

Royaume du Maroc



Projet de Loi de Finances
pour l'année budgétaire
2024



RAPPORT SUR LA DETTE
PUBLIQUE

RAPPORT SUR LA DETTE PUBLIQUE

LISTE DES ABREVIATIONS

APUs	: Administrations Publiques
ASFIM	: Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BDT	: Bons du Trésor
BEI	: Banque Européenne d'Investissement
BERD	: Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement
BID	: Banque Islamique de Développement
BIRD	: Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement
BoJ	: Banque Centrale du Japon
CCT	: Compte Courant du Trésor
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CT	: Court terme
CTs	: Collectivités Territoriales
DH	: Dirham Marocain
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
DVM	: Durée de vie moyenne
EEPs	: Établissements et Entreprises Publics
EMBI+	: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index
EPNM	: Établissements Publics à caractère non marchand
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Économique et Social
FED	: Réserve Fédérale Américaine
FMA	: Fonds Monétaire Arabe
FMI	: Fonds Monétaire International
GSDSP	: Guide des Statistiques de la Dette du Secteur Public du FMI (publié en 2011)
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
IA	: Institutions Assimilées
IFPs	: Institutions Financières Publiques
IUPs	: Institutions d'Utilité publique
IVT	: Intermédiaire en Valeurs du Trésor
LT	: Long terme
MASEN	: Moroccan Agency For Sustainable Energy
MAVT	: Marché des Adjudications des Valeurs du Trésor

MEF	: Ministère de l'Économie et des Finances
MENA	: Middle East and North Africa
MFI	: Marché Financier International
MLT	: Moyen et long termes
MONIA	: Moroccan Overnight Index Average
MSFP	: Manuel des Statistiques des Finances Publiques du FMI de 2014
MT	: Moyen terme
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
ONCF	: Office National des Chemins de Fer
ONEE	: Office National de l'Électricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
ORPS	: Organismes de Retraite et de Prévoyance Sociale
Pb	: Point de base (1 pb = 0,01%)
PIB	: Produit Intérieur Brut
RAM	: Royal Air Maroc
RCBP	: Recettes Courantes de la Balance des Paiements
RO	: Recettes Ordinaires Hors TVA des CTs
SGPTV	: Société de Gestion du Port de Tanger Ville
SNGFE	: Société Nationale de Garantie et du Financement de l'Entreprise
S&P	: S&P Global Ratings
TCT	: Très court terme
TM2	: Tanger Med 2
TMP	: Taux moyen pondéré
TMPA	: Tanger Med Port Authority
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne

Les objectifs fondamentaux de la stratégie de gestion de la dette du Trésor consistent à assurer à l'Etat un financement stable et durable lui permettant de couvrir l'ensemble de ses besoins de financement tout en réduisant, à terme, son coût d'endettement, limiter l'exposition du portefeuille de la dette aux risques financiers et contribuer au développement du marché domestique des valeurs du Trésor.

CHIFFRES CLES

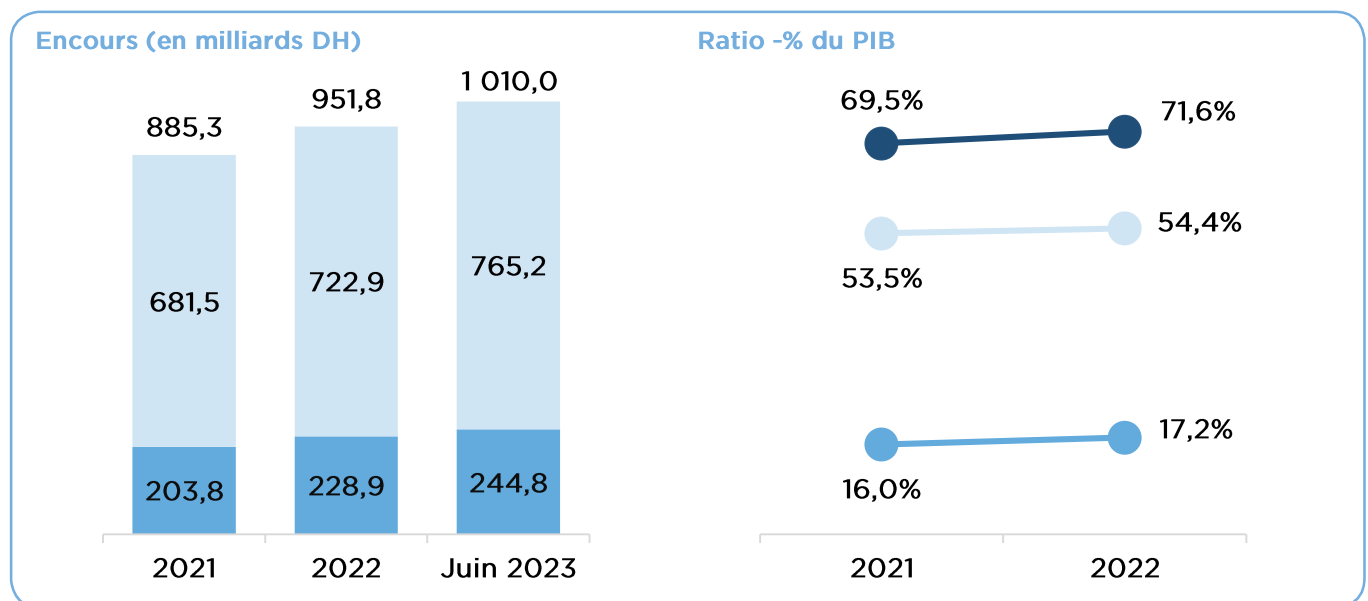
▶ DETTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

	2021	2022
Encours (en milliards DH)	799,3	880,2
En% du PIB	62,7%	66,2%

Les données de 2021 ont été actualisées et celles de 2022 sont provisoires

▶ ENDETTEMENT DU TRÉSOR

Dettes du Trésor/Dettes intérieures/Dettes extérieures



▶ DETTE NÉGOCIABLE DU TRÉSOR

	2021	2022	S1-2023 (p)
Encours (en milliards DH)	725,5	738,4	799,8
Adjudication de BDT	646,6	665,8	705,6
Eurobonds	78,9	72,6	94,2

▶ DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

	2021	2022	S1-2023 (p)
Encours (en milliards DH)	380,6	423,6	430,5
Trésor	203,8	228,9	244,8
EEPs	171,4	186,6	177,6
Institutions Financières Publiques	2,5	4,7	4,4
CTs	2,3	2,5	2,8
IUP	0,6	0,9	0,9
% PIB	29,9%	31,8%	-

► CHARGES EN INTÉRÊTS

	2021	2022	S1-2023 (p)
Dettes du Trésor (en milliards DH)	29,6	29,7	19,2
% RO	11,6%	9,8%	12,6%
Dettes intérieure (en milliards DH)	24,9	24,8	15,6
% RO	9,7%	8,1%	10,3%
Dettes extérieure (en milliards DH)	4,7	5,0	3,6
% RO	1,9%	1,6%	2,4%
Dettes extérieure publique (en milliards DH)	8,9	9,7	6,2
% RCBP	1,6%	1,3%	-

► INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE - DETTE DU TRÉSOR

	2021	2022	S1-2023
Coût moyen apparent	3,4%	3,2%	-
Durée de vie moyenne	7 ans et 2 mois	6 ans et 8 mois	6 ans et 10 mois
Part du court terme	12,7%	17,2%	14,2%

► ADJUDICATION DES BONS DU TRÉSOR

	2021	2022	S1-2023
Émissions (en milliards DH)	144,5	128,8	180,1
Soumissions (en milliards DH)	353,5	276,1	397,3
Taux de couverture*	2,5 fois	2,1 fois	2,6 fois
Souscriptions nettes (en milliards DH)	45,9	19,1	39,8

* Sans tenir compte des opérations de gestion active de la dette intérieure

► GESTION ACTIVE DE LA DETTE INTÉRIEURE

En milliards DH	2021		2022		S1-2023	
	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*	Nbr. d'opérations	Mt. Racheté*
Rachat de BDT	-	-	-	-	-	-
Échange de BDT	8	21,5	2	8,6	5	42,7
Total	8	21,5	2	8,6	5	42,7

*Montant nominal

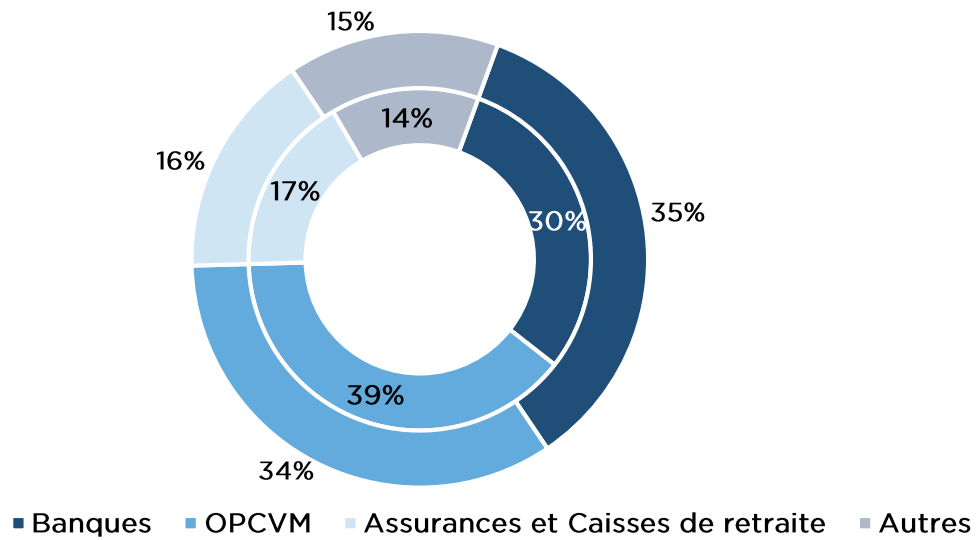
► MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

	2021	2022	S1 - 2023
Volume des opérations fermes (en milliards DH)	578	824	555
Taux de rotation*	82%	109%	69%
Taille moyenne des opérations (en millions DH)	90	103	75

*Rapport entre le volume des transactions fermes réalisées sur le marché secondaire et l'encours des titres sur lesquelles ces transactions ont porté.

► DÉTENTEURS DES BDT ÉMIS PAR ADJUDICATION

2022 : Anneau extérieur
2021: Anneau intérieur



► TRÉSORERIE

	2021		2022		S1 - 2023	
	Dépôts en blanc	Repo	Dépôts en blanc	Repo	Dépôts en blanc	Repo
Nombre d'opérations	91	310	94	311	54	145
Encours quotidien moyen des placements (en milliards DH)	0,7	7,6	0,7	5,9	1,01	31,8
TMP des placements	1,50%	1,36%	1,61%	1,52%	2,82%	2,72%

POLITIQUE D'ÉMISSION DES BDT

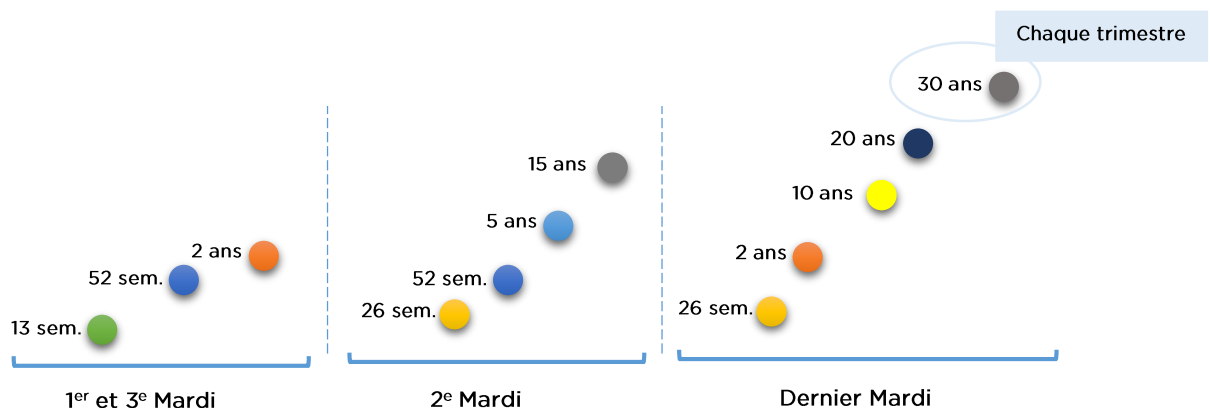
LA POLITIQUE D'ÉMISSION DU TRÉSOR SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE REPOSE SUR LES PRINCIPES DE RÉGULARITÉ ET DE TRANSPARENCE POUR ACCROÎTRE LA LIQUIDITÉ ET LA PROFONDEUR DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÉSOR ET PERMETTRE AINSI DE RÉDUIRE LE COÛT D'ENDETTEMENT DE L'ÉTAT.

▶ TRANSPARENCE

- Programme annuel de financement.
- Annonce, chaque premier lundi du mois, du besoin mensuel.
- Annonce, à la veille de chaque séance d'adjudication, du besoin de financement hebdomadaire.
- Système électronique de soumissions aux adjudications des BDT en temps réel avec anonymat des soumissionnaires.
- Informations économiques et financières exhaustives et fréquentes à la disposition des investisseurs.
- Canaux multiples de communication : réunions, bulletins et rapports, site internet, Bloomberg, conférences.
- Réunions régulières avec les banques IVT et l'ASFIM.

▶ RÉGULARITÉ

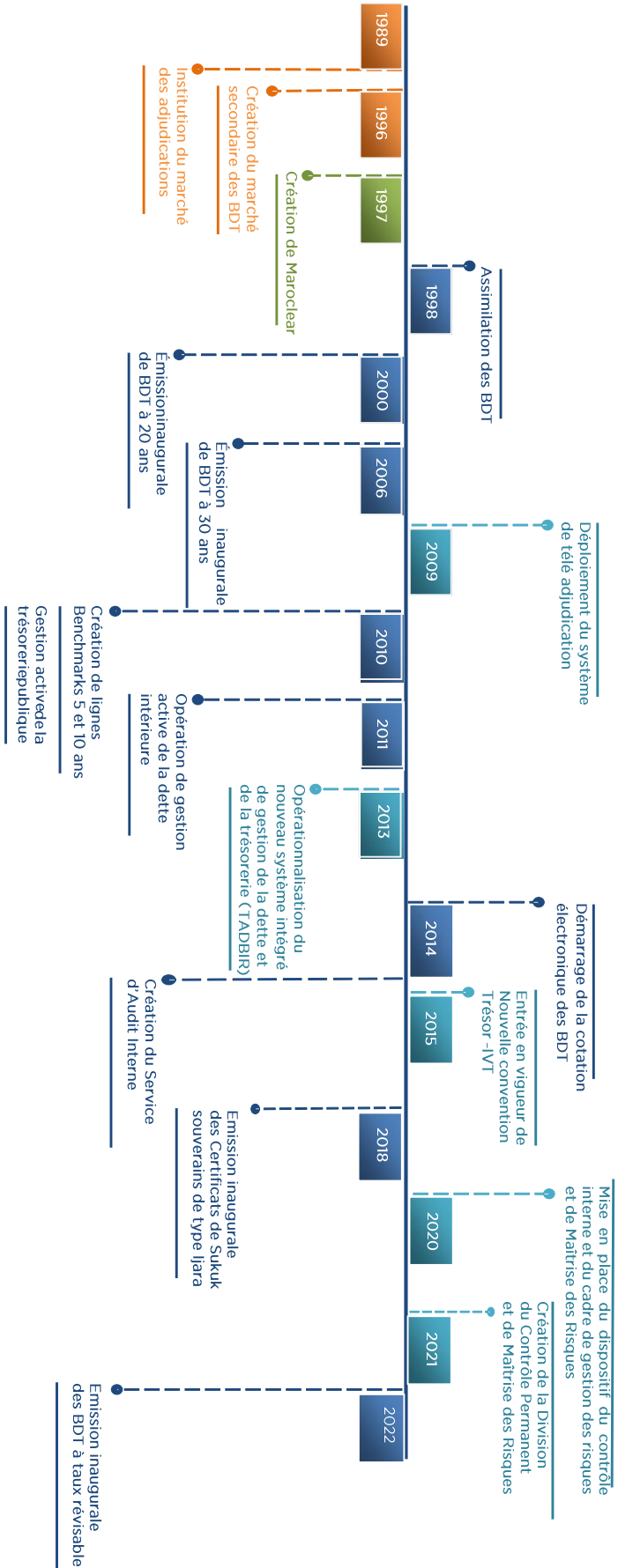
Calendrier d'émission préétabli :



▶ COORDINATION AVEC BANK AL-MAGHRIB

- Réunions mensuelles de coordination de haut niveau DTFE-BAM pour discuter de l'ensemble des sujets d'intérêt commun.
- Communication à BAM, sur une base hebdomadaire, des prévisions de trésorerie de l'État.
- Communication par BAM du solde provisoire du CCT plusieurs fois par jour et du solde de fin de journée.
- Échanges quotidiens entre les front-Offices et les back-offices des deux institutions.

▶ PROCESSUS CONTINU DE RÉFORMES POUR LE DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES VALEURS DU TRÈSOR



ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

► CONTEXTE INTERNATIONAL

Considérée comme une année particulièrement difficile, l'année 2022 a été caractérisée par un choc géopolitique déclenché par le conflit russo-ukrainien et par une crise énergétique entraînant une envolée de l'inflation, face à laquelle les banques centrales ont procédé à un revirement de leurs politiques monétaires très accommodantes et ce, après plus d'une décennie de taux bas, voire négatifs. En effet, la plupart des Banques centrales ont durci leurs politiques monétaires à travers le relèvement de leurs taux directeurs avec un rythme et une ampleur plus rapides que lors des cycles précédents.

Dans ce contexte, la **croissance économique mondiale** a décéléré en 2022 pour s'établir à 3,5% contre 6,3% en 2021. Ce ralentissement généralisé de l'activité aussi bien des pays avancés que des pays émergents, s'explique justement par les répercussions du conflit russo-ukrainien notamment la forte hausse des prix des matières premières et le durcissement des conditions monétaires. La persistance de la crise sanitaire en Chine a également contribué à ce ralentissement économique.

Aux États-Unis, la croissance du produit intérieur brut s'est établie à 2,1% en 2022 contre 5,9% en 2021. Cette décélération est attribuable au ralentissement de la demande, en lien avec la baisse du pouvoir d'achat des ménages impacté par la hausse des taux directeurs et par l'accélération de l'inflation.

De son côté, le marché du travail américain a poursuivi sa résilience en 2022 et ce, malgré le ralentissement économique aux États-Unis. Ainsi, le taux de chômage a reculé à 3,6%, regagnant son niveau d'avant la pandémie. Quant au taux d'inflation, il s'est établi à 8,7% en 2022 contre 5,3% en 2021.

Pour faire face à l'accélération de l'inflation, la Réserve fédérale américaine (Fed) a durci sa politique monétaire en relevant de 425 pb ses taux directeurs depuis mars 2022 pour les situer dans une fourchette de 4,25% à 4,5%. Il s'agit du durcissement monétaire le plus agressif et rapide qu'aient connu les États-Unis depuis les années 1980. La Fed a également mis fin aux achats d'actifs en mars 2022 et a entamé la réduction de son bilan avec un rythme mensuel de 47,5 MM\$ entre juin et août, puis de 95 MM\$ à partir de septembre.

