% à fin 2018 contre 28,4% en 2017 et 14,5% en 2014 tandis que celle en Euro a baissé pour s'établir à 63,2% à fin 2018 contre 65,6% en 2017 et 78,8% en 2014.

5. Service de la dette du Trésor

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions, réglées durant l'année 2018, ont continué de baisser pour la troisième année consécutive pour s'établir à 124,7 milliards DH contre 127,9 milliards DH en 2017, soit une baisse de 3,1 milliards DH ou 2%. Cette baisse résulte de l'effet combiné de la baisse des charges en principal de 3,2 milliards DH et la hausse limitée des charges en intérêts de 0,1 milliard DH.

Par type de dette, les charges de la dette intérieure ont augmenté de près de 2,1 milliards DH pour s'établir à 112,9 milliards DH contre 110,8 milliards DH à fin 2017. Quant à celles de la dette extérieure, elles ont enregistré une baisse de 5,2 milliards DH pour reculer à 11,8 milliards DH en 2017 contre 17,0 milliards en 2017.

6. Indicateurs de coût

6.1. Coût moyen de la dette du Trésor

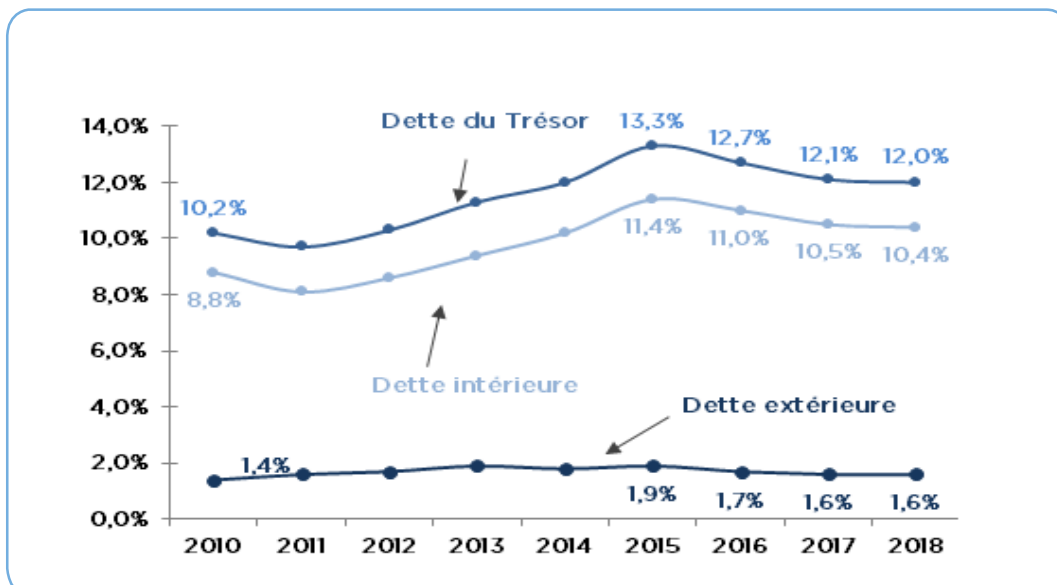
Le coût moyen de la dette du Trésor s'est établi à 3,9% en 2018 contre 4,1% en 2017. Cette évolution s'explique par la baisse du coût moyen de la dette intérieure et extérieure de 0,2% respectivement.

6.2. Taux moyen pondéré des émissions par adjudication

Le taux moyen pondéré des émissions des BDT (y compris les opérations de gestion active) a enregistré une baisse de près de 2,9 pb entre 2018 et 2017 en s'établissant à 2,77% à fin 2018 contre 2,80% à fin 2017. Cette baisse s'explique principalement par les effets combinés de deux facteurs en l'occurrence, le niveau des taux retenus qui est resté sensiblement proche de celui de l'année passée et la structure des mobilisations de 2018 qui a enregistré une baisse de la part des maturités à 5 ans et plus à 47% contre 53% en 2017.

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

À fin 2018, le ratio des charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires, hors TVA des CTs, s'est établi à 12,0% contre 12,1% en 2017, soit une baisse de 0,1 point. Cette baisse s'explique principalement par la hausse limitée de 0,5% des charges en intérêts payés en 2018 comparativement à celle des recettes ordinaires qui était de l'ordre de 2%.



