



Résumé du rapport de la dette accompagnant le PLF 2018

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

FINANCEMENT DU TRESOR

En 2016, les mobilisations brutes du Trésor se sont élevées à 121,8 milliards DH répartis entre 111,4 milliards DH de levées sur le marché domestique (77,7%) et 10,4 milliards DH d'origine extérieure.

1. Financement intérieur

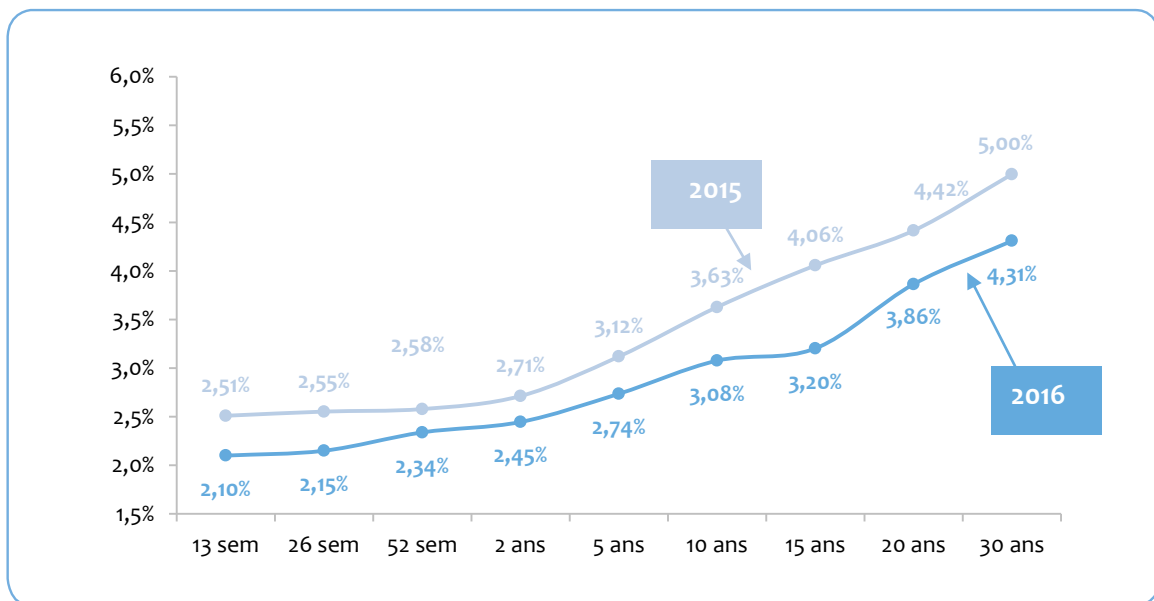
Dans un contexte marqué par une poursuite de l'amélioration des conditions de financement sur le marché des adjudications, le Trésor a mené, au cours de l'année 2016, une politique de financement qui s'articule autour des points suivants :

- Assurer une présence régulière sur l'ensemble des maturités en tenant compte des conditions de marché. Ceci s'est traduit au cours du premier semestre par des levées principalement concentrées sur les maturités moyennes et longues avec des baisses des taux et au cours du deuxième semestre par un retour plus prononcé sur les maturités courtes suite à la tendance haussière enregistrée au niveau des taux demandés par les investisseurs.
- Veiller à ce que les indicateurs de risque de la dette intérieure restent proches des niveaux proposés et validés au niveau du plan de financement annuel.
- Recourir de manière régulière aux opérations d'échange de BDT pour atténuer le risque de refinancement à travers le lissage des tombées mensuelles de la dette du Trésor de 2016 et 2017 qui connaissent des pics de remboursement importants.
- Réaliser de manière quotidienne des opérations de placement des excédents du CCT afin d'optimiser les disponibilités du solde du compte courant et en même temps permettre au Trésor de respecter sa stratégie d'émission.

Ainsi et au terme de l'année 2016, le volume global des émissions du Trésor sur le marché des adjudications s'est établi à 111,4 milliards DH contre 148,5 milliards DH un an auparavant. Ce volume est réparti de manière relativement équivalente entre les maturités à 5 ans et plus et celles à 2 ans et moins avec des parts respectives de 53% et 47%, soit quasiment la même répartition qu'en 2015.