Bien que la Fed ait décidé de ralentir le rythme de hausse des taux lors de sa dernière réunion de décembre, elle a, toutefois, maintenu un ton ferme et souligné que ces moindres hausses ne signifiaient pas la fin du resserrement de la politique monétaire. En effet, la Fed a poursuivi sa politique de resserrement monétaire au cours de l'année 2023 pour porter ses taux dans la fourchette de 5,25% à 5,50% et ce, dans un contexte d'inflation jugée encore élevée et d'un marché du travail vigoureux.

Concernant la **zone euro**, après avoir atteint 5,3% en 2021, l'économie a fait preuve d'une certaine résilience face aux retombées de la guerre en Ukraine avec un taux de croissance de 3,5%, soit un niveau supérieur à celui de la Chine (3%) et des États-Unis (2,1%). Cette dynamique de la croissance a été soutenue par la bonne tenue du secteur des services bénéficiant de la levée des restrictions liées à la pandémie ainsi que par les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics.

Toutefois, les performances en matière de croissance ont considérablement varié d'un pays à l'autre. Alors que le Portugal et l'Espagne ont enregistré des taux de croissance respectifs de 6,7% et 5,5% en 2022, l'Allemagne, la France et l'Italie ont observé des niveaux de croissance respectivement de 1,8%, 2,5%, et 3,7%.

S'agissant du marché de l'emploi, il est resté dynamique en 2022 en dépit de la guerre en Ukraine et de la flambée de l'inflation. Ainsi, le taux de chômage a atteint son niveau le plus bas depuis 30 ans à 6,5% contre 7,7% en 2021. De son côté, l'inflation s'est accélérée en 2022 pour s'établir à 8,4% après 2,6% en 2021, reflétant principalement une forte hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires provoquée par la guerre en Ukraine.

Pour tenter de contenir les pressions inflationnistes, la BCE a mis en place une série de mesures pour normaliser son orientation monétaire. Elle a procédé, pour la 1^{ère} fois depuis onze ans, à une hausse de 250 pb de ses taux directeurs en 2022, portant ainsi le taux de la facilité des dépôts à 2%, le taux de refinancement à 2,5% et le taux de prêt marginal à 2,75%. Elle a également accéléré la réduction de son programme d'achats d'actifs (APP) tout en annonçant son intention de mettre fin à ces opérations en 2023.

Même si la BCE a, à l'instar de la Fed, opéré une hausse des taux en décembre plus modeste que lors de ses précédentes réunions, les propos de sa présidente ont laissé présager de nouvelles remontées de taux directeurs. Ainsi, la BCE a poursuivi son resserrement monétaire au cours de l'année 2023 portant le taux de la facilité des dépôts à 3,75%, le taux de refinancement à 4,25% et le taux de prêt marginal à 4,50%.

Au **Japon**, la croissance économique a suivi une évolution en dents de scie. Ainsi, après un recul de 0,7% au 1^{er} trimestre, la croissance a retrouvé son niveau pré-pandémique pour la première fois au 2^{ème} trimestre (1,4%). Toutefois, la tendance s'est inversée et la croissance a enregistré une baisse de 0,4% au 3^{ème} trimestre avant d'atteindre 0,1% au 4^{ème} trimestre. Sur l'année, la croissance a décéléré à 1% contre 2,2% en 2021, en lien avec l'augmentation de l'inflation et le ralentissement économique mondial, lesquels ont pesé sur le pouvoir d'achat des ménages et sur les exportations.

Le marché du travail a poursuivi son rétablissement avec un taux de chômage atteignant son niveau très proche de celui de 2019 à 2,6%. Pour ce qui est de l'inflation, le Japon a fait face à des pressions inflationnistes (2,5% en 2022) qui restent faibles par rapport au reste du monde.

S'agissant de la politique monétaire et contrairement aux orientations restrictives des Banques centrales occidentales, la Banque centrale du Japon (BoJ) a maintenu sa politique très accommodante en laissant inchangé son principal taux d'intérêt à -0,1%, tout en confirmant son engagement à contenir le rendement des obligations d'Etat à dix ans autour de zéro à travers l'achat d'obligations d'Etat.

Dans les **pays émergents**, l'activité économique a connu un ralentissement généralisé suite aux effets de la crise ukrainienne et au resserrement des politiques monétaires des Banques centrales pour contenir l'inflation.

En **Chine**, l'économie a évolué tout au long de l'année au gré de la succession d'épisodes de confinement suite au maintien de la politique sanitaire « zéro Covid ». Ainsi, après une croissance de 0,8% au 1^{er} trimestre, le PIB a enregistré une baisse de 2,3% au 2^{ème} trimestre sous l'effet des confinements stricts en particulier à Shanghai, avant de rebondir au 3^{ème} trimestre (3,9%) et au 4^{ème} trimestre (0,6%) bénéficiant de la réouverture de l'économie.

Sur l'année, la croissance économique a enregistré un net ralentissement à 3% en 2022, soit l'un des rythmes les plus faibles depuis près de 40 ans. Ce ralentissement résulte également de l'aggravation de la crise du secteur de l'immobilier déclenchée notamment par la mise en œuvre des mesures visant à limiter l'endettement des promoteurs.

Pour ce qui est de l'inflation, la Chine compte parmi les rares pays épargnés par les hausses des prix. Ainsi, le taux d'inflation reste relativement faible à 2% en 2022. En l'absence de pressions inflationnistes et contrairement aux orientations des politiques monétaires des pays occidentaux, la Banque centrale de Chine a assoupli sa politique monétaire en réduisant son taux directeur à deux reprises de 15 pb pour le ramener à 3,65% afin de stimuler la demande.

Elle a également abaissé, à deux reprises, son taux de réserves bancaires obligatoires pour le ramener à 7,8%.

En **Inde**, bien que moins exposée à l'environnement économique mondial que d'autres pays d'Asie, la croissance économique a décéléré en 2022 pour s'établir à 7,2% contre 9,1% en 2021 et ce, en lien avec la forte baisse de la demande extérieure, le durcissement monétaire ainsi que la faiblesse de la production manufacturière. L'économie indienne reste, toutefois, soutenue par la consommation privée et l'investissement.

Le marché du travail n'a pas renoué avec les niveaux d'avant-crise. Ainsi, le taux de chômage reste élevé à 7,3% en 2022. Pour ce qui est du taux d'inflation, ce dernier a atteint 6,7% contre 5,5% un an auparavant, dépassant la borne supérieure de la fourchette cible de 2% à 6%. La Banque centrale a été ainsi contrainte à modifier le biais accommodant de sa politique monétaire et a fortement relevé son principal taux directeur à 6,25%, portant le cumul à 225 pb depuis mai.

Au **Brésil**, la croissance économique s'est établie à 2,9% en 2022 après une reprise de 5% en 2021, soutenue par la bonne performance des secteurs des services et de l'industrie ainsi que par la consommation des ménages favorisée notamment par les mesures de soutien mises en place par le Gouvernement.

Pour tenter de freiner l'inflation qui s'est établie à 9,3% en 2022 contre 8,3% un an auparavant, la Banque centrale du Brésil a procédé au relèvement de son taux directeur de 450 pb pour le ramener à 13,75%.

Dans ce contexte de tensions géopolitiques, **les marchés financiers** ont enregistré une forte volatilité, laquelle a été accentuée par les nombreux resserrements des politiques monétaires des Banques centrales pour faire face à l'inflation.

Ainsi, les principaux indices boursiers ont accusé des reculs, mettant fin à un cycle de trois années consécutives de hausse. Aux Etats Unis, les indices Dow Jones et le Nasdaq ont reculé respectivement de 9,40% et de 32,97%. Quant aux marchés boursiers européens, ces derniers ont été plus résilients avec une baisse de l'indice Eurostoxx 50 qui s'est limitée à 11,74%. En Asie, le Nikkei a également clôturé l'année en baisse de 9,30%.

S'agissant des marchés obligataires, les taux de rendement ont enregistré une hausse notable qui s'explique par le changement d'orientation des politiques monétaires auparavant accommodantes des Banques centrales. Ainsi, le taux américain à 10 ans s'est tendu pour atteindre son pic en octobre 2022, soit 4,242% alors qu'il a débuté l'année à 1,628%. Tandis que le taux allemand à 10 ans a suivi la même tendance pour clôturer l'année à 2,571% alors qu'il s'établissait à -0,118% début janvier.

Sur le marché des changes, l'année 2022 a été marquée par une tendance haussière du dollar face à l'euro atteignant une parité euro/dollar de 0,9594 fin septembre 2022, porté par son statut de valeur refuge dans un contexte d'incertitude géopolitique ainsi que par le différentiel de taux directeur entre la Fed et celui de la BCE. Toutefois, l'anticipation par les marchés d'un ralentissement du resserrement monétaire par la Fed a inversé cette tendance vers la fin d'année. Ainsi, la parité euro/dollar a clôturé l'année à 1,0705.

L'année 2022 a été également marquée par une dépréciation du yen face au dollar, pénalisé par le maintien de la politique très accommodante de la Banque centrale japonaise.

► EVOLUTION DES PRIMES DE RISQUE

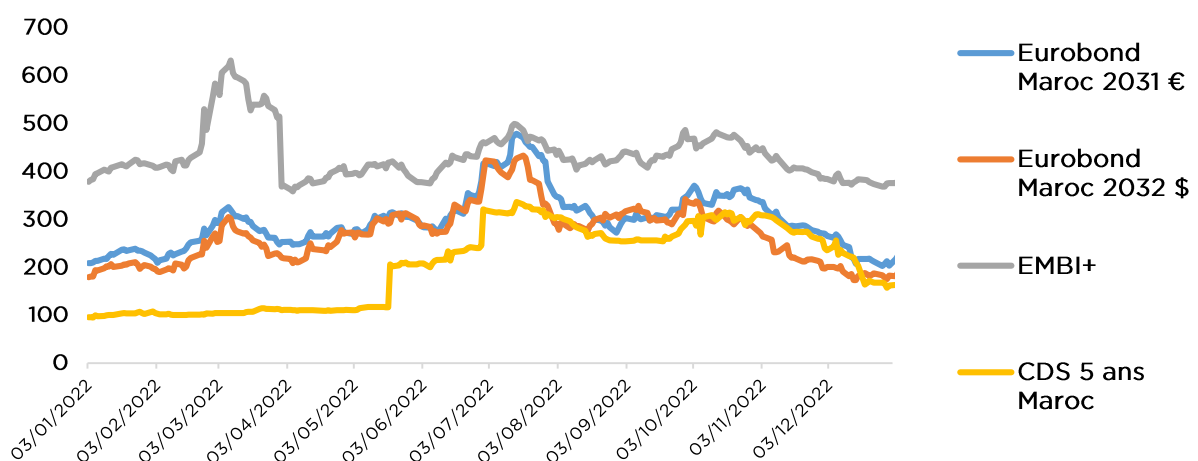
Dans un contexte caractérisé par une forte volatilité des marchés financiers, les spreads des titres des pays émergents se sont nettement élargis, comme en témoigne la hausse de l'indice EMBI+ qui a atteint un pic de 631 pb le 8 mars contre 378 pb enregistré le 3 janvier, soit une

hausse de 253 pb. Les tensions géopolitiques et le resserrement rapide de la politique monétaire américaine ont entraîné une détérioration des conditions de financement des pays émergents et d'importantes sorties de capitaux.

Toutefois, l'EMBI+ a entamé une tendance baissière à partir du 3^{ème} trimestre pour atteindre en fin d'année presque le même niveau enregistré en janvier 2022, soit 375 pb. Cette amélioration résulte notamment des perspectives de reprise de la croissance en Chine après la levée des restrictions sanitaires ainsi que par la baisse des prix des matières premières et son impact sur les économies des pays importateurs. Les perspectives d'un possible ralentissement dans le rythme du resserrement monétaire de la Fed après la publication des chiffres sur l'inflation indiquant des signes de décélération, ont également contribué à cette baisse.

Dans le même sillage, les spreads des Eurobonds Maroc ont suivi la même tendance mais avec des ampleurs moins prononcées que celles de l'EMBI+. Ainsi, les spreads des Eurobond 2032 \$ et 2031 € se sont élargis respectivement de 122 pb et 111 pb passant de 179 pb à 301 pb et de 208 pb à 319 pb entre le 3 janvier et le 8 mars 2022 avant d'enregistrer des baisses pour terminer l'année respectivement à 181 pb et à 203 pb.

Graphique 1 : Évolution des primes de risque en 2022



► ACTIONS DES AGENCES DE NOTATION AU COURS DE L'ANNÉE 2022

Les agences de notation ont opéré des séries d'actions plutôt baissières sur les notations souveraines au cours de l'année 2022.

Pour les **pays émergents**, les actions de rétrogradation ont touché les notations de plusieurs pays notamment le Pérou qui a vu sa note abaissée d'un cran à « BBB » par S&P. Moody's a rétrogradé d'un cran les notes du Mexique (Baa2) et du Chili (A2). Les notes de la Turquie ont été également abaissées d'un cran par Moody's (B3), S&P (B) et Fitch (B). De son côté, la Russie a vu sa note retirée par Fitch Ratings en raison des sanctions imposées par les pays occidentaux après l'invasion de l'Ukraine.

D'autres pays ont, toutefois, connu une amélioration de leurs notes notamment le Taiwan qui a vu ses notes rehaussées d'un cran à « AA+ » par S&P et « AA » par Fitch. De même, la note de l'Azerbaïdjan a été revue à la hausse d'un cran par Moody's à « Ba1 ».

Dans la **région MENA**, S&P a rehaussé d'un cran la note du Qatar à « AA ». Les notes d'Oman ont été également rehaussées de deux crans à « BB » par S&P et d'un cran à « BB » par Fitch. Toutefois, le Koweït a vu sa note abaissée d'un cran à « AA- » par Fitch. La note de la Tunisie a été également rétrogradée à « CCC » par Fitch avant d'être rehaussée à « CCC+ ». D'autres

pays du continent africain ont subi des rétrogradations de leurs notes notamment le Nigeria dont la note a été rétrogradée d'un cran à « B3 » par Moody's et à « B- » par Fitch et le Ghana dont la note a été abaissée de trois crans à « Ca » par Moody's, à « SD » par S&P et de quatre crans à « C » par Fitch.

L'Angola, par contre, a bénéficié d'un rehaussement d'un cran à « B- » par S&P. Le Mali et le Congo ont également vu leurs notes revues à la hausse respectivement à « Caa2 » par Moody's et à « CCC+ » par Fitch.

Pour les **pays européens**, l'année 2022 a enregistré des actions de notations plutôt haussières. Ainsi, le Portugal a vu ses notes rehaussées, d'un cran, par S&P (BBB+) et Fitch (BBB+). Les notes de la Croatie ont été revues à la hausse de deux crans par Moody's (Baa2) et S&P (BBB+) et d'un cran par Fitch (BBB+). S&P a également relevé d'un cran la note de la Grèce à « BB+ ».

D'autres pays ont, en revanche, enregistré des rétrogradations de leurs notes notamment la Biélorussie qui a vu ses notes rétrogradées de trois crans par Moody's (Ca), S&P (SD) et Fitch (RD). Les notes de l'Ukraine ont été également abaissées de deux crans à « Caa3 » par Moody's, de quatre crans à « SD » par S&P et de trois crans à « RD » par Fitch avant d'être relevées à « CCC+ » par S&P et à « CC » par Fitch.

Les notes du Maroc ont été confirmées avec perspective stable.

DETTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Dans le cadre de l'amélioration de la qualité de l'information mise à disposition des décideurs, des institutions nationales et internationales et du public de manière générale, le Ministère de l'Economie et des Finances (MEF) publie depuis 2020, dans le cadre de ce rapport sur la dette publique qui accompagne le projet de la loi de finances, les statistiques relatives à la dette consolidée des Administrations Publiques (APUs).

Pour rappel, ces statistiques sont établies suivant une approche méthodologique construite et partagée avec le FMI et qui permet une convergence progressive vers les normes internationales en matière de publications des statistiques telles que préconisées par le Manuel de Statistiques de Finances Publiques (MSFP 2014) et dans le Guide des Statistiques de la Dette du Secteur Public (GSDSP 2011).

Ladite méthodologie de consolidation a pour but de fournir une vision sur la situation d'endettement réel et global du secteur des APUs en procédant à une agrégation de tous les flux et encours s'inscrivant dans le cadre analytique convenu puis l'élimination de tous les flux et encours réciproques entre les entités constituant ce secteur. A cet effet, ladite méthodologie consiste en ce qui suit :

- (i) **la définition du périmètre de couverture institutionnelle regroupant l'ensemble des structures composant le secteur des APUs en conformité avec le cadre du MSFP 2014 ;**

Pour rappel, le périmètre du secteur des APUs couvre les sous-secteurs suivants :

- Gouvernement central budgétaire (Trésor) ;
- Gouvernement central extrabudgétaire : les établissements publics à caractère non marchand (EPNMs) ;
- Collectivités Territoriales ; et
- Organismes de Retraite et de Prévoyance Sociale (ORPS).

- (ii) **l'identification des instruments de la dette pris en compte dans le calcul de l'encours de la dette ;**

Selon la définition de la dette au sens étroit du FMI, les instruments de la dette des APUs se composent des éléments suivants :

- les bons et obligations du Trésor émis sur le marché intérieur ;
- les Eurobonds émis sur le Marché Financier International ;
- les dépôts dans les circuits du Trésor ;
- les crédits et emprunts contractés auprès des établissements de crédit et des bailleurs de fonds officiels étrangers (bilatéraux et multilatéraux) bénéficiant ou non de la garantie de l'État ;
- les emprunts bancaires et les émissions obligataires sur le marché domestique et le cas échéant sur le marché international, bénéficiant ou non de la garantie de l'État.

- (iii) **la valorisation de ces instruments suivant la méthode adoptée, soit une valorisation basée sur la valeur faciale.**

► EVOLUTION DE L'ENCOURS

A fin 2022, la dette consolidée des APU est estimée à près de 880,2 milliards DH contre 799,3 milliards DH à fin 2021, soit une hausse de près de 80,8 milliards de DH ou 10,1%. Cette évolution est due principalement à la hausse de l'encours de la dette du Trésor de près de 66,5 milliards DH, des dépôts au Trésor (+10,3 milliards DH) et de la dette des collectivités territoriales (+0,8 milliard DH).

Par ailleurs, la baisse de l'encours des BDT détenus par les ORPS et par les EPNMs de 9,4 milliards DH et 1,0 milliard DH respectivement a également contribué à la hausse de l'encours de la dette consolidée des APU.

En conséquence, l'encours de la dette des APU rapportée au PIB, a enregistré une hausse de près de 3,5 point de pourcentage s'établissant à 66,2% à fin 2022 contre 62,7% à fin 2021.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution de la structure de la dette consolidée des APU entre 2020 et 2022 :

Tableau 1 : Répartition de la dette consolidée des administrations publiques

	<i>En millions DH</i>		
	2020	2021	2022
Dette du Trésor (1)	832 602	885 306	951 780
En% du PIB	72,2%	69,5%	71,5%
Intérieure	632 899	681 527	722 916
Extérieure	199 703	203 779	228 864
Total des Dépôts au Trésor (2)	73 500	88 100	98 400
Dette des EPNMs (3)	31 482	7 422	7 300
Créances intra-secteur à déduire (4)	-214 774	-207 842	-204 398
Dépôts au Trésor des EPNMs	-30 260	-29 610	-36 520
Portefeuille en BDT détenu par les EPNMs et ORPS	-184 514	-178 232	-167 878
<i>EPNMs</i>	<i>-10 936</i>	<i>-9 136</i>	<i>-8 182</i>
<i>ORPS</i>	<i>-173 578</i>	<i>-169 097</i>	<i>-159 697</i>
Dette des Collectivités Territoriales (5)	24 887	26 288	27 121
Dette consolidée des administrations publiques (1 + 2 + 3 + 4 + 5)	747 697	799 274	880 203
En% du PIB	64,9%	62,7%	66,2%

Les données de 2020 et 2021 ont été actualisées et les données de 2022, notamment celles des ORPS et des EPNMs, sont provisoires. Les montants précédés du signe (-) sont des créances sur le Trésor détenues par des entités faisant partie du secteur des APU.

FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2022

► CONTEXTE DE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2022

Après une année exceptionnelle de croissance économique en 2021, l'année 2022 a été marquée par une succession de chocs tant endogènes qu'exogènes qui n'ont pas manqué d'impacter les différents secteurs de l'économie nationale et, par conséquent, les conditions de financement de l'Etat. En effet, l'enclenchement du conflit en Ukraine et la sécheresse qui a sévi ont engendré un renchérissement des prix des produits énergétiques et alimentaires sur les marchés internationaux et induit des niveaux d'inflation jamais atteints depuis des décennies ainsi qu'une hausse importante des dépenses de l'Etat liées essentiellement à la hausse des charges de compensation et des charges additionnelles allouées à l'appui de certains secteurs affectés notamment celui du transport. Paradoxalement, le déficit budgétaire a continué sa tendance baissière par rapport à l'année dernière et s'est même inscrit en baisse par rapport aux prévisions de la LF 2022 et ce, grâce au bon comportement des recettes au cours de cette année.

Dans ce contexte perturbé, les conditions de financement de l'Etat ont connu une dégradation notable. Sur le marché des adjudications des valeurs du Trésor (MAVT), la demande des investisseurs pour les BDT a sensiblement diminué reflétant principalement le manque de visibilité des investisseurs quant à la situation des finances publiques ainsi que les anticipations de hausses du taux directeur par la Banque centrale. Pour ce qui est des taux demandés, ils ont connu une évolution haussière depuis le mois de mars 2022 et ont enregistré des niveaux en décalage par rapport aux taux prévalant sur le marché secondaire et ceux relatifs à la cotation sur la plateforme Ebond.

Pour leur part, les conditions de financement extérieur se sont dégradées suite au resserrement des politiques monétaires adopté par les Banques centrales des principaux pays développés pour freiner l'accélération de l'inflation et contenir la volatilité des taux sur les marchés.

Face à cette situation, la Direction du Trésor a entrepris une panoplie de mesures pour satisfaire les besoins de financement de l'Etat. Ainsi, sur le marché domestique, la Direction du Trésor a :

- adopté une approche proactive basée sur un accompagnement continu et une concertation permanente avec le marché à travers l'organisation de réunions régulières et le maintien d'un contact permanent avec ses principaux partenaires afin d'aligner sa politique de financement aux attentes et aux besoins des différents acteurs du marché et mettre en place les outils lui permettant de faire face à la situation qui prévalait sur le marché.
- diversifié ses instruments de financement à travers l'émission, pour la première fois, de BDT à taux révisable afin de permettre aux investisseurs de se couvrir contre le risque de hausse des taux d'intérêt et au Trésor de drainer de la demande sur les maturités ayant connu une baisse voire une absence de la demande pendant cette période.
- émis des BDT à très court terme (TCT) auxquels la Direction du Trésor n'a pas eu recours depuis l'année 2013 et ce, afin de gérer les pics de besoins de trésorerie.
- recouru à l'utilisation du reliquat du tirage sur la ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI pour un montant de près de 21 milliards DH pour réduire la pression sur le marché domestique. Ce recours entre dans le cadre de l'arbitrage entre les différentes sources de financement disponibles dans la mesure où l'utilisation de cette ligne n'engendre pas de coût supplémentaire pour le Trésor. Etant rappelé que les charges en intérêts

découlant de l'utilisation de cette ligne par notre pays dans le contexte de la crise de la Covid-19 sont déjà supportés par le Trésor et prévus dans le cadre de la loi des finances 2022.

- entamé une réflexion, en collaboration avec les autorités de marché (BAM et AMMC) et en concertation avec les opérateurs du marché, sur la refonte de l'algorithme de construction de la courbe des taux afin que cette dernière reflète au mieux les conditions réelles du marché.

Pour ce qui est du financement extérieur, la Direction du Trésor a maintenu sa veille permanente sur le marché financier international dans l'objectif de saisir les fenêtres possibles de sortie sur ce marché et a procédé à l'accélération des mobilisations extérieures auprès des partenaires bilatéraux et multilatéraux.

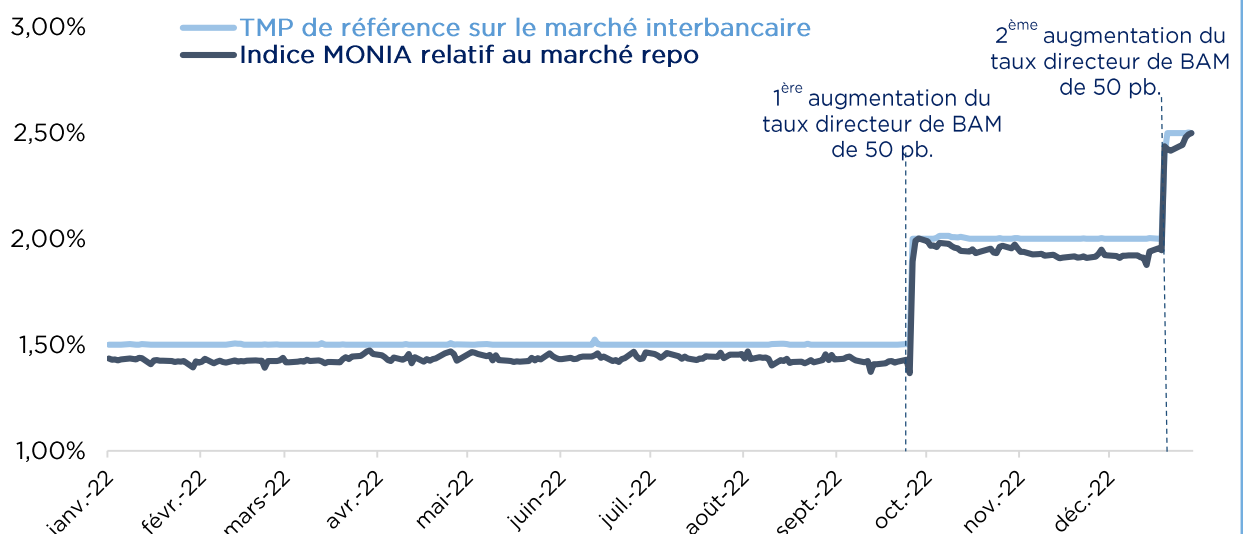
► FINANCEMENT INTÉRIEUR

Conditions du marché monétaire en 2022

Dans un contexte de résurgence de l'inflation, BAM a initié, dès le mois de septembre 2022, un resserrement de sa politique monétaire en procédant au relèvement de son taux directeur à deux reprises de 50 pb à chaque fois pour le ramener à 2,00% au mois de septembre et à 2,50% au mois décembre 2022. Dans ces conditions, l'évolution du taux de référence JJ sur le marché interbancaire et de l'indice MONIA relatif au marché repo a été caractérisée principalement par deux périodes :

- **Entre janvier et septembre 2022** : durant cette période, le taux de référence sur le marché interbancaire et l'indice MONIA sur le marché repo n'ont pas connu de variations significatives. Le TMP sur le marché interbancaire s'est établi à 1,52% en moyenne quotidienne contre 1,50% à fin 2021 tandis que l'indice MONIA a atteint 1,44% en moyenne quotidienne contre 1,42% à fin 2021.
- **Entre octobre et décembre 2022** : la première hausse de 50 pb du taux directeur de BAM opérée en septembre 2022 s'est répercutée, dans des proportions équivalentes, sur les taux de référence sur le marché interbancaire et l'indice MONIA sur le marché repo qui ont, ainsi, enregistré une hausse de près de 50 pb pour atteindre respectivement 2,04% et 1,94% en moyenne quotidienne au 20 décembre, date du deuxième relèvement du taux directeur de 50 pb. S'en est suivi une augmentation de même ampleur de ces deux taux.

Graphique 2 : Evolution des TMP de référence sur le marché interbancaire et le marché repo



Pour ce qui est de la liquidité bancaire, le besoin des banques s'est aggravé pour passer d'une moyenne hebdomadaire de près de 70,8 milliards DH en 2021 à 80,9 milliards DH en 2022, soit une hausse de 10,1% et ce, suite essentiellement à la hausse continue de la circulation fiduciaire.

Graphique 3 : Évolution de la liquidité du système bancaire entre 2020 et 2022 - en milliards DH -



Source : BAM

Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a continué à satisfaire l'intégralité de la demande des banques en injectant un volume de 93,5 milliards DH en moyenne hebdomadaire en 2022 après 82,9 milliards DH un an auparavant, dont 42,0 milliards DH sous forme d'avances à 7 jours, 28,4 milliards DH au titre des opérations de pension livrée à long terme et 23,0 milliards DH sous forme de prêts garantis à long terme.

Pour sa part, la Direction du Trésor a injecté, à travers ses opérations de placements des excédents du CCT, un montant de près de 6,1 milliards DH en moyenne quotidienne.

Conditions de financement sur le marché primaire en 2022

En 2022, le financement du Trésor sur le marché domestique s'est opéré dans un contexte marqué par :

- une baisse du déficit budgétaire qui s'est établi à 5,2% à fin 2022 contre 5,5% un an auparavant, en amélioration de près de 0,3 point de PIB par rapport à l'année précédente et en amélioration également par rapport aux prévisions de la loi de finances 2022. Cette amélioration est due essentiellement au bon comportement des recettes fiscales (hausse de l'IS de 40,0% et de la TVA de 15,2%) et des recettes non fiscales (recettes au titre des financements innovants de près de 25,0 milliards DH et des dividendes de l'OCP de près de 6,5 milliards DH) et ce, malgré les coûts budgétaires additionnels liés aux subventions accordées au secteur du transport et à la compensation résultant du renchérissement des cours du gaz butane et du blé tendre ;
- une hausse des tirages extérieurs qui ont atteint un montant de 29,6 milliards de DH contre 18,4 milliards DH réalisés l'année dernière, soit un taux de réalisation de 74,1% du montant prévu au niveau de la loi de finances 2022 ;
- un creusement du déficit de liquidité des banques comme mentionné précédemment ;
- une hausse des rendements exigés par les investisseurs dans un contexte marqué par des pressions inflationnistes avec une inflation qui a atteint 6,6% à fin décembre 2022 contre un taux de 1,4% l'an passé.

- Une baisse notable de la demande des investisseurs pour les titres de l'Etat conjuguée à une concentration sur les maturités courtes.

Demande des investisseurs

La demande globale des investisseurs pour les BDT a enregistré un repli de près de 21,9% pour atteindre un volume de 276,1 milliards DH en 2022 contre 353,5 milliards DH en 2021. Durant l'année 2022, l'évolution de la demande des investisseurs a été globalement caractérisée par trois phases :

- **Phase 1** : qui correspond aux deux premiers mois de l'année 2022 où la demande au titre des BDT a enregistré le niveau le plus important de toute l'année 2022 avec un volume de 100,8 milliards DH, soit 36,5% de la demande globale. Par rapport à la même période de l'année précédente, ladite demande a augmenté de près de 24,4% et ce, en raison principalement du besoin important du Trésor qui est généralement élevé en début d'année et de l'engouement des investisseurs pour le papier souverain pendant ladite période.

Par segment de maturité, la demande a été relativement concentrée sur les maturités supérieures ou égales à 5 ans avec une part de 52,7% contre 47,3% au titre des maturités inférieures ou égales à 2 ans.

- **Phase 2** : qui s'étale du mois de mars au mois de septembre 2022 a connu une baisse significative de la demande des investisseurs de près de 82,7 milliards DH ou 44,0% par rapport à la même période de l'année 2021 pour s'établir à 105,0 milliards DH contre 187,6 milliards DH enregistrés pendant la même période de l'année dernière.

Par maturité, 81,8% de la demande a porté sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans, soit un volume de 85,9 milliards DH et 18,2% uniquement au titre des BDT à 5 ans et plus ou 19,1 milliards DH, contre 60,3% et 39,7% respectivement pendant la même période de l'an dernier.

Cette configuration de la demande traduit essentiellement le recul de l'intérêt des sociétés de gestion, notamment les OPCVM obligataires MLT, et des compagnies d'assurances envers les BDT en relation avec le contexte d'incertitude lié à la situation économique nationale et internationale. Ce contexte qui a été fortement impacté, comme indiqué précédemment, par la flambée des cours des matières premières, le retard et la faiblesse de la pluviométrie et la hausse de l'inflation qui ont induit des inquiétudes concernant les répercussions éventuelles sur les finances publiques et sur l'orientation de la politique monétaire de BAM.

- **Phase 3** : qui correspond au dernier trimestre de l'année durant laquelle l'offre a connu une baisse importante même sur les maturités courtes et ce, suite au changement de cap de la politique monétaire accommodante de BAM avec l'augmentation du taux directeur de 50 pb lors de son conseil du 27 septembre et les anticipations du démarrage d'un nouveau cycle haussier des taux.

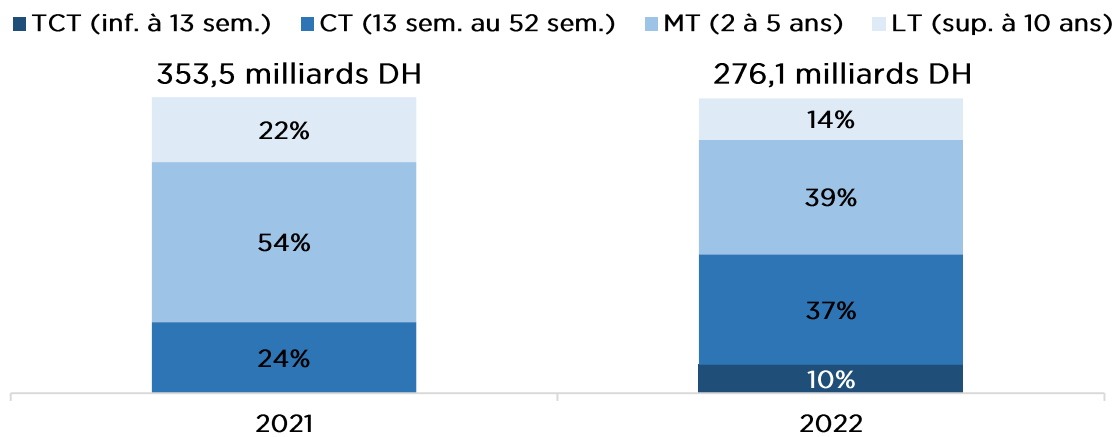
Durant cette phase, la demande des investisseurs s'est établie à 30,5 milliards DH hors BDT à TCT et à taux révisable contre 76,6 milliards DH pour la même période de 2021 et était axée majoritairement sur les maturités à 13 et 26 semaines avec une part de 87,3% contre 16,5% uniquement au titre du dernier trimestre 2021.

Pour booster la demande et en plus du décaissement de la LPL pour un montant de près de 21 MMDH, la Direction du Trésor a introduit de nouveaux instruments de financement en l'occurrence les BDT à taux révisable de maturité 5 ans et a procédé à l'émission de BDT à très court terme de maturité à 45 et 32 jours, ce qui a permis de drainer une

demande additionnelle de 39,7 milliards DH et d'attirer une demande supplémentaire vers les maturités moyennes.

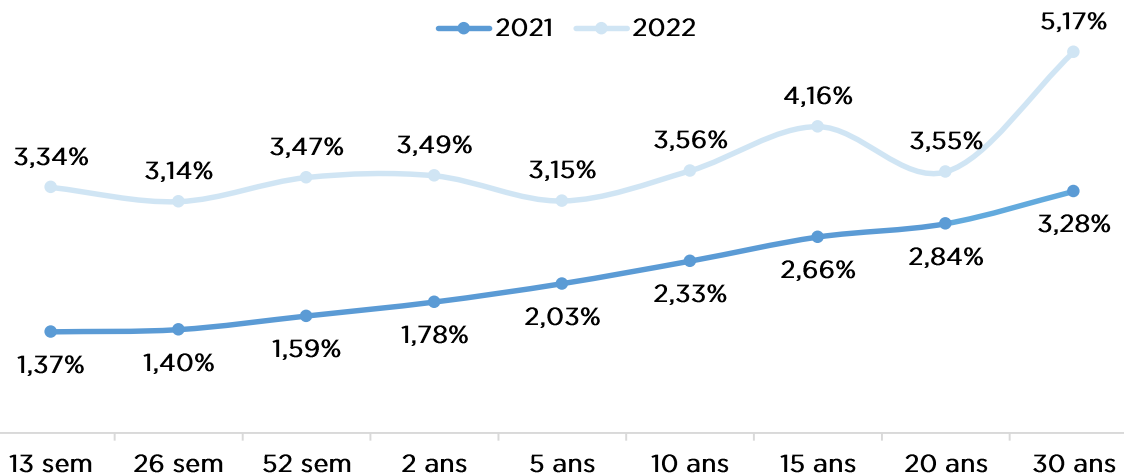
Ainsi, au terme de l'année 2022, 68,6% de la demande, soit 189,3 milliards DH, a concerné les maturités inférieures ou égales à 2 ans dont 9,7% au titre des BDT à TCT et 31,4% ou 86,8 milliards DH a concerné les maturités supérieures ou égales à 5 ans dont 40,0 milliards DH uniquement au titre des maturités 10 ans et plus.

Graphique 4 : Évolution de la demande des investisseurs par segment de maturité en 2021 et 2022



En termes de niveaux de taux demandés par les investisseurs, la tendance haussière s'est confirmée depuis le mois de janvier pour atteindre 152,8 pb en moyenne (toutes maturités confondues) à fin 2022. Cette hausse reflète le relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte perturbé comme décrit précédemment. Les anticipations d'augmentation du taux directeur de BAM et l'accélération de l'inflation ont accentué la hausse des taux durant les derniers trimestres de l'année 2022 avec, toutefois, une hausse plus notable à compter du mois d'octobre suite au resserrement monétaire opérée par BAM le 27 septembre 2022.