7. Indicateurs de risque

7.1. Part du court terme

La part de la dette à court terme (CT) dans le portefeuille de la dette du Trésor a baissé de 1% passant à 11,4% en 2018 contre 12,4% en 2017 en raison principalement de la baisse de 1,4% de la part de la dette intérieure à CT qui s'est établie à 12,9% à fin décembre 2018 contre 14,4% à fin 2017.

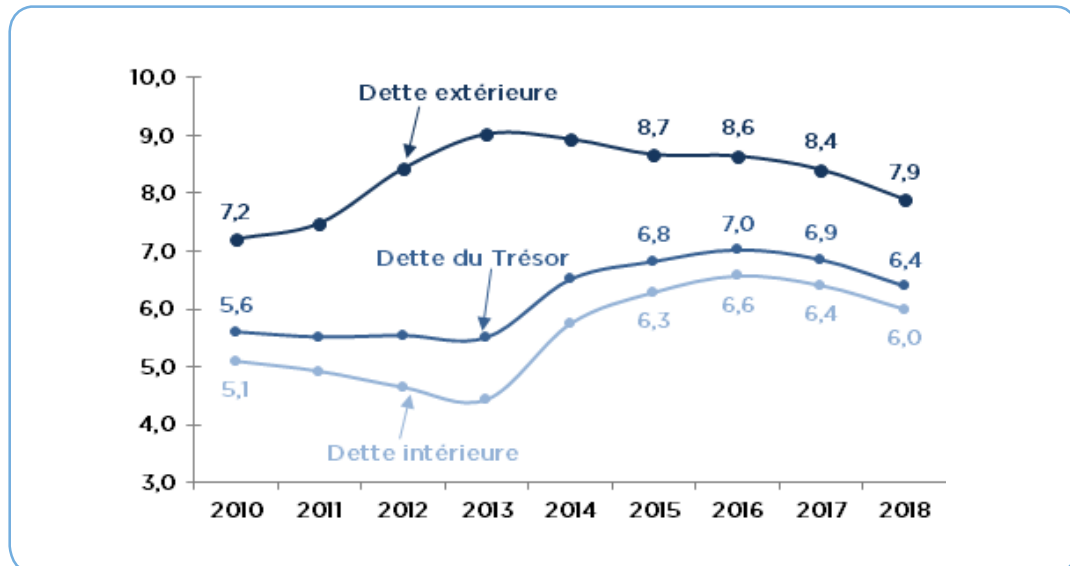
Pour ce qui est de la dette extérieure, la part des amortissements arrivant à échéance à moins d'un an est restée quasiment stable et s'est élevée à 5,5% à fin 2018 contre 5,6% en 2017.

7.2. Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor a baissé de 5 mois par rapport à fin 2017 pour se situer à 6 ans et 5 mois à fin 2018 et ce, en raison essentiellement de la baisse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure qui s'est établie à 6 ans à fin 2018 contre 6 ans et 5 mois à fin 2017. Cette baisse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure, imputable principalement, à la concentration des levées du Trésor sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans (53% des levées globales), a été volontaire au vu des marges de manœuvre existantes et visait la réduction du coût du financement du Trésor.

Concernant la durée de vie moyenne de la dette extérieure, elle a baissé de 7 mois pour s'établir à 7 ans et 10 mois à fin 2018 contre 8 ans et 5 mois à fin 2017.

Evolution de la durée de vie moyenne- en années –



7.3. Part de la dette à taux variable

À fin 2018, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 37% contre 41% à fin 2017. Cette évolution s'explique par le recours à des opérations de conversion avec la Banque mondiale qui ont permis de convertir des taux d'intérêt prêtes flottants en des taux d'intérêt fixes pour un montant total d'emprunts de près de 5 milliards DH et ce, pour se couvrir contre les hausses éventuelles de taux Libor sur les durées restantes desdits emprunts.

EVOLUTION DE LA DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE

1. Encours

L'année 2018 a été marquée par la baisse, et pour la première fois depuis 2004, de l'encours de la dette extérieure publique de 6,0 milliards DH ou 2% par rapport à 2017 en s'établissant, à fin 2018, à 326,6 milliards DH.

Pour rappel, l'encours de la dette extérieure publique est composé de l'encours de la dette extérieure du Trésor, des EEPs, des CTs, des emprunts extérieurs garantis par l'État du Secteur Bancaire Public et des Institutions d'Utilité Publique.