En termes de taux retenus par le Trésor, ceux-ci se sont inscrits en baisse qui a atteint en moyenne 48,3 pb contre 17,7 pb en 2015. Par segment de maturité, le long terme a enregistré une baisse de 66,1 pb, suivi du court terme (-35,1, pb) et du moyen terme (-32,5 pb).

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



2. Financement extérieur

Durant l'année 2016, les tirages sur emprunts extérieurs ont été marqués par l'absence d'émissions du Trésor sur le MFI et se sont établis à 10,4 milliards DH enregistrant une hausse de 20% par rapport à 2015.

Avec une part de 88% du total, les tirages effectués auprès des créanciers multilatéraux se sont élevés à 9,2 milliards DH contre 8,3 milliards en 2015 (soit une hausse de 10%), tandis que ceux mobilisés auprès des bilatéraux se sont établis à 1,2 milliard contre 0,4 milliard en 2015.

Les ressources, ainsi mobilisées auprès des multilatéraux, ont été destinés essentiellement aux appuis aux programmes de réformes pour un montant de 8,4 milliards DH (91%) et 800 millions DH (9%) pour les projets inscrits dans le Budget de l'Etat.

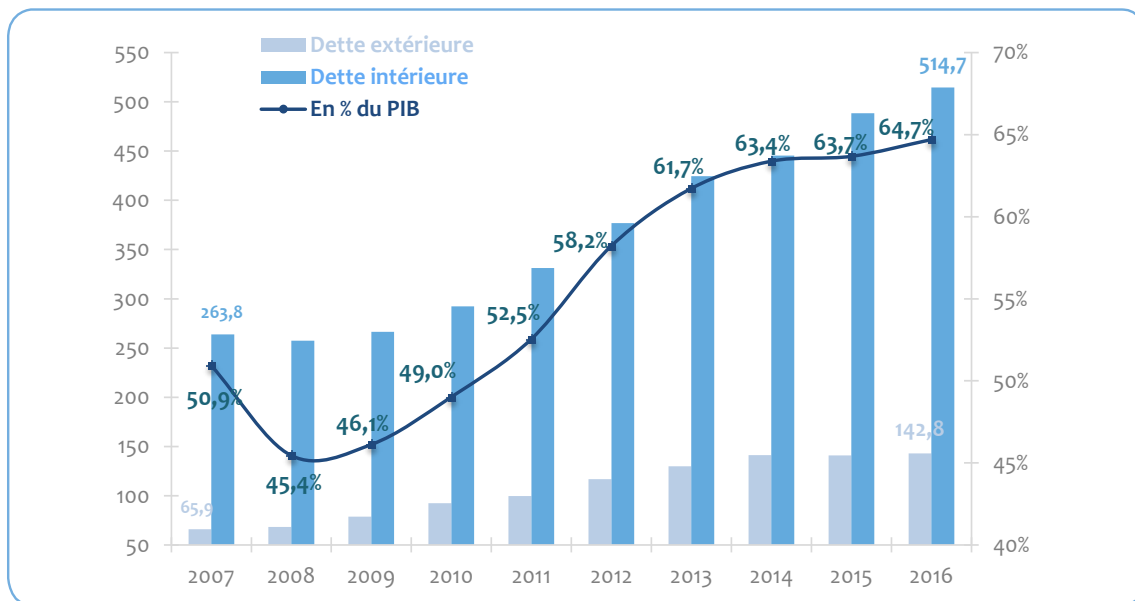
EVOLUTION DE LA DETTE DU TRESOR

1. Encours

Au terme de l'année 2016, l'encours de la dette du Trésor, correspondant aux dettes intérieure et extérieure directes de l'Etat, s'est établi à 657,5 milliards DH, en hausse de 28,3 milliards DH par rapport à fin 2015 (629,2 milliards DH). Malgré cette hausse, le rythme de progression a baissé de manière importante passant d'une moyenne annuelle de 10,6% entre 2010 et 2015 à 4,5% entre 2015 et 2016, soit le niveau le plus faible enregistré depuis 2009.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 64,7% à fin 2016 contre 63,7% à fin 2015. Ce rythme de progression du taux d'endettement du Trésor s'est caractérisé par une maîtrise progressive dans la mesure où il a été ramené d'une variation annuelle moyenne de 3,6 points de PIB entre 2011 et 2014 à 1 point de PIB entre 2015 et 2016 et ce, grâce à la politique gouvernementale accordant une importance cruciale au rétablissement des équilibres macroéconomiques pour maintenir la dette dans une trajectoire soutenable.