Graphique 5 : Évolution annuelle des derniers TMP offerts entre 2021 et 2022

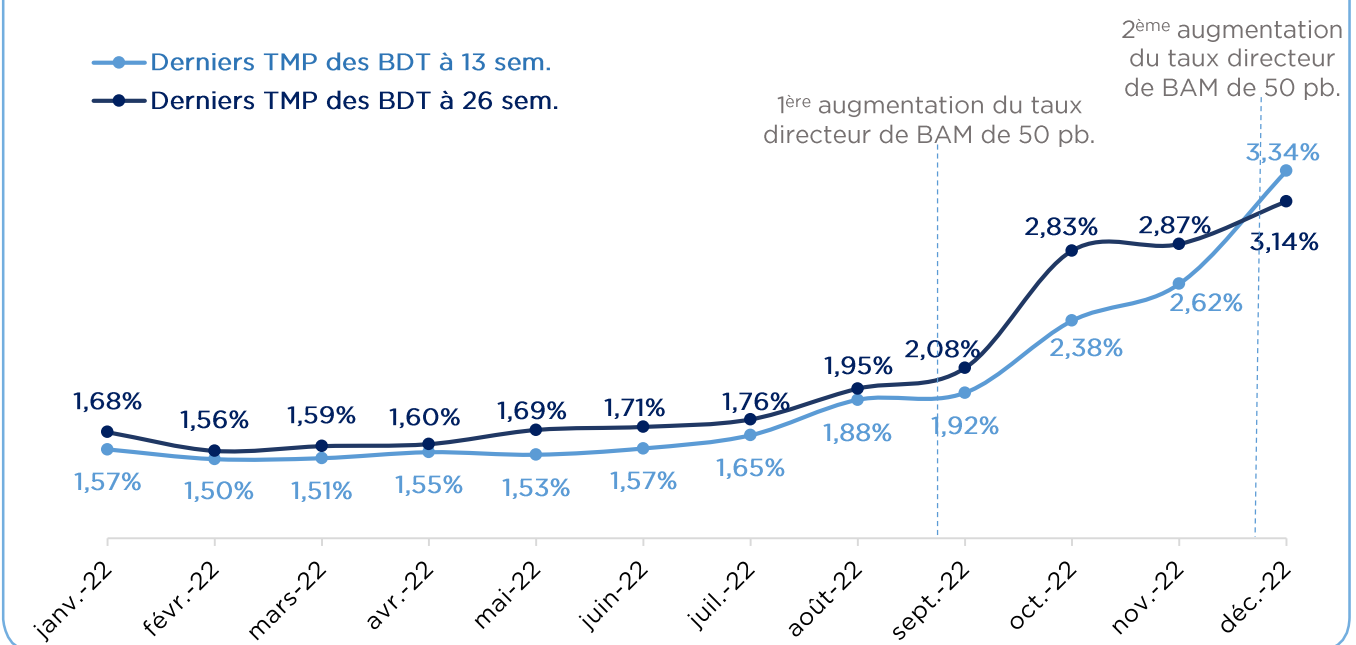


Par maturité, les taux des BDT de maturités inférieures ou égales à 2 ans ont augmenté, en moyenne, de près de 182,6 pb et ceux à 5 ans et plus de 129,0 pb.

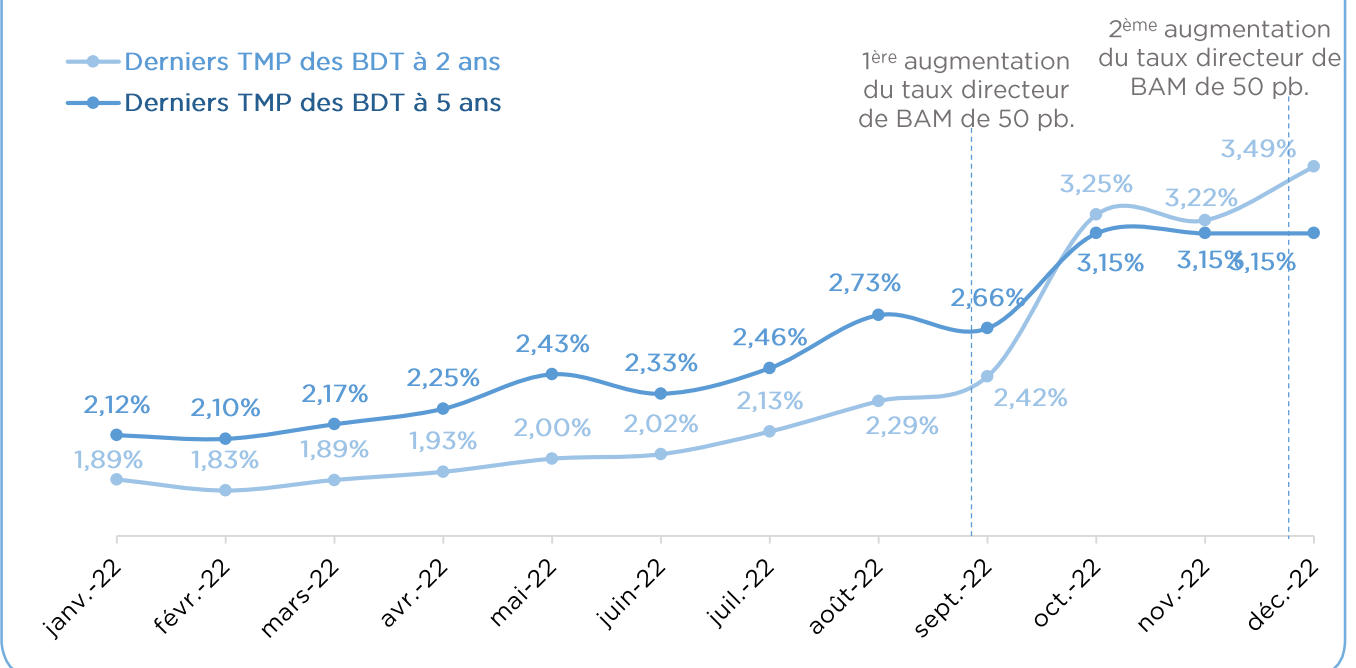
A ce titre, les BDT à 13 semaines et 26 semaines ont enregistré la hausse la plus importante atteignant près de 196,5 pb et 174,1 pb respectivement suivis des BDT à 2 ans et 5 ans qui ont connu une hausse s'établissant à 171,6 pb et 112,5 pb respectivement.

Cette orientation haussière des taux s'est accentuée à partir du mois de septembre suite aux anticipations d'augmentation du taux directeur pour atteindre près de 141,1 pb pour chacune des maturités à 13 semaines et 26 semaines et 107,4 pb pour les BDT à 2 ans.

Graphique 6 : Evolution des derniers TMP offerts des BDT à 13 et 26 semaines en 2022



Graphique 7 : Evolution des derniers TMP offerts des BDT à 2 et 5 ans en 2022



Politique de financement intérieur adoptée par le Trésor

Face à ce contexte marqué par le creusement du déficit de la liquidité bancaire, une concentration de la demande des investisseurs sur les maturités courtes couplée à une forte hausse des taux demandés, la Direction du Trésor a ajusté sa politique d'émission pour tenir compte de ce nouveau contexte. Ainsi, la politique menée s'est articulée autour des points suivants :

- S'aligner sur la structure de la demande en BDT des investisseurs orientée à plus de 50%

vers le CT ;

- S'adapter à l'intérêt des opérateurs pour les émissions à taux révisable en réalisant, pour la première fois, une émission de ce type afin de drainer la demande sur les maturités moyennes ;
- Poursuivre le recours aux opérations d'échange de BDT pour atténuer le risque de refinancement ; et
- Mener, de manière quotidienne, des opérations de placement des excédents du CCT afin d'optimiser les disponibilités du solde du CCT.

Émissions du Trésor en 2022

Baisse des levées du Trésor...

Au terme de l'année 2022, le volume global des émissions du Trésor sur le marché des adjudications a enregistré un repli de près de 10,9% s'établissant à 128,8 milliards DH en 2022 contre 144,5 milliards DH un an auparavant. Ce volume est réparti à hauteur de 119,9 milliards DH ou 93,1% des levées au titre des adjudications et 8,9 milliards DH (6,9%) au titre des émissions dans le cadre des opérations d'échange de BDT. Par segment de maturité et à l'image de la demande, les BDT de maturités inférieures ou égales à 2 ans ont représenté 68,2% du volume global levé avec une part de 14,5% au titre des BDT à TCT.

Les maturités qui ont été les plus souscrites sont les BDT à 5 ans avec une part de 22,2%, suivies des BDT à 2 ans (18,2%), des BDT à 13 semaines (16,3%), des BDT à TCT (14,5%), des BDT à 52 semaines (10,9%), des BDT à 26 semaines (8,4%), des BDT à 10 ans (7,4%), des BDT à 15 ans (1,6%), des BDT à 30 ans (0,5%) et une absence de la demande pour les BDT à 20 ans. Les levées au titre des maturités 10 ans et plus ont été réalisées principalement au cours des 2 premiers mois de l'année.

Notons que l'émission, pour la première fois, de BDT à taux révisable de maturité 5 ans indexé sur le taux des BDT à 52 semaines pour un montant cumulé de 9,0 milliards DH au cours des mois de novembre et décembre 2022 et de BDT à TCT pour un montant cumulé de 18,6 milliards DH au cours des mois d'octobre et décembre 2022 a permis de satisfaire les besoins de financement de l'Etat face à une demande en BDT de plus en plus faible.

Tableau 2 : Répartition trimestrielle des souscriptions par maturité - en millions DH -

	T1-2022	T2-2022	T3-2022	T4-2022	Total	Part%
TCT				18 630,0	18 630,0	14,5%
13 sem.		3 847,5	4 916,4	12 177,8	20 941,7	16,3%
26 sem.	100,0	4 180,0	5 495,5	1 030,0	10 805,5	8,4%
52 sem.	1 125,0	9 256,0	3 700		14 081,0	10,9%
2 ans	16 395,9	2 008,1	4 523,2	500,0	23 427,2	18,2%
5 ans	15 058,2	3 050,0	1 500	9 000,0	28 608,2	22,2%
10 ans	9 435,7			150,0	9 585,7	7,4%
15 ans	2 093,0				2 093,0	1,6%
20 ans					0	0,0%
30 ans	622,1				622,1	0,5%
Total	44 829,9	22 341,6	20 135,1	41 487,8	128 794,4	100,0%

... conjuguée à une hausse des taux de rendement adjugés

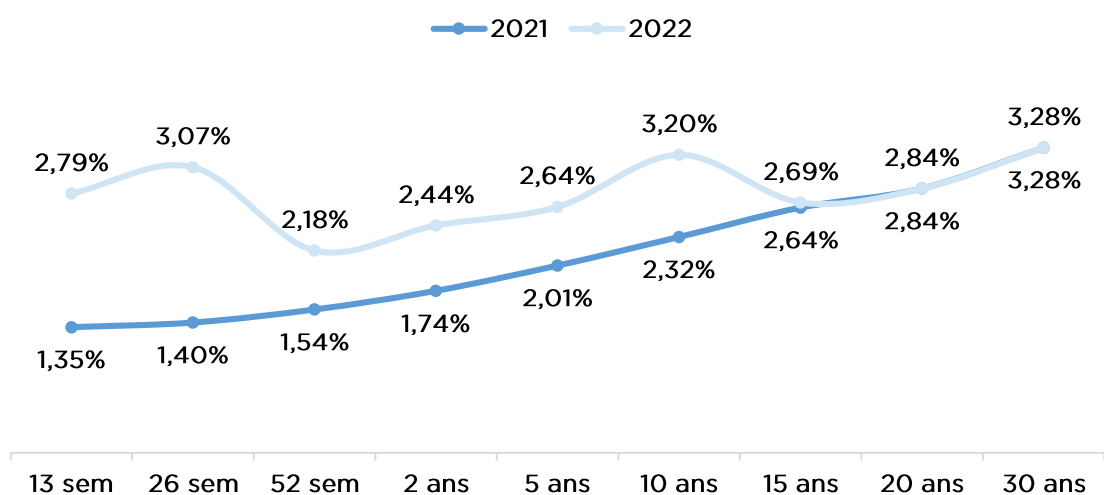
Dans le sillage des taux demandés, les taux retenus par le Trésor ont connu une tendance haussière tout au long de l'année 2022. Cette hausse a atteint près de 75,1 pb en moyenne (toutes maturités confondues) et ce, hors BDT à TCT et à taux révisables.

Par segment de maturités, cette hausse a été de près de 111,1 pb pour les maturités inférieures ou égales à 2 ans et de près de 39,2 pb pour les maturités à 5 ans et plus.

La hausse plus importante des taux des BDT de maturités à 2 ans et moins que celle des taux des BDT de maturités à 5 ans et plus s'explique principalement par la faiblesse de la demande en BDT (baisse en 2022 de 21,9% par rapport à 2021) et sa concentration sur les maturités courtes ce qui a exercé des pressions significatives sur les taux courts, pressions qui se sont accentuées durant le dernier trimestre de l'année 2022 suite à la hausse du taux directeur de BAM.

Par maturité, les derniers TMP retenus au titre des BDT à 26 semaines ont enregistré la plus forte hausse avec 166,9 pb, suivis de ceux des BDT à 13 semaines (+143,6 pb), des BDT à 10 ans (+88,2 pb), des BDT à 2 ans (+70,3 pb), des BDT à 52 semaines (+63,5 pb), des BDT à 5 ans (+63,1 pb) et des BDT à 15 ans (+5,5 pb). Le TMP des BDT à 30 ans émis pendant le mois de janvier a connu une quasi-stabilité par rapport à fin décembre 2021.

Graphique 8 : Évolution annuelle des taux de rendement des BDT - Derniers TMP retenus -



Ainsi, durant l'année 2022, les taux retenus ont évolué selon 3 phases :

- **Phase 1** : de janvier à début mars au cours de laquelle la Direction du Trésor a pu assurer la couverture des besoins de financement de l'Etat dans des conditions convenables à la faveur d'une forte demande de la part des investisseurs couvrant aussi bien les maturités courtes que moyennes et longues. Ainsi, durant cette phase, les taux retenus n'ont augmenté que de 6,1 pb en moyenne par rapport à fin décembre 2021
- **Phase 2** : allant du mois de mars au mois de septembre : cette période a été marquée par le déclenchement de la guerre en Ukraine et l'amorce du resserrement monétaire de la part des principales Banques centrales internationales, ce qui a engendré des anticipations de hausse du taux directeur de BAM malgré que cette dernière a maintenu ce taux stable lors des réunions de son Conseil de mars et de juin 2022.

Dans ce contexte, les taux retenus, à l'image des taux demandés, ont enregistré une hausse moyenne de près de 59,6 pb pour les 5 maturités retenues (13 semaines, 26 semaines, 52 semaines, 2 ans et 5 ans).

- **Phase 3** : correspondant au dernier trimestre 2022 : Cette dernière phase a connu une forte volatilité des taux dans un contexte d'anticipation de hausses supplémentaires du taux directeur de BAM ayant engendré une poursuite de la baisse de la demande. Ainsi, les taux retenus sur les maturités à 13 et 26 semaines ont enregistré des hausses de

respectivement 92,7 pb et 102,6 pb durant cette période et ceux sur la maturité à 10 ans une hausse de 79,8 pb.

Tableau 3 : Évolution des TMP des bons émis par adjudication - derniers taux retenus par mois -

	Déc. 2021	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc. 2022	Var. 2022/2021 (pb)
32 jrs.													2,876%	-
45 jrs.											2,381%			-
13 sem.	1,350%					1,509%	1,524%	1,624%	1,866%	1,859%	2,348%	2,579%	2,786%	+143,6
26 sem.	1,400%			1,490%		1,667%	1,700%	1,752%	1,933%	2,043%			3,069%	+166,9
52 sem.	1,540%			1,613%	1,682%	1,769%	1,798%	1,860%	2,085%	2,175%				+63,5
2 ans.	1,741%	1,858%	1,787%	1,840%	1,858%	1,949%	1,959%		2,288%	2,408%			2,444%	+70,3
5 ans.	2,012%	2,109%	2,072%		2,174%	2,315%	2,328%			2,643%				+63,1
10 ans.	2,319%	2,428%	2,403%								3,201%			+88,2
15 ans.	2,635%	2,709%	2,690%											+5,5
20 ans.	2,840%													-
30 ans.	3,279%	3,279%												-0,01

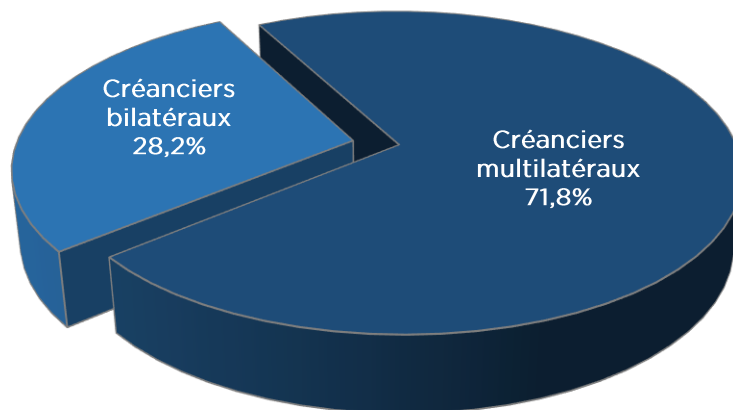
► FINANCEMENT EXTÉRIEUR

Tirages sur emprunts extérieurs

Au titre de l'année 2022, les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor ont porté sur un volume global de 29,7 milliards DH contre 18,4 milliards DH en 2021, enregistrant ainsi une hausse de 11,3 milliards DH. Ces tirages ont été intégralement mobilisés auprès des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) en l'absence d'émission du Trésor sur le MFI.

La part mobilisée auprès des créanciers multilatéraux a atteint 71,8% du total des tirages, soit 21,3 milliards DH, enregistrant ainsi une hausse de 9,3 milliards DH par rapport à l'année passée. Ces tirages ont été mobilisés, principalement, auprès de la Banque mondiale (12,0 milliards DH), la Banque Africaine de Développement (5,3 milliards DH), le Fonds Monétaire Arabe (2,1 milliards DH) et l'OPEC (1,0 milliard DH).

Concernant les mobilisations réalisées auprès des créanciers bilatéraux, elles se sont établies à 8,4 milliards DH, soit 28,2% du total des tirages, en augmentation de 2,0 milliards DH par rapport au niveau enregistré en 2021. Lesdits tirages ont été effectués, principalement, auprès de l'Allemagne (4,7 milliards DH), la France (2,6 milliards DH) et le Japon (1,0 milliard DH).

Graphique 9 : Tirages sur emprunts extérieurs par type de créanciers

Utilisation des emprunts extérieurs

Les mobilisations extérieures du Trésor destinées au financement des appuis aux réformes ont atteint 23,4 milliards DH, dont :

- 5,0 milliards DH pour le renforcement du capital humain ;
- 2,2 milliards DH au titre de l'appui à la Céréaliculture ;
- 1,7 milliard DH pour l'appui au système financier au Maroc ;
- 1,3 milliard DH pour le soutien du programme de l'éducation ;
- 1,3 milliard DH en faveur de l'inclusion financière et à l'entrepreneuriat ;
- 1,2 milliard DH pour le développement de la petite enfance dans les zones rurales ; et
- 1,0 milliard DH au titre de l'amélioration de la performance du secteur public.

S'agissant des mesures d'atténuation des impacts de la pandémie de Covid-19, celles-ci ont bénéficié d'un montant global de 1,1 milliard DH.

Pour ce qui est des projets du Budget, ceux-ci ont bénéficié d'un montant de près de 5,2 milliards DH, dont :

- 3,0 milliards DH destinés à l'appui des PME ;
- 0,9 milliard DH destinés aux secteurs de l'irrigation et des barrages ; et
- 0,2 milliard DH pour le développement rural.

Nouveaux engagements extérieurs

Le Maroc a procédé, au titre de l'année 2022, à la conclusion de différents accords de prêts qui ont porté sur une enveloppe totale de près de 29,7 milliards DH.

Lesdits accords ont été contractés auprès du FMA, l'OFID, la BIRD, la BAD, la France, l'Allemagne et l'Espagne, et ont été destinés principalement au financement du secteur financier et des secteurs sociaux.

STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN 2022

► PROFIL DE LA DETTE DU TRÉSOR

Évolution de l'encours

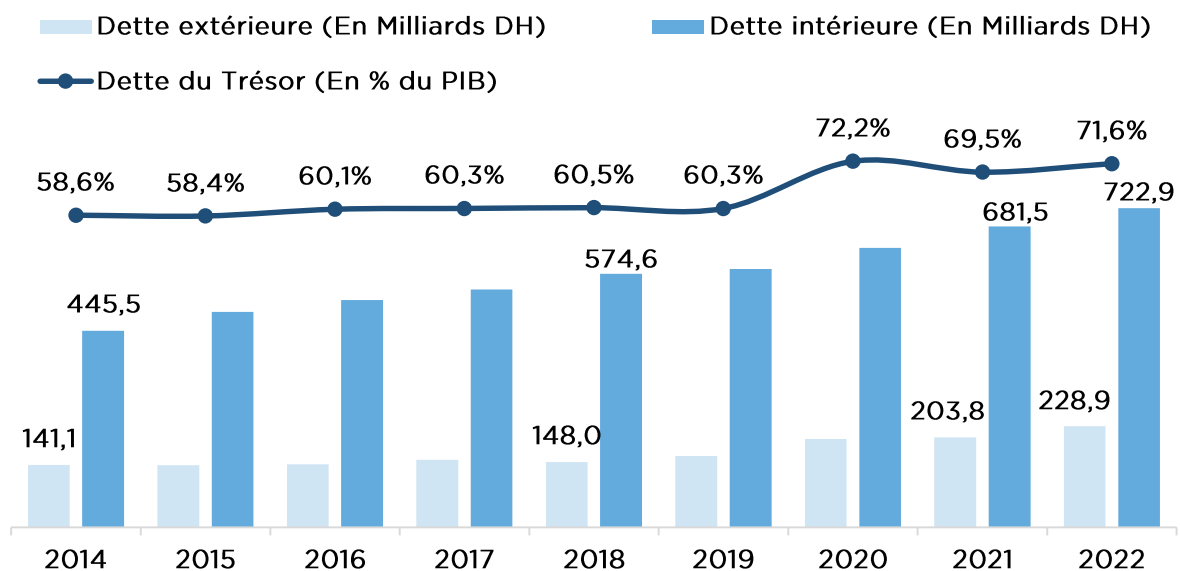
Au terme de l'année 2022, l'encours de la dette du Trésor s'est établi à 951,8 milliards DH, en hausse de 66,5 milliards DH ou 7,5% par rapport à fin 2021 (885,3 milliards DH) contre une hausse de 6,3% entre 2020 et 2021.

Par composante de dette, l'évolution de la structure de la dette du Trésor fait ressortir une hausse de la part de la dette extérieure qui s'est établie à fin 2022 à 24,0% contre 23,0% à fin 2021 et une baisse de la part de la dette intérieure de 1 point pour atteindre 76,0%, ce qui demeure conforme aux objectifs retenus pour le portefeuille benchmark (70%-80% dette intérieure et 20%-30% dette extérieure). Ainsi, l'encours de la dette intérieure s'est établi à 722,9 milliards DH à fin 2022, en augmentation de 41,4 milliards DH ou 6,1% par rapport à 2021 et celui de la dette extérieure s'est élevé à 228,9 milliards DH, en hausse de 25,1 milliards DH ou 12,3% par rapport à l'année précédente.

Rapporté au PIB, l'encours de la dette du Trésor marque une hausse de 2 points de PIB pour s'établir à 71,6%, contre 69,5% à fin 2021 après une baisse de 2,7 points de PIB en 2021. Cette évolution est imputable principalement à la croissance économique modérée enregistrée en 2022 après le net rebond de 2021.

Ce ratio a atteint 54,4% au titre de la dette intérieure et 17,2% au titre de la dette extérieure contre respectivement 53,5% et 16,0% à fin 2021.

Graphique 10 : Évolution de l'encours de la dette du Trésor



Structure par instrument

La dette du Trésor est essentiellement négociable avec une part de près de 77,6% dont 69,9% au titre des BDT émis sur le marché des adjudications et 7,6% au titre des Eurobonds émis sur le MFI.

La dette non négociable représente 22,4% du portefeuille de la dette du Trésor et elle est constituée principalement d'emprunts extérieurs mobilisés auprès des créanciers officiels (17,1%).

Tableau 4 : Répartition de l'encours de la dette du Trésor par instrument - en millions DH -

	2021		2022		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dette négociable	725 542	81,9%	738 421	77,6%	12 879
Adjudications	646 633	73,0%	665 764	69,9%	19 131
Eurobonds	78 909	8,9%	72 657	7,6%	-6 253
Dette non négociable	159 764	18,1%	213 359	22,4%	53 595
Emprunts intérieurs	27 265	3,1%	50 610	5,3%	23 345
Emprunts extérieurs	132 499	15,0%	162 749	17,1%	30 250
Total	885 306	100%	951 780	100%	66 474

Structure par maturité initiale

L'encours de la dette du Trésor négociable est composé à hauteur de 83,8% de titres à moyen et long termes (maturités supérieures ou égales à 5 ans). Les encours des BDT à MLT représentent près de 74,0% du stock de la dette négociable du Trésor tandis que ceux des Eurobonds émis sur le MFI représentent une part de 9,8%. Les encours des autres maturités se concentrent essentiellement sur les bons à 2 ans et à 52 semaines avec des parts respectives de 9,8% et 2,5%.

Pour la dette non négociable, elle est constituée quasi exclusivement d'emprunts à MLT. La part de l'encours de la dette extérieure représente 76,3% de cette dette alors que celle de la dette intérieure se limite à 23,7%.

Tableau 5 : Répartition de l'encours de la dette négociable par maturité initiale et en valeur nominale -en millions DH-

	32 jours	13 sem	26 sem.	52 sem.	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	12 ans	15 ans	20 ans	30 ans
Encours des BDT	10 000	12 178	6 526	18 771	72 201	173 764	-	133 851	-	122 719	78 384	37 371
Encours des Eurobonds	-	-	-	-	-	5 579	7 836	16 739	21 607	-	-	20 895
Total	10 000	12 178	6 526	18 771	72 201	179 343	7 836	150 590	21 607	122 719	78 384	58 266
Part (%)	1,4%	1,6%	0,9%	2,5%	9,8%	24,3%	1,1%	20,4%	2,9%	16,6%	10,6%	7,9%

Structure par base d'investisseurs

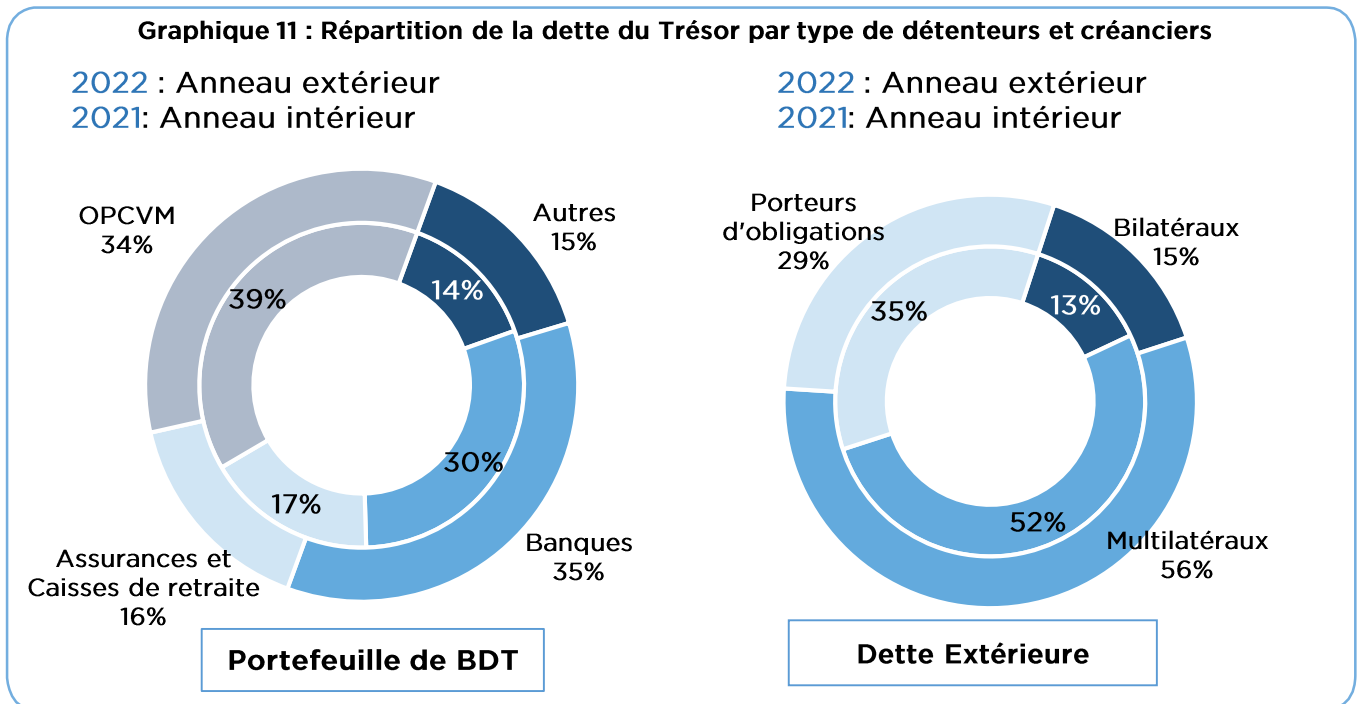
L'encours des bons émis par adjudications à fin décembre 2022 est détenu principalement par les banques avec une part de 35%, suivi des fonds communs de placement avec une part de 34% et des caisses de retraite et des compagnies d'assurance avec une part de près de 16%, le reste (15%) est détenu par d'autres investisseurs financiers et non financiers.

L'évolution de la structure du portefeuille des BDT par catégorie de créanciers fait ressortir :

- une hausse de la part des banques passant de 30% en décembre 2021 à 35% en décembre 2022 en contrepartie d'une baisse de celle des OPCVM passant de 39% à 34% ; et
- une stabilité de la part détenue par les compagnies d'assurance et les caisses de retraite.

La baisse de la part des OPCVM traduit principalement les inquiétudes des investisseurs dans un contexte d'incertitudes marqué par une forte inflation et des anticipations de poursuite du resserrement de la politique monétaire et par ricochet la hausse des taux des BDT.

Pour ce qui est de la structure de la dette extérieure du Trésor par type de créanciers, celle-ci n'a pas connu une évolution importante entre 2021 et 2022. En effet, les créanciers multilatéraux demeurent le premier groupement de créanciers du Trésor avec une part de 56,2%, suivis du MFI avec une part de 28,9% et des créanciers bilatéraux à hauteur de 14,9%.

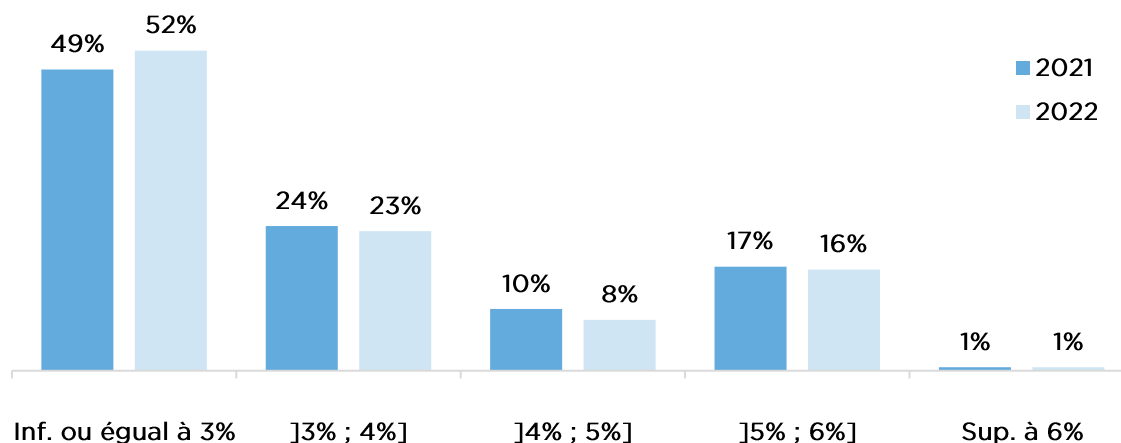


Structure par type de taux d'intérêt

A fin 2022, la part de l'encours de la dette du Trésor à taux fixe s'est établie à près de 89,2% de l'encours global, enregistrant une baisse de 4,3% par rapport à fin 2021. La prédominance de la dette assortie de taux fixe est due essentiellement au fait que la dette intérieure, qui représente 76,0% de l'encours de la dette du Trésor, est quasiment à taux fixe. Etant noté que l'année 2022 a été marquée par l'émission pour la première fois de BDT à 5 ans à taux révisable, avec un encours de 9 milliards DH, soit 1,2% de l'encours de la dette intérieure.

Concernant la dette extérieure, la structure par type de taux d'intérêt a été marquée par la baisse de la part de la dette à taux d'intérêt fixes qui s'est élevée à 68,3% contre 72,2% à fin 2021, et ce, au détriment de celle à taux variables qui s'est établie à 31,7% à fin 2022 contre 27,8% à fin 2021. Toutefois, la structure par taux demeure conforme au portefeuille repère de la dette extérieure.

Pour ce qui est du taux nominal moyen des bons émis par adjudication, celui-ci a enregistré une légère hausse par rapport à l'année précédente s'établissant à 2,16% en 2022 contre 2,04% en 2021 en liaison avec la tendance haussière des taux sur le marché domestique.

Graphique 12 : Répartition de l'encours de la dette intérieure du Trésor par intervalle de taux

Structure par devises

Le portefeuille de la dette du Trésor est dominé par la dette libellée en DH qui représente 73,1% de l'encours, en baisse par rapport à 2021 (76,1%).

La part de la dette extérieure libellée en euro dans le total du stock de la dette libellée en devises a atteint, à fin 2022, 63,8% tandis que celle libellée en dollar US et devises liées s'est établie à 31,7% et celle des autres devises (Yen japonais, Dinar koweïtien et autres) à 4,5%.

Cette structure, qui reste proche de celle du panier actuel de cotation du DH, permet de réduire l'exposition du portefeuille de la dette extérieure du Trésor au risque de change.

Tableau 6 : Structure de l'encours de la dette du Trésor par devises - en millions DH -

	2021		2022	
	Volume	Part	Volume	Part
MAD	673 898	76%	695 520	73%
Euro	133 893	15%	152 459	16%
Dollar US et devises liées	67 779	8%	72 722	8%
Autres devises	9 736	1%	31 078	3%
Total	885 306	100%	951 779	100%

► SERVICE DE LA DETTE DU TRÉSOR

Les charges de la dette du Trésor en amortissements, intérêts et commissions, réglées durant l'année 2022, ont enregistré une hausse pour atteindre 167,2 milliards DH contre 142,6 milliards DH en 2021, soit une hausse de 24,5 milliards DH ou 17,2%. Cette évolution résulte essentiellement de la hausse des charges en principal de 24,4 milliards DH alors que les charges en intérêts et commissions n'ont progressé que de près de 93,0 millions DH.

Par type de dette, les charges de la dette intérieure ont augmenté de près de 10,9 milliards DH pour s'établir à 138,6 milliards DH contre 127,7 milliards DH à fin 2021. Concernant celles de la dette extérieure, elles ont enregistré une hausse de 13,7 milliards DH pour atteindre 28,6 milliards DH en 2022 contre 14,9 milliards DH en 2021. Cette hausse est imputable, principalement, à la tombée de 1,5 milliard de dollar US au titre des Eurobonds à 10 ans émis par le Trésor en 2012 pour 1 milliard de dollar US et en 2013 pour 500 millions de dollar US.

Les charges en intérêts et commissions

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à 29,7 milliards DH, en légère hausse de près de 93,0 millions DH par rapport à 2021. Ces charges ont représenté 2,2% du PIB en 2022 contre 2,3% en 2021. En pourcentage des recettes ordinaires, ces charges ont, cependant, enregistré une baisse importante pour s'établir à 9,8% contre 11,6% en 2021.

Les charges en intérêts et commissions au titre de la dette intérieure se sont élevées à 24,8 milliards DH en 2022 contre 24,9 milliards DH en 2021, soit une baisse de 186 millions DH. Cette baisse s'explique essentiellement par la baisse des intérêts provenant des assimilations.

S'agissant des charges en intérêts nettes au titre de la dette intérieure, celles-ci se sont établies à près de 24,0 milliards DH en 2022 et ce, compte tenu d'un montant de 693 millions DH correspondant aux coupons courus versés par les souscripteurs pour les lignes assimilées et d'un montant de 94,2 millions DH correspondant aux intérêts perçus au titre des opérations de gestion active de la trésorerie publique.

Tableau 7 : Charges nettes en intérêts au titre de la dette intérieure - en millions DH -

	2021	2022	Variation
Intérêts bruts de la dette intérieure (1)	24 948	24 762	-186
Coupons courus (2)	852	693	-159
Intérêts de la gestion active de la trésorerie publique (3)	102	94	-8
Intérêts nets (1)-(2)-(3)	23 994	23 974	-20

Pour ce qui est de la dette extérieure du Trésor, les charges en intérêts et commissions se sont élevées à près de 5 milliards DH en 2022, soit une légère hausse de près de 280 millions DH par rapport à 2021 enregistrée principalement à l'égard du MFI.

Tableau 8 : Charges en intérêts et commissions par source de financement - en millions DH -

	2021		2022		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dettes intérieure	24 948	84%	24 762	83%	-186
Adjudications	22 506	76%	22 499	91%	-7
Autres	2 442	8%	2 263	9%	-179
Dettes extérieure	4 697	16%	4 976	17%	279
Créanciers bilatéraux	478	2%	450	2%	-28
Créanciers multilatéraux	1 842	6%	1 854	6%	12
MFI	2 377	8%	2 672	9%	295
Total	29 645	100%	29 738	100%	93

Les charges en principal

Les charges en principal de la dette du Trésor se sont établies, en 2022, à 137,4 milliards DH contre 113,0 milliards DH en 2021, soit une hausse de 24,4 milliards DH.

Au niveau de la dette intérieure, les charges en principal payées en 2022 ont totalisé près de 113,8 milliards DH contre 102,8 milliards DH en 2021, soit une hausse de près de 11 milliards DH. Cette évolution découle essentiellement de la structure des levées des années précédentes, sachant que la dette intérieure a globalement une structure de remboursement in fine. Ainsi, en 2022, les remboursements au titre des BDT à moyen et long termes ont baissé de

5,2 milliards DH et les BDT à court terme ont augmenté de 16,3 milliards DH comparativement à 2021.

S'agissant des charges en principal payées au titre de la dette extérieure du Trésor, celles-ci se sont élevées à 23,6 milliards DH contre 10,2 milliards DH à fin 2021, enregistrant une augmentation de 13,4 milliards DH. Cette hausse s'explique, principalement, par la tombée de 1,5 milliard de dollar US au titre des Eurobonds à 10 ans émis par le Trésor en 2012 (1 milliard de dollar US) et en 2013 (500 millions de dollar US).