Cette évolution de l'encours de la dette extérieure publique s'explique, principalement, par la baisse de l'encours de la dette extérieure du Trésor de 3,4% et de celui de la dette extérieure des EEPs de 1%.

L'encours de la dette extérieure du Trésor a enregistré une baisse de 5,2 milliards DH passant à 148 milliards DH à fin 2018 contre 153,2 milliards DH en 2017. Le ratio d'endettement extérieur du Trésor, quant à lui, a été marqué, par une baisse de 1 point par rapport à 2017 pour atteindre 13,4% du PIB à fin 2018 contre 14,4% du PIB en 2017.

Pour ce qui est de l'encours de la dette extérieure publique hors Trésor, celui-ci a atteint 178,7 milliards DH en 2018 représentant 16,1% du PIB, en baisse de 0,8 point du PIB par rapport à 2017. Cette baisse du taux d'endettement est la 1^{ère} depuis 2006 après 11 années de hausses consécutives.

Au total, le ratio de la dette extérieure publique par rapport au PIB s'est établi à 29,5% contre 31,3% en 2017, enregistrant ainsi une baisse de 1,8 point du PIB.

2. Structure par créanciers

A l'instar de l'année passée, la structure, par créanciers, de la dette extérieure publique à fin 2018 reste majoritairement composée par des emprunts à l'égard des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) dont la part s'est élevée à 77% de l'encours total. Pour ce qui est des créanciers privés, l'encours de leurs prêts vis-à-vis des emprunteurs publics avoisine 33% de l'encours total dont 93% au titre des émissions du secteur public sur le marché financier international.

3. Structure par emprunteurs

À fin 2018, la dette extérieure publique hors Trésor représente près de 55% du total de la dette extérieure publique. Les EEPs demeurent le 1^{er} groupement d'emprunteurs du secteur public avec un encours de 176,8 milliards DH dont une part de 81% de cette dette est détenue par cinq emprunteurs, à savoir l'ONEE (24%), l'OCP (21%), l'ONCF (14%), ADM (12%) et MASEN (11%).

4. Structure par devises

Après l'adoption, en avril 2015, de nouvelles pondérations pour les monnaies qui composent le panier de cotation du dirham, le processus engagé d'amélioration de la structure en devises de la dette s'est poursuivi en 2018, processus qui a pour objectif de tendre vers la structure du portefeuille-cible de la dette extérieure (benchmark) à même d'atténuer l'exposition au risque de change et de limiter l'impact des fluctuations des différentes devises.

C'est ainsi que la part de la dette extérieure publique libellée en dollar US s'est renforcée pour passer de 19% en 2014 à 30% à fin 2018, alors que la part des dettes libellées en Euro a baissé de 69% à 60%. La part du Dinar koweïtien a également reculé pour s'établir à moins de 5% en 2018 contre près de 6% en 2014.

5. Structure par taux d'intérêt

La composition de la dette extérieure publique par types de taux d'intérêt fait ressortir une prépondérance de la dette assortie de taux d'intérêt fixes qui s'élève à 75% contre 25% pour la dette à taux d'intérêt flottants. Cette dernière reste essentiellement indexée sur l'Euribor à hauteur de 83%, ce qui contribue à faire baisser le service y relatif compte tenu des niveaux historiquement bas de ce taux flottant.

6. Tirages sur emprunts extérieurs

Les ressources d'emprunts extérieurs mobilisées par le secteur public durant l'année 2018 ont porté sur un montant global de 19,3 milliards DH contre 35,7 milliards DH au cours de l'année 2017.

Les tirages mobilisés par le Trésor en 2018 ont totalisé un montant de 6,2 milliards DH alors que ceux mobilisés par les EEPs se sont établis à près de 13,1 milliards DH.

S'agissant des tirages des EEPs, une part de près de 83% (ou 15,7 milliards DH) a été réalisée par quatre EEPs dans le cadre du financement de leurs projets d'investissement. Il s'agit notamment de : l'ONEE (4,2 milliards DH), l'ONCF (3,4 milliards DH), MASEN (1,7 milliard DH) et la RAM (1,6 milliard DH).