Evolution de l'encours de la dette du Trésor



2. Structure par instrument

La dette du Trésor est composée essentiellement de la dette négociable avec une part de près de 82,1% dont 74,5% au titre de BDT émis sur le marché des adjudications et 7,5% au titre des encours des Eurobonds émis sur le MFI. La dette non négociable représente 17,9% du portefeuille de la dette du Trésor et elle est constituée essentiellement de la dette extérieure contractée auprès des créanciers officiels.

3. Structure par taux d'intérêt

A fin 2016, l'encours de la dette du Trésor à taux fixe représente près de 90,9% de l'encours global, en baisse de 0,5 point par rapport à 2015. La prépondérance de la part de la dette assortie de taux fixe s'explique par le fait que la dette intérieure, qui représente la part dominante dans 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 que 58,0% de l'encours de cette dette est assortie de taux d'intérêt fixes. Le reste (42,0%) étant contracté à taux variables.

4. Structure par devises

Le portefeuille de la dette du Trésor est dominé par la dette libellée en dirham dont la part s'est établie en 2016 à 77,7%. Cette part, qui est représentée par la dette contractée sur le marché intérieur, a connu une hausse de 0,5 point par rapport à 2015.

Concernant la composition par devises de la dette extérieure du Trésor et suite au changement des pondérations du panier de cotation du Dirham intervenu le 13 avril 2015 avec un renforcement de la part du dollar US dont la pondération est passée de 20% à 40%, la part de la dette contractée en euro dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor a baissé pour s'établir à 71,0% à fin 2016 contre 75,9% en 2015, tandis que celle du dollar US et devises liées a augmenté pour s'établir à 22,8% à fin 2016 contre 17,7% une année auparavant. Pour ce qui est des autres devises (Yen japonais, dinar Koweïtien et autres), leur part s'est élevée à 6,2% contre 6,4% en 2015.

5. Service de la dette du Trésor

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions, réglées durant l'année 2016, se sont élevées à 129 milliards DH, soit une baisse de 14 milliards DH ou 10% par rapport à 2015 (143 milliards DH). Cette baisse résulte de l'effet combiné de la baisse des charges en principal de 13,7 milliards DH et des charges en intérêts de 0,3 milliards DH.

Par type de dette, les charges de la dette intérieure ont diminué de près de 13 milliards DH pour s'établir à 117,6 milliards DH contre 130,6 milliards DH à fin 2015. Quant à celles de la dette extérieure, elles ont baissé de 1 milliard DH pour atteindre 11,4 milliards DH en 2016 contre 12,4 milliards en 2015.

6. Indicateurs de coût

6.1. Coût moyen de la dette du Trésor

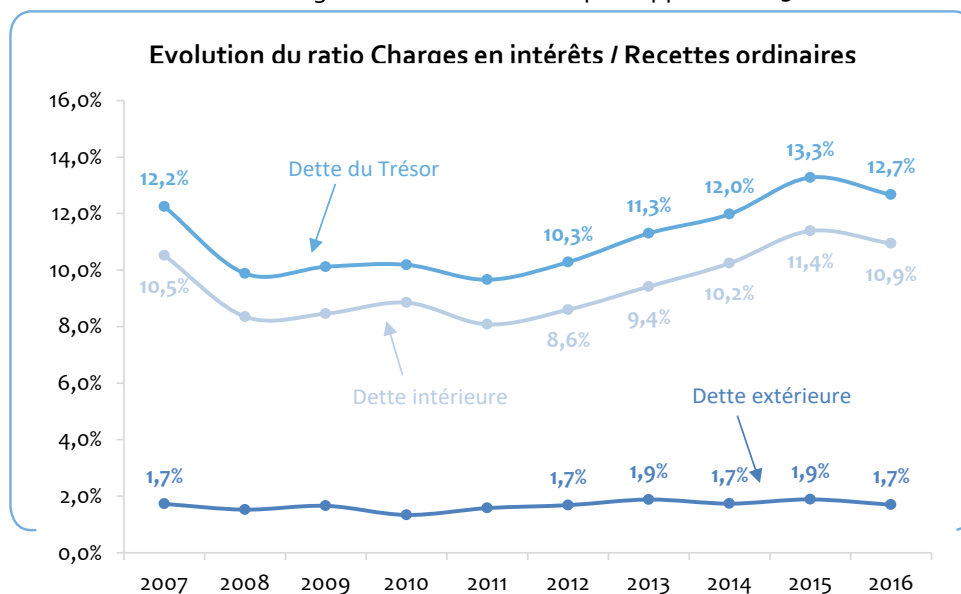
Le coût moyen de la dette du Trésor ressort à 4,0% en 2016, en baisse de près de 30 pb par rapport à son niveau enregistré en 2015 (4,3%). Cette évolution s'explique principalement par la baisse du coût moyen de la dette intérieure de près de 36 pb couplée à la baisse du coût moyen de la dette extérieure de 14 pb.