Tableau 9 : Charges en principal par source de financement - en millions DH -

	2021		2022		Variation
	Volume	Part	Volume	Part	
Dette intérieure	102 754	91%	113 848	83%	11 093
Adjudications	98 580	87%	109 663	96%	11 083
Autres	4 175	4%	4 186	4%	11
Dette extérieure	10 240	9%	23 593	17%	13 353
Créanciers bilatéraux	2 540	2%	2 582	2%	42
Créanciers multilatéraux	7 700	7%	7 329	5%	-371
MFI	0	0%	13 682	10%	13 682
Total	112 994	100%	137 441	100%	24 446

Flux nets de la dette du Trésor

Les flux nets du Trésor se sont établis à près de 47,5 milliards DH en 2022 contre 56,8 milliards DH en 2021, soit une baisse de 9,3 milliards DH.

Flux nets de la dette intérieure

Les flux nets de la dette intérieure se sont établis à près de 41,4 milliards DH en 2022, enregistrant une baisse de 7,2 milliard DH comparativement à 2021 et ce, sous l'effet de la baisse des souscriptions nettes au titre des maturités à moyen et long terme.

Pour ce qui est des souscriptions nettes au titre des BDT émis par adjudication, elles se sont élevées à près de 19,1 milliards DH en 2022 contre 45,9 milliards DH en 2021, en baisse de 26,8 milliards DH.

Concernant les flux nets des BDT à 5 ans et plus, ils se sont établis à 3,3 milliards DH tenant compte de souscriptions de 9,0 milliards DH au titre des BDT à taux révisable de maturité 5 ans.

Tableau 10 : Souscriptions nettes des BDT au titre des BDT à 5 ans et plus - en millions DH -

	Souscriptions	Amortissements	Flux
5 ans	28 608	25 477	3 131
10 ans	9 586	9 664	-78
15 ans	2 093	2 450	-357
20 ans	-	-	-
30 ans	622	-	622
Total	40 909	37 591	3 318

Flux nets de la dette extérieure

A fin 2022, les flux nets sur les emprunts extérieurs du Trésor se sont établis à 6,1 milliards DH contre 8,2 milliards DH en 2021. Cette évolution s'explique, principalement, par l'augmentation des charges en principal de manière plus importante que celle des tirages réalisés.

Tableau 11 : Flux nets de la dette extérieure du Trésor par groupe de créanciers - en millions DH -

	2021	2022
Créanciers bilatéraux	3 885	5 783
Créanciers multilatéraux	4 316	14 013
Marché financier international	-	-13 682
Total	8 201	6 114

INDICATEURS DE CÔUT ET DE RISQUE

Le pilotage de la gestion de la dette s'appuie sur le suivi d'indicateurs de coût et de risque qui renseignent sur le degré d'atteinte des objectifs fixés dans le cadre de la stratégie de financement poursuivie par le Trésor.

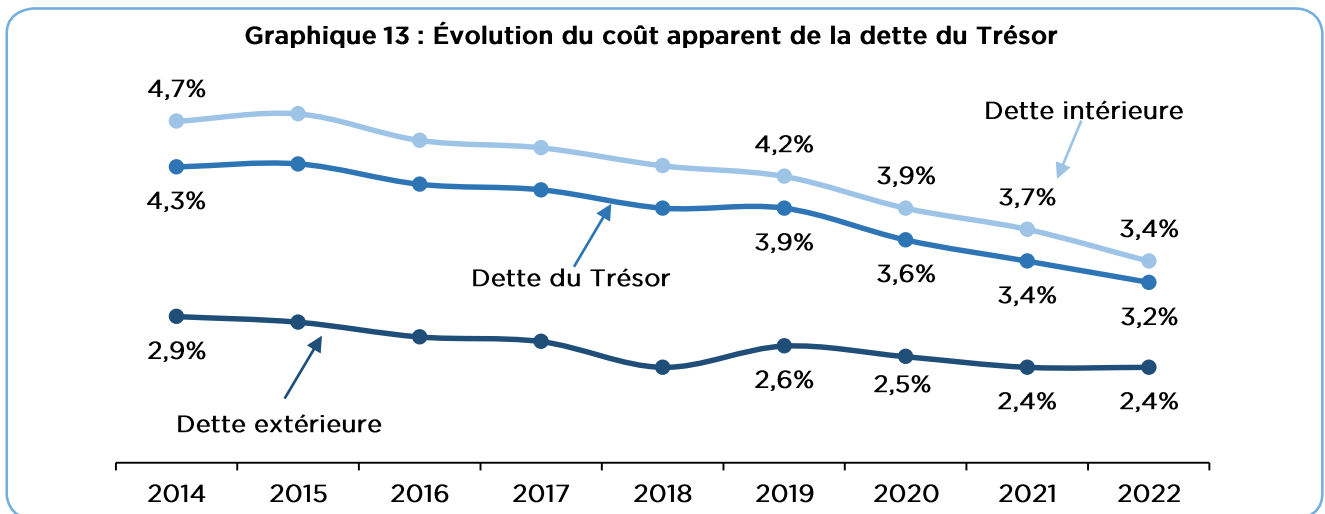
► INDICATEURS DE CÔUT

Le coût moyen de la dette du Trésor

A fin 2022, le coût moyen de la dette du Trésor a enregistré une baisse de 15 pb par rapport à son niveau de 2021, s'établissant à 3,20% contre 3,35%.

Par type de dette, le coût moyen de la dette intérieure du Trésor s'est établi à 3,38% contre 3,67% en 2021, soit une baisse de 29 pb. Cette évolution reflète principalement l'amélioration continue des conditions de financement du Trésor sur le marché domestique au cours des dernières années et qui a induit une baisse des charges en intérêts. En effet, le montant des charges en intérêts de la dette intérieure (hors dépôts) est passé de 23,6 milliards DH à fin 2020 à 23,3 milliards DH à fin 2021, puis à 23,2 milliards DH en 2022 et ce, en raison essentiellement de la baisse des levées du Trésor en 2022 et de la concentration des levées du Trésor sur les maturités à court terme.

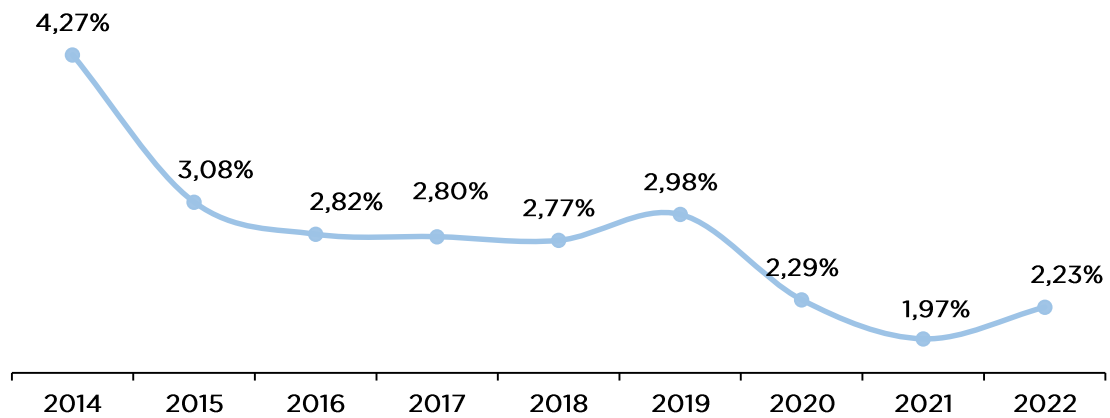
Concernant le coût moyen de la dette extérieure du Trésor, celui-ci s'est établi à 2,44%, soit le même niveau enregistré en 2021.



Le 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 2,226%, en hausse de 25,2 pb par rapport à celui enregistré à fin 2021 (1,974%). Cette hausse est le résultat de l'augmentation des taux des BDT dans le sillage des augmentations cumulées de 100 pb du taux directeur opérées par la Banque centrale pendant les mois de septembre et décembre 2022.

Graphique 14 : Évolution du TMP à l'émission

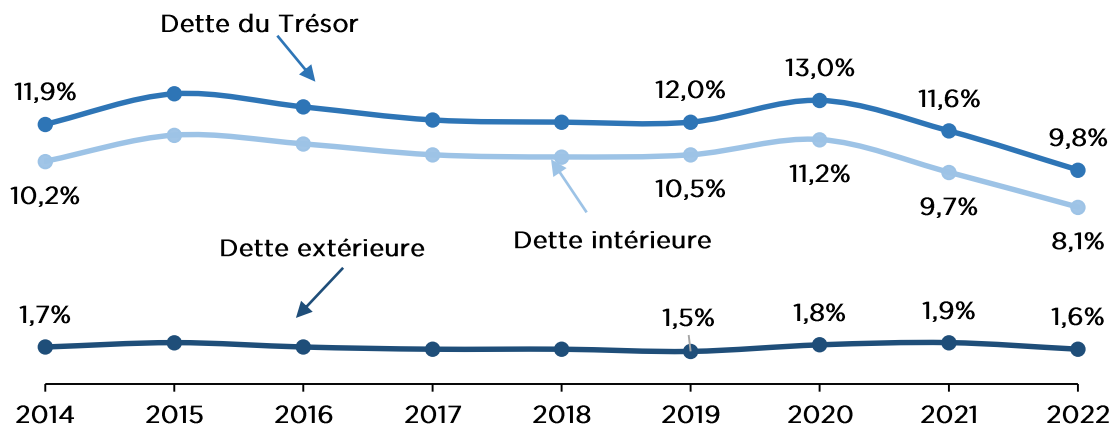


Charges en intérêts de la dette du Trésor par rapport aux recettes ordinaires

L'année 2022 s'est clôturée avec un niveau de ratio des charges en intérêts de la dette du Trésor (y compris les commissions) par rapport aux recettes ordinaires de 9,8%, marquant une baisse de 1,8 point par rapport à 2021. Cette évolution est imputable à la baisse de ce ratio pour la dette intérieure du Trésor de 1,6 point par rapport à fin 2021, s'établissant à 8,1% en raison de la baisse des charges en intérêts de 0,7% et la hausse des recettes ordinaires de près de 18,8%.

S'agissant des charges de la dette extérieure par rapport aux recettes ordinaires, celles-ci ont baissé de 1,9% en 2021 à 1,6% en 2022.

Graphique 15 : Évolution du ratio Charges en intérêts/Recettes ordinaires



► INDICATEURS DE RISQUE

Risque de refinancement (roll-over)

Ce risque correspond au scénario d'un renouvellement de la dette arrivant à échéance à un coût plus élevé. Il peut être appréhendé à l'aide des deux indicateurs, ci-après, dont les seuils fixés permettent de limiter la dette devant être renouvelée à court terme.

Part du court terme

La part de la dette du Trésor à court terme a atteint 17,2% à fin 2022 contre 12,7% à fin 2021, soit une hausse de 4,5% en raison de la hausse de la part de la dette intérieure à court terme de près de 7,7% pour s'établir à 21,2% à fin 2022 contre 13,5% à fin 2021.

De son côté, la part du court terme dans le portefeuille de la dette extérieure a baissé de 5,2%, à fin 2022, pour s'établir à 4,6% contre 9,8% un an auparavant.

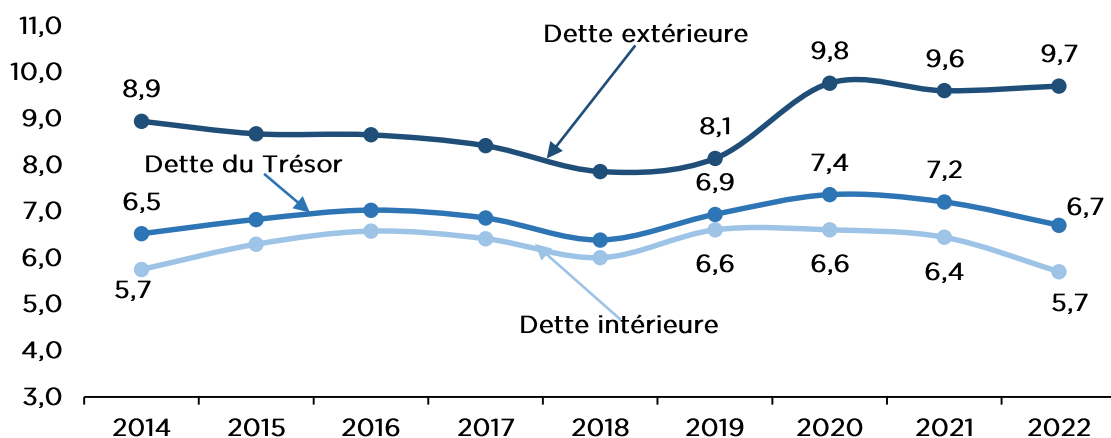
Durée de vie moyenne de la dette du Trésor

Au terme de l'année 2022, la DVM de la dette du Trésor a enregistré une baisse de 6 mois par rapport à fin 2021, pour s'établir à 6 ans et 8 mois contre 7 ans et 2 mois, un niveau qui reste néanmoins en ligne avec l'objectif retenu pour le portefeuille benchmark de la dette du Trésor (entre 6,5 ans et 7,5 ans). Cette baisse est le résultat de la baisse de la DVM de la dette intérieure de près de 8 mois tandis que la DVM de la dette extérieure a connu une hausse de près de 2 mois s'établissant à 9 ans et 9 mois.

Cette évolution de la DVM de la dette intérieure est imputable principalement à la hausse de la part des levées du Trésor sur les maturités courtes suite à la concentration de la demande des investisseurs sur ces maturités dans un contexte marqué par la résurgence de l'inflation ainsi que par les anticipations de relèvement du taux directeur de BAM.

Par ailleurs et malgré la baisse de la DVM de la dette intérieure, le risque de refinancement demeure maîtrisé dans la mesure où la Direction du Trésor adopte une politique de gestion de la dette qui repose sur le lissage des besoins de financement de l'Etat à travers, d'une part, le choix entre les maturités des BDT émis sur le marché domestique (BDT à CT et BDT à MLT) et, d'autre part, le recours aux opérations de gestion active de la dette intérieure (rachat et échange de BDT).

Graphique 16 : Évolution de la durée de vie moyenne - en années -



Risque de financement ou de liquidité

C'est le risque de ne pas pouvoir mobiliser les fonds nécessaires au moment voulu pour honorer les engagements financiers de l'État. Pour assurer le suivi de ce risque, l'indicateur utilisé est le taux de couverture des émissions qui correspond au montant soumissionné rapporté au montant souscrit. Le maintien d'une encaisse de précaution quotidienne au niveau du compte courant du Trésor ouvert à Bank Al-Maghrib est également un moyen utilisé pour minimiser ce risque.

Taux de couverture mensuel des émissions sur le marché des adjudications

A fin de 2022, le taux moyen de couverture des adjudications des bons du Trésor par les soumissions reste au-dessus du seuil de 2 malgré qu'il ait baissé à 2,1 fois contre 2,5 fois en 2021. Cette baisse est due à l'effet croisé de la baisse plus importante du volume de la demande des investisseurs (-21,9%) que celle du volume levé (-10,9%) et ce, eu égard au contexte qui a prévalu en 2022.

Tableau 12 : Évolution du taux de couverture des émissions par les soumissions

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Taux de couverture (en nombre de fois)	5,0	3,5	5,0	2,6	2,5	2,1

Risque de taux d'intérêt

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

Part de la dette nécessitant un refixing

La dette du Trésor nécessitant une refixation de son taux d'intérêt en 2023 est constituée de :

- la dette à taux variables (extérieure et intérieure); et
- la dette à taux fixes à court terme (intérieure et extérieure) nécessitant un refinancement en 2023.

À fin 2022, ladite dette s'est établie à près de 240,0 milliards DH, soit 25,2% de l'encours de la dette du Trésor en hausse de 6,6 points par rapport à un an auparavant. Cette évolution est due principalement à la hausse de la part de la dette intérieure devant échoir à moins d'un an suite à la concentration des levées du Trésor sur le CT dans le sillage de la structure de la demande des investisseurs.

Part de la dette à taux variables

A fin 2022, la part de la dette à taux variables dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 10,8% contre 6,5% enregistré à fin 2021. Cette évolution est due à la hausse de la part de la dette à taux variables de la dette extérieure de près de 3,9% pour atteindre 31,7%, à fin 2022, contre 27,8% à fin 2021 et le recours, pour la première fois, à l'émission de BDT à taux révisable sur le marché domestique représentant une part de 1,2% de la dette intérieure.

Risque de change

Ce risque reste limité dans la mesure où la part de la dette libellée en devises ne représente, à fin 2022, que près de 24,7% du portefeuille de la dette du Trésor.

De plus, la structure par devise du portefeuille de la dette extérieure du Trésor demeure proche du panier actuel de cotation du Dirham, ce qui contribue à atténuer l'exposition de ce portefeuille aux impacts de fluctuations des cours de changes des devises internationales par rapport au Dirham. En effet, cette dette est composée de 63,8% de dette libellée en euro et de 31,7% de dette libellée en dollar US et devises liées pour une structure de 60%€-40%\$ pour le panier de cotation du Dirham.

DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

► PROFIL DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

La dette extérieure publique est composée (i) de la dette extérieure du Trésor (ii) de la dette extérieure garantie et non garantie des EEPs, des CTs et des IFPs, ainsi que (iii) de la dette extérieure garantie par l'État des IUPs.

A fin 2022, cet encours s'est établi à 423,6 milliards DH, en augmentation de 43,0 milliards DH ou 11,3% par rapport à fin 2021. S'agissant du ratio d'endettement extérieur public par rapport au PIB, celui-ci s'est élevé à 31,8%, en hausse de 1,9 point de PIB par rapport à fin 2021.

Cette évolution de l'encours de la dette extérieure publique s'explique, essentiellement, par la hausse de l'encours de la dette extérieure du Trésor de 12,3% et la hausse de celui de la dette extérieure des autres emprunteurs publics de 10,1%.

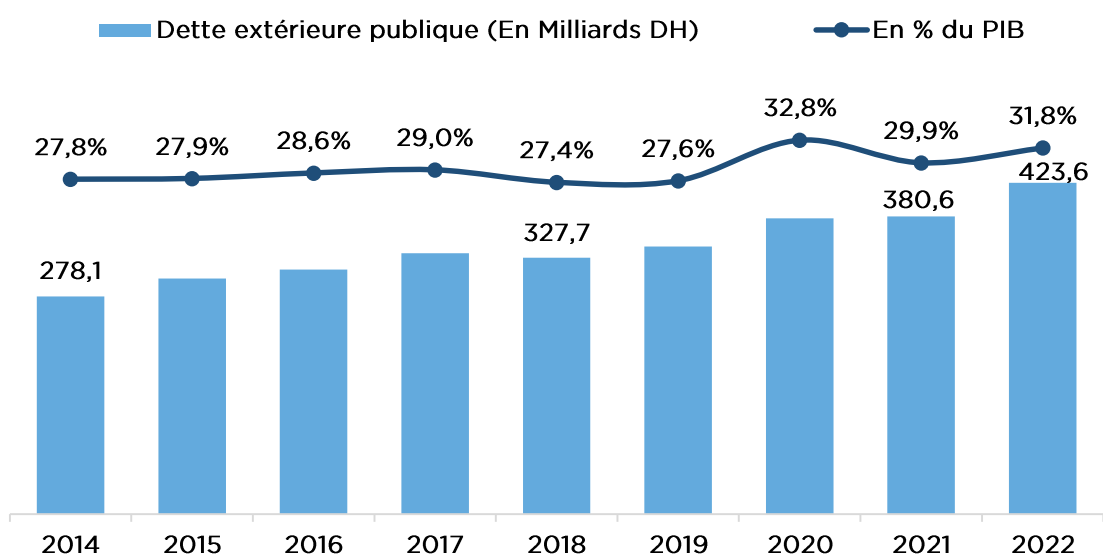
En effet, l'encours de la dette extérieure du Trésor a enregistré une hausse de 25,1 milliards DH pour s'établir à 228,9 milliards DH à fin 2022 contre 203,8 milliards DH l'année passée. Pour sa part, le ratio d'endettement du Trésor a atteint 17,2% du PIB, en augmentation de 1,2 point de PIB par rapport à fin 2021.