7. Service de la dette extérieure publique

Les charges de la dette extérieure publique en amortissements, intérêts et commissions réglées durant l'année 2018 se sont élevées à 28,6 milliards DH contre 32,1 milliards DH en 2017, enregistrant, ainsi, une baisse de 3,5 milliards DH. Cette évolution s'explique par les effets conjugués de la hausse du service de la dette à l'égard des créanciers officiels de 2,4 milliards DH, d'une part, et le recul du service de la dette à l'égard des créanciers privés de 5,9 milliards DH d'autre part.

Rapporté aux recettes courantes de la balance des paiements, le service de la dette extérieure publique a accusé une baisse de 1,2% passant de 6,8% des recettes courantes de la balance des paiements en 2017 à 5,6% en 2018.

GESTION ACTIVE DE LA DETTE DU TRESOR

1. Gestion active de la dette intérieure

L'année 2018 a été marquée par le recours de la Direction du Trésor à 10 opérations d'échange de BDT pour un montant total racheté de 19,8 milliards DH.

En termes d'impact des opérations de gestion active de la dette intérieure réalisées en 2018 sur les indicateurs de coût et de risque, lesdites opérations ont engendré :

- une légère hausse des charges en intérêts de la dette intérieure payées en 2018 de près de 53,4 millions DH. Cette hausse provient de l'effet combiné de la baisse des charges en intérêts payées en 2018 de près de 59,6 millions DH, suite au rachat par anticipation des tombées de cette même année et d'une augmentation desdites charges de près 113,0 millions DH, suite au rachat des tombées de 2019.
- une atténuation du risque de refinancement lié à la dette du Trésor à travers (i) la réduction des tombées des mois concernés par les opérations d'échange de BDT de près de 1,9 milliards DH en moyenne par mois en 2018 et de près de 3,6 milliards DH en moyenne par mois en 2019 et (ii) le rallongement de la DVM de la dette intérieure de près de 2 mois.

En plus de ces résultats quantitatifs, les opérations de gestion active de la dette intérieure ont également eu un impact qualitatif sur la gestion de la dette en permettant au Trésor de lisser ses besoins de trésorerie sur toute l'année et de mieux gérer sa politique d'émission.

2. Gestion active de la dette extérieure

Dans le cadre des opérations de gestion active de la dette extérieure mises en place par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures en vue de réduire le coût d'endettement et d'atténuer les risques financiers liés au portefeuille de la dette extérieure du Trésor, un montant de l'ordre de 4,5 milliards DH a été traité au cours de l'année 2018 portant, ainsi, le cumul des montants traités depuis le début de ces opérations initiées en 1996 à près de 85 milliards DH.

Le montant traité au cours de l'année 2018 a porté sur la conversion de dettes en investissements publics avec l'Italie et se répartit comme suit :

- 3,1 millions DH destinés aux projets relevant de l'Initiative Nationale pour le Développement Humain ; et
- 1,4 million DH alloués au projet de préservation du patrimoine archéologique national (Sites de Chellah et Volubilis).

GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE

1. Opérations réalisées en 2018

Au cours de l'année 2018, le recours de la DTFE aux opérations de gestion active de la trésorerie s'est fait dans un contexte caractérisé par :

- le creusement du déficit de la liquidité bancaire qui est passé à -62,2 milliards DH en moyenne hebdomadaire durant l'année 2018 contre -41,5 milliards DH au cours de l'année 2017; et
- une légère baisse des disponibilités du CCT qui ont atteint 8,5 milliards DH en moyenne quotidienne contre 9,5 milliards DH en 2017 (hors opérations).

La DTFE a réalisé 321 opérations de placement des excédents du solde du CCT en 2018 dont 305 opérations de prise en pension.

Le volume global placé auprès des banques a atteint 811,4 milliards DH en 2018 contre 857,1 milliards DH l'an passé, soit une baisse de 5% due à la baisse des disponibilités du CCT de près de 5%.

Le TMP des opérations de placement s'est établi à 2,33% en 2018 contre 2,37% en 2017, soit une baisse de près de 4,1 pb.

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

Au titre de l'année 2018, les recettes issues des opérations de gestion active de la trésorerie ont atteint 145,4 millions DH (nets d'impôts) réparties comme suit :

- 111,3 millions DH (77% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 34,1 millions DH au titre de la rémunération du solde du CCT.

Depuis le début des opérations en février 2010, le montant total des recettes de la gestion active de la trésorerie s'est établi à 1,4 milliard DH réparti comme suit :

- 979,4 millions DH (ou 69% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 430,5 millions DH issus de la rémunération du solde du CCT.