6.2. Taux moyen pondéré des émissions par adjudication

Le taux moyen pondéré des émissions des BDT (y compris les opérations de gestion active) s'est établi à 2,82%, en baisse de 35,4 pb par rapport à celui enregistré à fin 2015. Cette baisse s'explique essentiellement par la tendance baissière des taux des BDT enregistrée en 2016 par rapport à 2015 (-48,3 pb), sachant que la structure des levées du Trésor n'a pas connu de changements importants entre ces deux années avec une quasi-stabilité de la part des levées sur les maturités inférieures ou égale à 2 ans (4,6% en 2015 contre 4,7% en 2016).

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

A fin 2016, le ratio des charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires hors TVA des collectivités locales, s'est établi à 12,7% contre 13,3% en 2015, soit une baisse de 0,6%. L'évolution de ce ratio s'explique essentiellement par l'effet conjugué de la hausse de près de 4% des recettes ordinaires et la baisse de 1% des charges en intérêts en 2016 par rapport à 2015.



7. Indicateurs de risque

7.1. Part du court terme

La part de la dette à CT dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 13,3% contre 13,9% en 2015. Ce recul s'explique essentiellement par la baisse du stock des instruments à maturité résiduelle courte dans le portefeuille de la dette intérieure qui est passé de 80,1 milliards DH à 75,3 milliards à fin 2016 suite au recours à des opérations d'échange ayant permis de remplacer des BDT à court terme par d'autres à moyen et long termes.

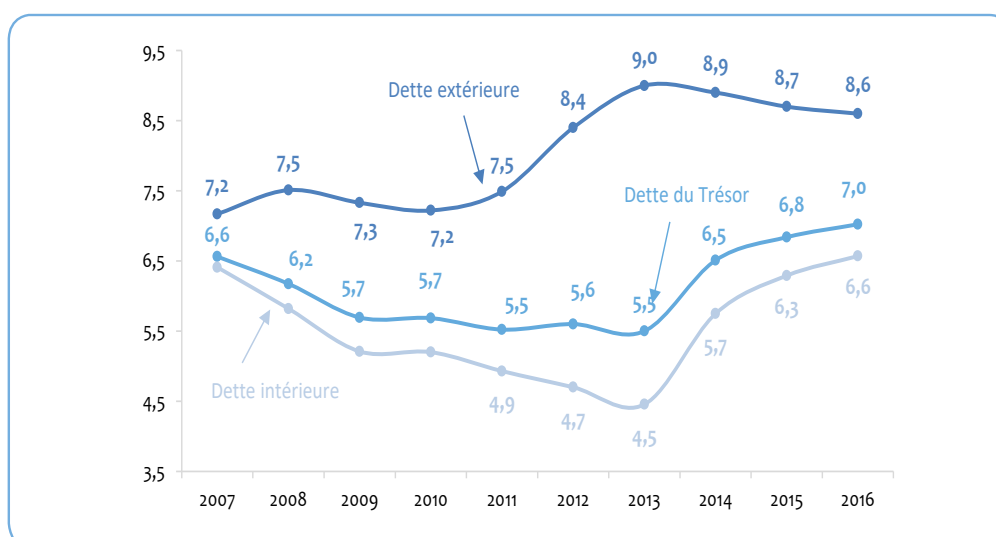
Pour ce qui est de la dette extérieure, la part des amortissements arrivant à échéance à moins d'un an s'est élevée à 8,3% à fin 2016 contre 5,2% en 2015. Cette évolution est liée au remboursement prévu durant le 1er semestre de l'année 2017 de l'Eurobond de 500 millions d'euros émis en 2007.