Concernant l'encours de la dette extérieure publique hors Trésor à fin 2022, celui-ci s'est élevé à 194,7 milliards DH contre 176,8 milliards DH à fin 2021, soit une augmentation de 17,9 milliards DH. Le ratio d'endettement a atteint 14,6%, en hausse de 0,7 point de PIB par rapport à fin 2021.

Par statut de garantie, l'encours de la dette extérieure garantie s'est élevé, à fin 2022, à 133,3 milliards DH ou 10,0% du PIB, soit près de 68,5% de la dette extérieure publique hors Trésor. Pour ce qui est de la dette extérieure non garantie, son encours s'est élevé à fin 2022 à près de 61,4 milliards DH (ou 4,6% du PIB), en hausse de 9,2 milliards DH par rapport à fin 2021.

Exprimé en dollar US, l'encours de la dette extérieure publique s'est élevé, à fin 2022, à 40,5 milliards de dollars US contre 41,0 milliards de dollars US à fin 2021, en baisse de 0,5 milliard de dollars US.

Graphique 17 : Évolution de l'encours de la dette extérieure publique



Structure par créanciers

La structure de la dette extérieure publique par créanciers, à fin 2022, demeure majoritairement composée des emprunts contractés auprès des créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) avec un encours représentant 75,2% de l'encours total. Pour sa part, la dette à l'égard des créanciers privés représente 24,8% de l'encours total, en baisse de 2,9 milliards DH par rapport à fin 2021, dont une part de 95,0% au titre des émissions du secteur public sur le marché financier international.

Les créanciers multilatéraux

L'encours de la dette extérieure contractée auprès des créanciers multilatéraux s'est établi, à fin 2022, à 222,2 milliards DH ou près de 52,4% de l'encours de la dette extérieure publique, enregistrant ainsi une augmentation de 35,1 milliards DH par rapport à fin 2021. La BIRD, la BAD et la BEI demeurent les principaux détenteurs de cette dette, et ce, avec des encours respectifs de 93,1 milliards DH (soit 41,9% du total de la dette multilatérale), 52,3 milliards DH (23,5%) et 34,3 milliards DH (15,5%).

Une part de 12,2% de la dette multilatérale est contractée auprès des organismes islamiques et arabes avec un encours de 27,0 milliards DH. Le premier créancier de ce groupement demeure le FADES avec un encours de 14,0 milliards DH (soit 6,3% de la dette multilatérale), suivi de la BID dont l'encours s'est établi à 8,9 milliards DH (4,0%) et puis du FMA avec 4,1 milliards DH (1,9%).

Les créanciers bilatéraux

L'encours de la dette extérieure publique à l'égard des créanciers bilatéraux s'est élevé, à fin 2022, à 96,5 milliards DH représentant ainsi 22,8% de l'encours total de la dette extérieure publique. Cette catégorie de dette du secteur public reste concentrée à hauteur de 72,3% sur les pays de l'UE, de 12,9% sur le Japon et de 10,3% sur les pays arabes.

Quatre créanciers détiennent près de 82,8% du stock de la dette bilatérale, à savoir : la France qui reste le premier créancier bilatéral du Maroc, et ce, avec un encours de 37,8 milliards DH (soit 39,2% du total de la dette bilatérale), suivi de l'Allemagne avec 23,6 milliards DH (24,5%), du Japon qui détient 12,4 milliards DH (12,9%) et de l'Arabie Saoudite avec 6,0 milliards DH (6,2%).

Le groupement des pays arabes totalise un encours de 10,0 milliards DH, ou 10,3% du total de la dette bilatérale.

Le Marché Financier International et les créanciers privés

A fin 2022, l'encours de la dette extérieure vis-à-vis des créanciers privés, constituée essentiellement des emprunts émis sur le MFI, s'est élevé à 104,9 milliards DH, ou 24,8% de l'encours total de la dette extérieure publique, soit une baisse de près de 2,9 milliards par rapport à fin 2021.

Cette évolution s'explique, principalement, par la hausse de l'encours détenu par les résidents, se traduisant par une baisse équivalente de l'encours des Eurobonds émis par le secteur public sur le MFI.

Hors créanciers privés, sept créanciers détiennent un encours de 267,6 milliards DH ou 84,0% de l'encours de la dette extérieure publique, à savoir :

Tableau 13 : Principaux créanciers

Créanciers	Part (%)
BIRD	29,2%
BAD	16,4%
France	11,9%
BEI	10,8%
Allemagne	7,4%
FADES	4,4%
Japon	3,9%

Structure par emprunteurs

La dette extérieure du Trésor, au titre de l'année 2022, excède celle des autres emprunteurs publics (garantie et non garantie) pour la 3^{ème} année consécutive depuis 2015.

L'encours de la dette extérieure du Trésor a ainsi atteint 228,9 milliards DH, soit une part de 54,0% de l'encours total de la dette extérieure publique. L'encours de la dette extérieure des autres emprunteurs publics s'est établi, pour sa part, à 194,7 milliards DH, représentant ainsi 46,0% de l'encours total de la dette extérieure publique.

Tableau 14 : Dette extérieure publique par groupements d'emprunteurs

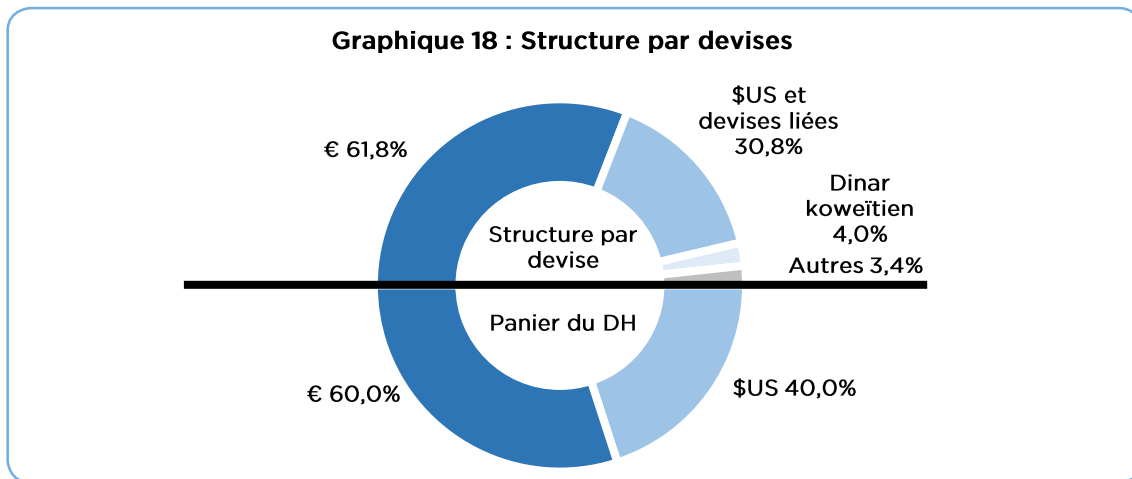
Groupement d'emprunteurs	Part (%)
Trésor	54,0%
EEPs	44,1%
Institutions Financières Publiques	1,1%
CTs	0,6%
IUPs	0,2%

Le 1^{er} groupement des emprunteurs publics hors Trésor reste les EEPs, et ce, avec un encours de 186,6 milliards DH. Cinq principaux emprunteurs détiennent près de 80,4% de cet encours, à savoir, l'ONEE (25,3%), l'OCP (23,6%), l'ONCF (12,6%), ADM (9,5%) et MASEN (9,4%).

Structure par devises

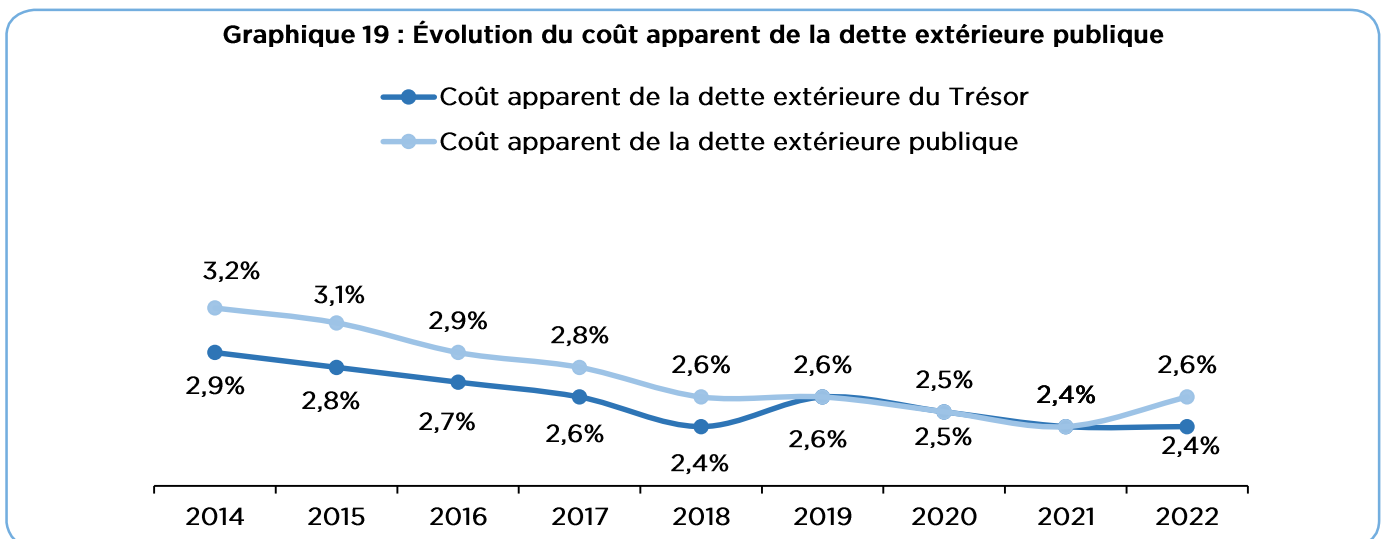
Au terme de l'année 2022, la structure par devises de la dette extérieure publique demeure composée en majorité de la dette libellée en euro, qui représente une part de 61,8%, suivie de celle libellée en dollar US et devises liées (30,8%), alors que la part du Dinar koweïtien a atteint 4,0%.

Cette structure reste proche de celle du panier de cotation du dirham et permet ainsi de limiter l'impact du risque de change sur l'encours et le service de la dette extérieure publique.



Structure par taux d'intérêt

Le coût moyen de la dette extérieure publique, au titre de l'année 2022, s'est élevé à 2,6%, et ce, pour une durée de remboursement restante moyenne de l'ordre de 9 ans et 2 mois. Ce coût a enregistré une hausse de 0,2% par rapport au niveau observé l'année précédente suite à l'augmentation du coût moyen de la dette extérieure publique hors Trésor contre une stabilité de celui de la dette extérieure du Trésor.

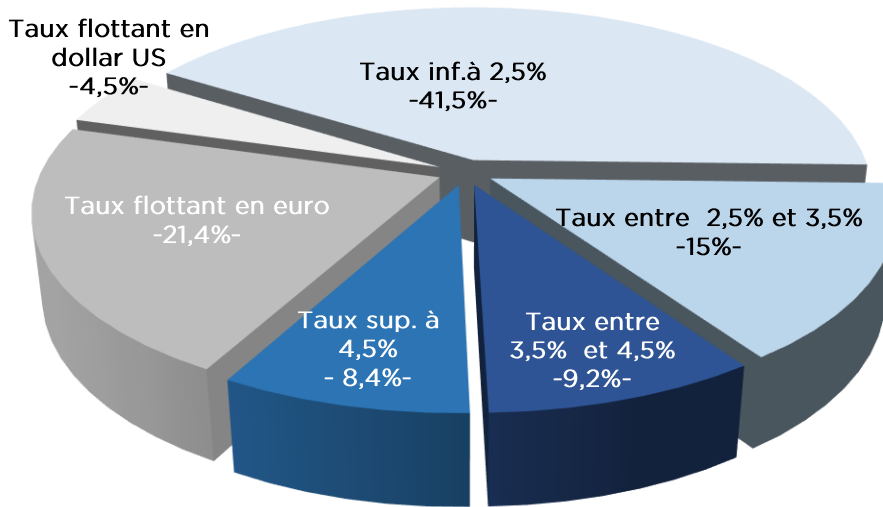


La composition de la dette extérieure publique par types de taux d'intérêt fait ressortir une prépondérance de la part de la dette assortie de taux d'intérêt fixes qui a atteint 74,1% contre 25,9% pour la dette à taux d'intérêt flottants.

Cette dernière est principalement indexée sur l'euro à hauteur de 82,5%, ce qui contribue à faire baisser le service y afférent.

La structure par type et intervalle de taux d'intérêt, à fin 2022, s'est améliorée par rapport à fin 2021. En effet, cette structure fait ressortir un renforcement de 3,0% de la part de la dette extérieure publique assortie de taux d'intérêt fixes inférieurs à 2,5% et une baisse de 5,8% de celle à taux d'intérêt supérieurs à 3,5%. En outre, la part de la dette à taux flottants en euro s'est établie à 21,4% contre 19,8% en 2021 et celle en dollar US a augmenté de 0,6% pour atteindre 4,5%.

Graphique 20 : Structure de la dette extérieure publique par taux d'intérêt



Structure de la dette par maturités

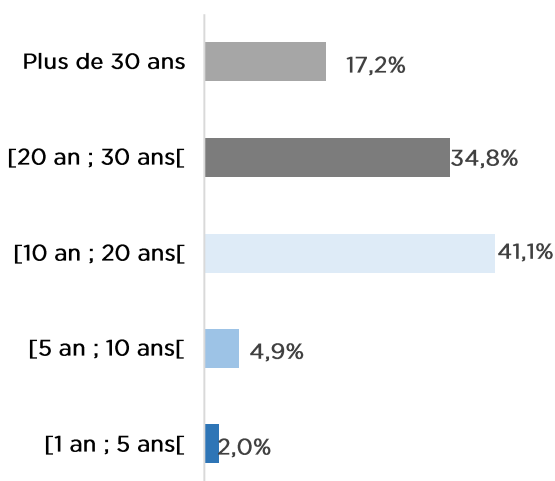
Compte tenu de la durée initiale des emprunts, le portefeuille de la dette extérieure publique est principalement à long terme. En effet, la durée moyenne pondérée des emprunts extérieurs publics vivants s'est maintenue, à fin 2022, à 21 ans.

Sur la base de la durée initiale, la structure du stock de ces emprunts est caractérisée par la prépondérance des emprunts extérieurs ayant une durée initiale supérieure à 10 ans qui présente une part de près de 93,1%.

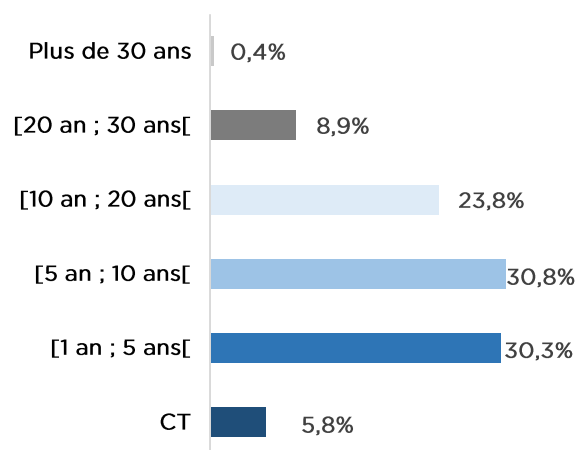
La vulnérabilité de ce portefeuille au risque de refinancement reste faible, et ce, étant donné que les remboursements exigibles à moins d'un an ne représentent que 5,8% de l'encours de cette dette à fin 2022.

Par ailleurs, et compte tenu de la prédominance du caractère amortissable des emprunts extérieurs contractés à l'égard des bailleurs de fonds officiels (étalement des remboursements sur des durées longues), la durée de remboursement restante moyenne de la dette extérieure publique ressort à 9 ans et 2 mois. Elle est de 9 ans et 9 mois pour le Trésor et 8 ans et 5 mois pour le reste des emprunteurs publics.

Graphique 21 : Structure par durée initiale



Graphique 22 : Structure par durée résiduelle moyenne de remboursement



► TIRAGES SUR EMPRUNTS EXTÉRIEURS

Durant l'année 2022, les ressources mobilisées au titre des emprunts extérieurs par le secteur public ont atteint un montant global de 47,2 milliards DH contre 41,3 milliards DH au cours de l'année précédente, en augmentation de 5,9 milliards DH.

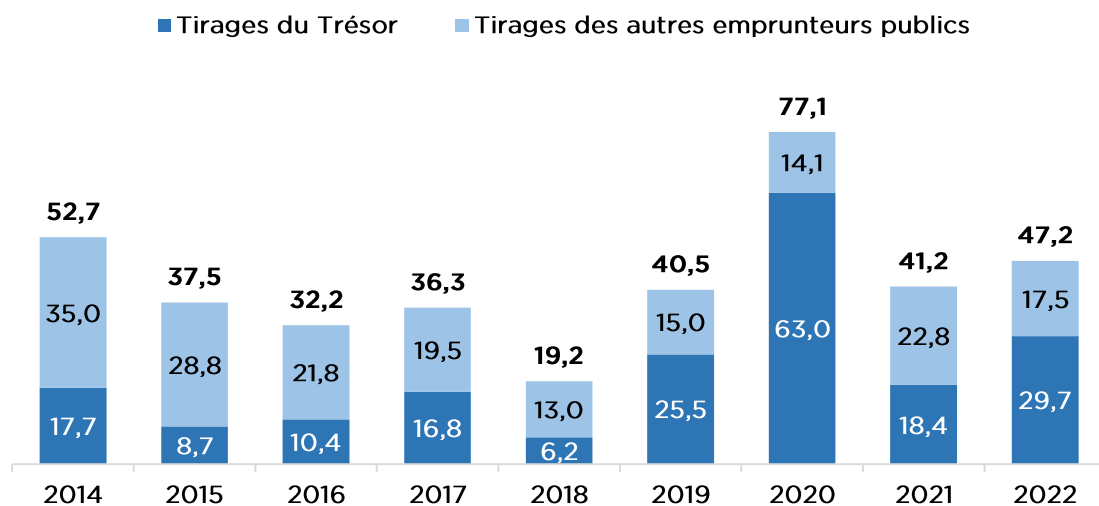
Les tirages mobilisés par le Trésor ont totalisé un montant de 29,7 milliards DH alors que ceux mobilisés par les autres emprunteurs publics se sont établis à près de 17,5 milliards DH.

Tirages par emprunteurs

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor, au titre de l'année 2022, se sont élevés à 29,7 milliards DH contre 18,4 milliards DH en 2021, soit une hausse de 11,3 milliards DH.