7.2. Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor a augmenté de 2 mois et 12 jours par rapport à fin 2015 pour se situer à 7 ans. Cette évolution est imputable essentiellement à la hausse de la durée de vie moyenne de la dette intérieure qui s'est établie à 6 ans et 7 mois, en hausse de 4 mois par rapport à fin 2015.

Concernant la durée de vie moyenne de la dette extérieure et de par la nature des emprunts contractés auprès des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux qui présentent tous des échéanciers de remboursement amortissables (remboursements étalés sur la durée des prêts), celle-ci a peu évolué s'établissant à 8 ans et 8 mois à fin 2016, soit quasiment le même niveau qu'en 2015.

Evolution de la durée de vie moyenne - en années -



7.4. Part de la dette à taux variable

A fin 2016, la part du taux variable dans le portefeuille de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 42,0% contre 38,3% à fin 2015 et 35,1% à fin 2014. Cette augmentation de la part des taux variables et qui

a permis de réaliser des économies en termes d'intérêts payés, est motivée, d'une part, par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt variables, particulièrement l'Euribor qui est devenu négatif à partir du 6 novembre 2015 et, d'autre part, par les anticipations du marché qui ne présagent pas une remontée imminente des taux d'intérêts notamment sur le compartiment de l'euro compte tenu des perspectives économiques dans la zone Euro.

EVOLUTION DE LA DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE

1. Encours

L'encours de la dette extérieure publique, qui est composé de l'encours (i) de la dette extérieure du Trésor, (ii) de la dette extérieure garantie ou non garantie des Établissements et entreprises publics (EEPs) et (iii) de la dette extérieure des collectivités territoriales (CTs), s'est établi, à fin 2016, à 312,5 milliards DH, enregistrant ainsi une augmentation de 11,5 milliards DH ou 3,8% par rapport à 2015.

Cette évolution de l'encours de la dette extérieure publique est due principalement à l'accroissement de l'encours de la dette extérieure des EEPs de 6,0% pour s'établir, à fin 2016, à 168,8 milliards DH contre 159,2 milliards DH l'année passée (+9,6 milliards DH).

Rapporté au PIB, cette dette représente 30,8% contre 30,5% à fin 2015, soit une légère augmentation de 0,3 point du PIB.

2. Structure par créanciers

La structure, par créanciers, de la dette extérieure publique reste caractérisée par la prédominance des emprunts à l'égard des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) qui ont vu leur encours progresser de 12,1 milliards DH durant cette année. Pour ce qui est des créanciers privés, l'encours de leurs prêts a reculé de 0,6 milliard DH du fait de l'effet combiné de l'absence, en 2016, d'émission du secteur public sur le marché financier international et des flux nets négatifs constatés pour le portefeuille de dettes envers les banques commerciales.

3. Structure par emprunteurs

La dette extérieure des EEPs représente plus de 54% du total de la dette extérieure publique. De ce fait, et pour la deuxième année consécutive, les EEPs sont devenus le premier groupement d'emprunteurs du secteur public avec un encours de 169,7 milliards DH.

Pour ce qui est de la répartition de la dette extérieure des EEPs par emprunteur, plus de 75% de l'encours de cette dette est détenu par cinq emprunteurs, à savoir : l'ONEE (25%), l'OCP (24%), ADM (13%), l'ONCF (10%) et MASEN (9%).

4. Structure par taux d'intérêt

La composition de la dette extérieure publique par types de taux d'intérêt fait ressortir une prépondérance de la part de la dette extérieure assortie de taux d'intérêt fixes à hauteur de 74% contre 26% pour la dette à taux d'intérêt flottants.

5. Tirages sur emprunts extérieurs

Les ressources d'emprunts extérieurs mobilisées par le secteur public durant l'année 2016 ont porté sur un montant global de 31,9 milliards DH, en baisse de 15% par rapport à leur niveau de 2015.

Les tirages mobilisés par le Trésor en 2016 ont totalisé un montant de 10,4 milliards DH alors que ceux mobilisés par les EEPs se sont établis à près de 21,5 milliards DH.

Les tirages du secteur public ont été mobilisés exclusivement auprès des créanciers officiels à concurrence de 12,5 milliards DH pour les bilatéraux et 19,3 milliards DH pour les institutions internationales, en hausse, respectivement, de +3,8 milliards DH et +1,6 milliard DH.

6. Service de la dette extérieure publique

Le service de la dette extérieure publique s'est élevé à 29,1 milliards DH contre 24,7 milliards DH en 2015, enregistrant ainsi une hausse de 4,4 milliards DH. Cette évolution s'explique essentiellement par l'effet conjugué des remboursements par anticipation réalisés par ADM et Holding Al Omrane (HAO) à l'égard du FADES pour un montant de 3,2 milliards DH, le démarrage des remboursements au titre de certains emprunts extérieurs des EEPs et des paiements des intérêts au titre de l'Eurobond émis en 2015 par l'OCP.

Rapporté aux recettes courantes de la balance des paiements, le service de la dette extérieure publique représente, en 2016, 6,8% contre 6,0% en 2015 et 7,1% en 2006.

GESTION ACTIVE DE LA DETTE DU TRESOR

1. Gestion active de la dette intérieure

Au courant de l'année 2016, la Direction du Trésor a mis en place 7 opérations d'échange de BDT pour un montant total racheté de 25,1 milliards DH.

En termes d'impact des opérations de gestion active de la dette intérieure réalisées en 2016 sur les indicateurs de coût et de risque, lesdites opérations ont engendré :

- une réduction nette des charges en intérêts de la dette intérieure payées en 2016 de près de 90,9 millions DH. Cette diminution provient de l'effet combiné de la baisse des charges en intérêts à payer en 2016 de près de 194,3 millions DH suite au rachat par anticipation des tombées de cette même année et d'une augmentation desdites charges de près 103,4 millions DH suite au rachat de tombées de 2017.
- une atténuation du risque de refinancement lié à la dette du Trésor à travers la réduction des tombées des mois concernés par les opérations d'échange de BDT de près de 2,6 milliards DH en moyenne par mois ; et
- un rallongement de la durée de vie moyenne de la dette intérieure de près de 4 mois par rapport à son niveau de fin 2015 pour s'établir à 6 ans et 7 mois. En excluant l'impact desdites opérations sur la DVM, celle-ci se serait établie à 6 ans et 3,4 mois, soit pratiquement le même niveau enregistré à fin 2015.

2. Gestion active de la dette extérieure

Dans le cadre de la poursuite des opérations de gestion active de la dette extérieure visant la réduction du coût d'endettement et l'atténuation des risques financiers liés au portefeuille de la dette extérieure du Trésor, un montant de l'ordre de 17,5 millions DH a été traité au cours de l'année 2016 portant ainsi l'enveloppe totale traitée via ces opérations à près de 73 milliards DH.

Les principales activités de l'année 2016 ont concerné les points suivants :

- la clôture du programme de conversion de dettes en investissements privés conclu avec l'Espagne;
- la poursuite de la réalisation des projets financés à travers les Accords de conversion de dettes en cours conclus avec l'Italie et l'Espagne ;
- l'annulation d'une partie de la dette à l'égard de l'Italie.

GESTION ACTIVE DE LA TRESORERIE

1. Opérations réalisées en 2016

Dans un contexte d'amélioration aussi bien des disponibilités du compte courant du Trésor (CCT) que du besoin de liquidité des banques, la Direction du Trésor a pu réduire le niveau du solde du CCT de près de 5,7 milliards DH en moyenne par jour en 2016 s'établissant à 3,3 milliards DH en moyenne quotidienne contre 9 milliards DH hors opérations de trésorerie et ce, grâce au recours quotidien aux opérations de placement sur le marché monétaire.

En effet, la DTFE a réalisé 305 opérations de placement dont 289 opérations de placement avec prises en pension (95%) et 16 opérations de dépôts en blanc (5%).

Le volume global placé a atteint 695,1 milliards DH contre 691,5 milliards DH en 2015 alors que les TMP des opérations de placement réalisées au titre des opérations de placement (prises en pension de BDT et dépôts en blanc), ont enregistré une baisse de près de 24 pb, s'établissant à 2,18% en 2016 contre 2,42% en 2015.

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

La gestion active de la trésorerie a dégagé, au cours de l'année 2016, un produit net d'impôt de 135,3 millions DH venant en déduction de la charge de la dette du Trésor dont 98,2 millions DH (73% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement et 37,1 millions DH au titre de la rémunération du solde du CCT.