S'agissant des tirages réalisés par les autres emprunteurs publics, ceux-ci ont enregistré une baisse de près de 5,3 milliards DH par rapport à l'année précédente. Il est à noter qu'une part de près de 80,6% (ou 14,2 milliards DH) de ces tirages a été réalisée par quatre EEPs; à savoir : l'OCP (5,7 milliards DH), l'ONEE (5,3 milliards DH), le FEC (1,1 milliard DH), CTSA (1,1 milliard DH), et SNWM (1,0 milliard DH).

Graphique 23 : Évolution des tirages sur emprunts extérieurs publics - en milliards DH -

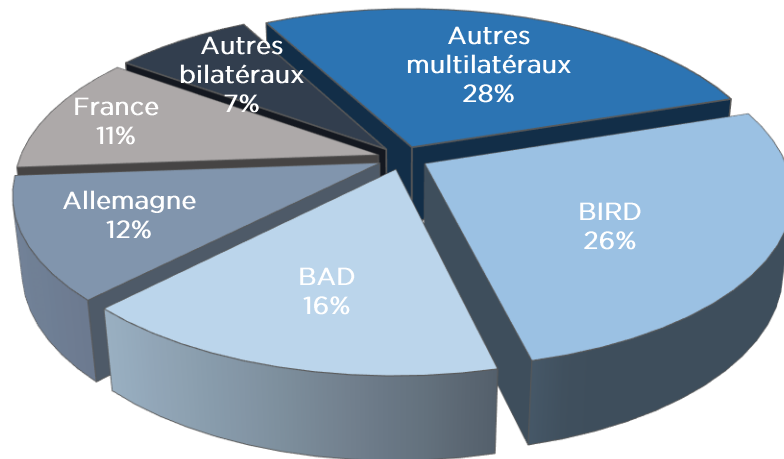


Tirages par créanciers

Durant l'année 2022, les tirages sur emprunts extérieurs publics ont été totalement mobilisés auprès des créanciers officiels. Un montant de 33,1 milliards DH a été mobilisé auprès des créanciers multilatéraux et un montant de 14,1 milliards DH auprès des bilatéraux.

Les tirages du Trésor auprès de ces créanciers ont totalisé 29,7 milliards DH, dont 21,3 milliards DH ont été mobilisés auprès des multilatéraux et 8,4 milliards DH auprès des bilatéraux. Quant aux mobilisations des autres emprunteurs publics, celles-ci ont été réalisées auprès desdits créanciers à concurrence de 17,5 milliards DH (11,8 milliards DH pour les multilatéraux et 5,7 milliards DH pour les bilatéraux).

La répartition de ces tirages par principaux créanciers se présente comme suit :

Graphique 24 : Répartition des tirages par principaux créanciers

Tirages par devises et par types de taux d'intérêt

Par devises

Au titre de l'année 2022, l'euro et le dollar US constituent les principales devises de mobilisation des financements extérieurs du secteur public, et ce, à hauteur de 94,1% du total des tirages, avec des parts respectives de 83,6% et 10,5%.

Concernant les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor, ceux-ci ont été effectués en Euro avec une part de 80,0%, suivi du dollar US (13,5%), du Yen japonais (3,3%) et du Dinar koweïtien (1,4%).

Les tirages extérieurs réalisés par les autres emprunteurs publics ont été principalement effectués en Euro (89,6%), suivi par le dollar US avec une part de 5,6%, le Dinar koweïtien (2,9%) et le Yen japonais (1,4%).

Par types de taux

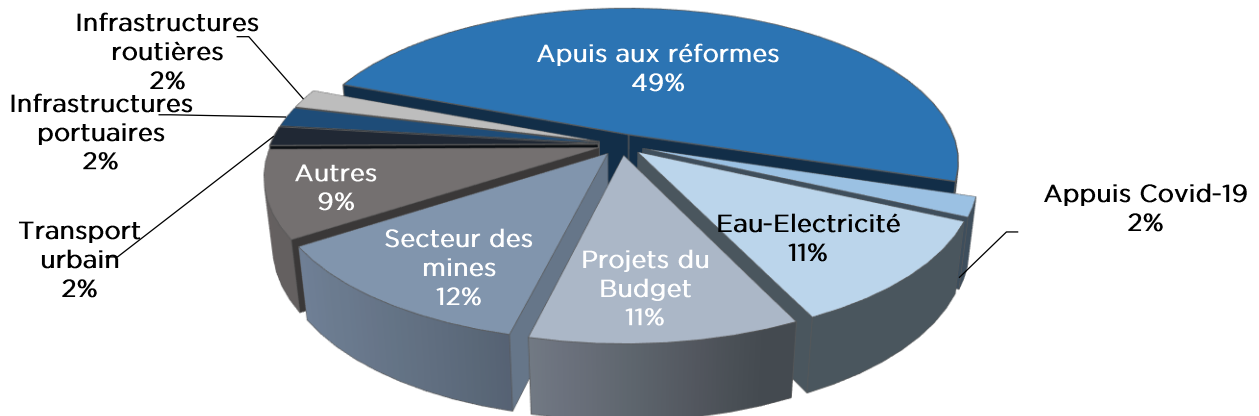
Au titre de l'année 2022, la structure, par type de taux, des tirages sur emprunts extérieurs du secteur public demeure dominée par les tirages assortis de taux fixes. Ces derniers se sont élevés à 28,3 milliards DH (ou 59,9% du total des tirages), alors que près de 18,9 milliards DH (40,1%) est composé des tirages assortis de taux flottants (31,7% pour ceux en euro et 8,4% pour ceux en dollar US).

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor réalisés à taux flottant représentent 53,2% du total des tirages et ceux assortis de taux fixe représentent 46,8% de ces tirages.

Pour ce qui est des tirages des autres emprunteurs publics, ceux-ci ont été effectués principalement à taux fixes avec une part de 82,0% du total des tirages, contre une part de 18,0% des tirages réalisés à taux flottants.

Tirages par secteurs

Généralement et hors les émissions du Trésor sur le MFI, les emprunts extérieurs du secteur public sont destinés exclusivement aux appuis aux réformes, aux projets inscrits dans le budget général et au soutien de l'effort d'investissement des autres emprunteurs publics.

Graphique 25 : Répartition sectorielle des tirages sur emprunts extérieurs publics

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor, au titre de l'année 2022, ont été destinés au financement des appuis aux réformes avec un montant de 23,4 milliards DH, au financement des projets du budget avec un montant de 5,2 milliards DH et aux mesures d'atténuation des impacts de la pandémie de Covid-19 avec un montant de 1,1 milliard DH.

La répartition sectorielle des tirages réalisés par les autres emprunteurs publics, durant 2022, montre qu'ils ont été destinés principalement au secteur des mines (12,0% du volume global des tirages), aux secteurs de l'eau et de l'électricité (11,2%), au secteur financier (2,3%), au transport urbain (2,3%), au secteur portuaire (2,1%) et aux infrastructures routières (1,5%).

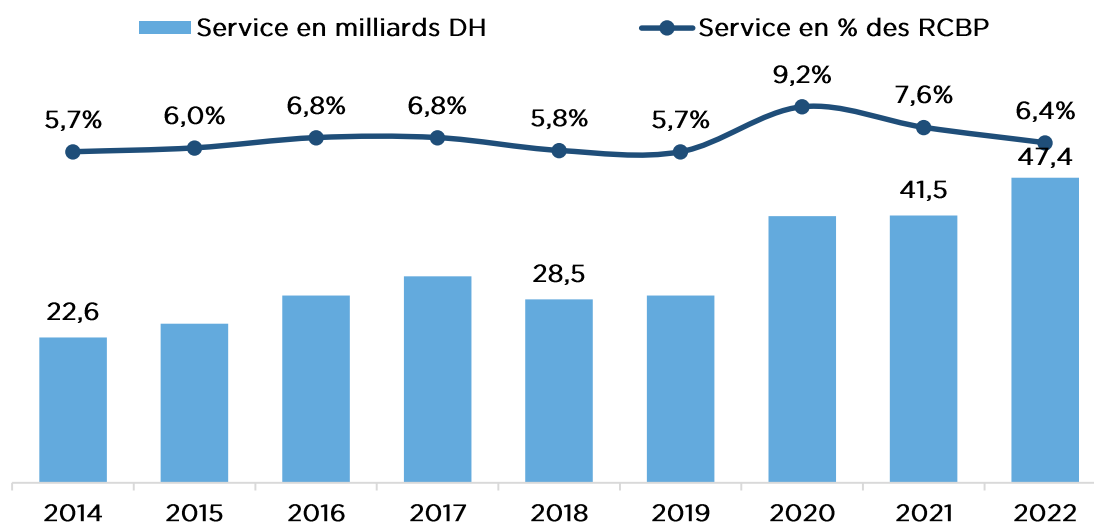
Les ressources extérieures du Trésor destinées à financer les appuis aux réformes ont été principalement mobilisées auprès de la BIRD et de la BAD. Ces mêmes créanciers ont également contribué au soutien de la lutte contre la COVID-19 au côté du FADES. Par ailleurs, l'Allemagne a également contribué au financement des appuis aux réformes et au financement des projets du budget sur cette année.

Concernant les autres emprunteurs publics, les créanciers officiels ont été les principaux bailleurs de fonds ayant financé leurs projets d'investissements, notamment la BEI, la MIGA, et la BAD pour les créanciers multilatéraux et la France et l'Espagne pour les bilatéraux.

► SERVICE DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

Le service de la dette extérieure publique a augmenté, au terme de l'année 2022, de 5,9 milliards DH pour s'établir à 47,4 milliards DH contre 41,5 milliards DH un an auparavant. Cette évolution des charges en amortissements, intérêts et commissions de ladite dette s'explique, essentiellement, par i) la hausse du service de la dette à l'égard des créanciers officiels de 0,3 milliard DH et ii) la hausse de celui à l'égard des créanciers privés de 5,6 milliards DH.

Rapporté aux recettes courantes de la balance des paiements, le service de la dette extérieure publique a baissé de 1,2%, en 2022, pour s'établir à 6,4% des dites recettes.

Graphique 26 : Évolution du service de la dette extérieure publique

Amortissements

Les amortissements de la dette extérieure publique se sont élevés, au titre de l'année 2022, à 37,7 milliards DH, en augmentation de 5,1 milliards DH ou 15,8% par rapport à l'année précédente. Cette hausse s'explique, principalement, par la tombée de 1,5 milliard de dollar US au titre de l'Eurobond à 10 ans émis par le Trésor en 2012 (1 milliard de dollar US) et 2013 (500 millions de dollar US).

Par groupements d'emprunteurs et de créanciers, les amortissements de la dette extérieure publique ont évolué entre 2021 et 2022 comme suit :

Tableau 15 : Amortissement de la dette extérieure publique par débiteurs - en millions DH -

	2021	2022	Variation en volume
Dette extérieure du Trésor	10 241	23 593	13 352
Dette extérieure hors Trésor	22 339	14 128	-8 211
Total	32 580	37 721	5 141

Tableau 16 : Amortissement de la dette extérieure publique par groupement de créanciers -en millions DH-

	2021	2022	Variation en volume
Créanciers bilatéraux	9 837	9 106	-731
Créanciers multilatéraux	13 261	14 040	779
Banques commerciales et MFI	9 482	14 575	5 093
Total	32 580	37 721	5 141

Charges en intérêts et commissions

Au titre de l'année 2022, les charges en intérêts et commissions de la dette extérieure publique ont augmenté de 0,8 milliard DH pour s'établir à 9,7 milliards DH.

Cette évolution s'explique, essentiellement, par (i) le début de paiement des charges en intérêts de certaines échéances de l'OCP à l'égard des créanciers privés, ainsi que par (ii) la reprise de paiement des charges en intérêts au titre des prêts FADES, ayant bénéficié de l'initiative de report de paiement des échéances, visant l'atténuation des effets de la pandémie de Covid-19.

Par groupement de créanciers, ces charges ont évolué entre 2021 et 2022 comme suit :

Tableau 17 : Intérêts et commissions de la dette extérieure publique par groupement de créanciers - en millions DH -

	2021	2022	Variation en volume
Créanciers bilatéraux	1 618	1 581	-37
Créanciers multilatéraux	3 284	3 589	305
Banques commerciales et MFI	4 045	4 539	494
Total	8 947	9 709	762

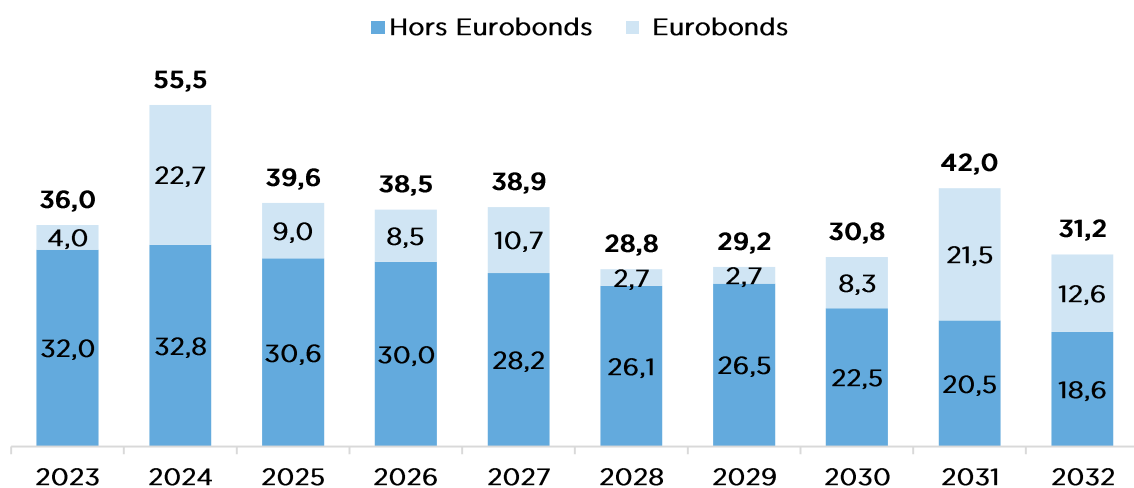
► PROJECTIONS SUR 10 ANS DU SERVICE DE LA DETTE EXTÉRIEURE PUBLIQUE

Les projections, sur les 10 prochaines années, du service de la dette extérieure publique, sur la base de l'encours constaté à fin 2022, sont marquées par neuf tombées de remboursement importantes au titre des Eurobonds émis par le Trésor et l'OCP sur le MFI et qui auront lieu, pour le Trésor en 2024, 2026, 2027, 2030, 2031 et 2032, et pour l'OCP en 2024, 2025 et 2031.

Hors Eurobonds, et en raison notamment du caractère amortissable et à long terme des emprunts contractés auprès des créanciers officiels, l'échéancier des emprunts extérieurs demeure bien lissé, permettant ainsi de réduire le risque de refinancement.

Hors le service au titre des Eurobonds, les projections, sur les 10 prochaines années, du service de la dette extérieure publique indiquent une baisse de ce dernier à un rythme annuel moyen de 5,7%. Le service de cette dette devrait ainsi atteindre, en moyenne, près de 30,7 milliards DH sur 2023-2027, avant de reculer à près de 22,8 milliards DH, en moyenne, sur la période 2028-2032.

Graphique 27 : Projections sur 10 ans du service de la dette extérieure publique - en milliards DH -



DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

A fin décembre 2022, l'encours de la dette intérieure garantie a atteint 48,4 milliards DH dont 32,1 milliards DH bénéficiant de la garantie directe de l'Etat et 16,4 milliards DH garantis par la Société Nationale de Garantie et du Financement de l'Entreprise (SNGFE). Ainsi, l'encours global de la dette intérieure garantie représente 3,6% points de PIB et celui bénéficiant de la garantie directe de l'Etat se limite à 2,4% points de PIB.

En comparaison avec l'année précédente, l'encours de la dette intérieure garantie a enregistré une hausse de 3,7 milliards DH en 2022. Cette hausse résulte de l'émission de quinze nouveaux emprunts garantis par la SNGFE pour un montant de 7,6 milliards DH, atténuée partiellement par les remboursements en principal qui se sont élevés à près de 3,9 milliards DH.

Pour rappel, le système de garantie accordée aux emprunts obligataires ou bancaires émis par certains établissements et organismes bancaires publics a connu, depuis 2020, un changement avec la création du Fonds de Garantie des Etablissements et Entreprises Publics (FGEEP) géré au début par la Caisse Centrale de Garantie (CCG) pour le compte de l'Etat avant la transformation de la CCG en société anonyme, en l'occurrence la SNGFE. Ce changement consiste notamment en la prise en charge du risque directement par la SNGFE ; l'Etat intervenant en dernier recours.

▶ STRUCTURE PAR BÉNÉFICIAIRE

ADM reste le principal établissement bénéficiant de la garantie pour la mobilisation d'emprunts intérieurs avec une part de 48,3% de l'encours total de la dette intérieure garantie, suivie de l'ONCF (31,7%), l'ONEE (4,5%), TMED (3,3%), la RAM (3,1%), TMPA (2,9%), MASEN (1,9%), l'ANP (1,8%), SGPTV (0,2%) et CIH (0,1%).

▶ ÉMISSIONS DE L'ANNÉE 2022

Cette année a été marquée par 14 nouveaux emprunts bancaires et une nouvelle émission obligataire tous bénéficiant de la garantie de la SNGFE :

- en juin 2022, l'ONDA a contracté un emprunt bancaire d'un milliard DH assorti d'un taux de 3,50% ;
- en juillet 2022, l'ONCF a émis 5 emprunts bancaires avec un montant total de 2 milliards DH assorti d'un taux de 4,20% et une émission obligataire d'un milliard DH réparti sur trois tranches : les deux premières à taux fixe (4,11% et 3,44% respectivement) et la troisième tranche assortie d'un taux variable ;
- le mois de décembre 2022 a connu le recours de l'ONEE à 8 emprunts bancaires pour un montant total de 3,6 milliards DH assorti d'un taux de 4,40%.

▶ SERVICE DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Le service de la dette intérieure garantie s'est établi à 5,9 milliards DH réparti comme suit :

- 1 937,8 millions DH au titre des intérêts, en hausse de 162,8 millions DH par rapport à 2021 ; et
- 3 923 millions DH au titre du principal, en hausse de 3 227,0 millions DH par rapport à 2021.

▶ INDICATEURS DE LA DETTE INTÉRIEURE GARANTIE

Les principaux indicateurs de la dette intérieure garantie se présentent comme suit :

- La durée de vie moyenne s'est établie à 12 ans et 7 mois à fin décembre 2022, en hausse de 2 mois par rapport à fin 2021.
- Le coût moyen de la dette garantie a atteint 4,3% à fin 2022, en baisse de 0,3 point comparativement à 2021 (4,6%).

Au total, l'encours de la dette intérieure du Trésor augmenté de la dette intérieure garantie a atteint 771,4 milliards DH à fin 2022 contre 726,3 milliards DH à fin 2021 marquant, ainsi, une hausse de près de 6,2%. L'encours de la dette intérieure garantie ne représente que 6,3% de l'encours global de la dette intérieure du Trésor et la dette intérieure garantie.

GESTION ACTIVE DE LA DETTE

▶ DETTE INTÉRIEURE

La gestion active de la dette intérieure mise en place par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures vise essentiellement la réduction du risque de refinancement inhérent au portefeuille de la dette du Trésor à travers le lissage de l'échéancier de la dette du Trésor et partant, la maîtrise des besoins de financement de l'Etat.

Cette gestion active s'opère à travers le recours à des opérations de rachat et/ou des opérations d'échange de titres, ayant des maturités résiduelles inférieures à 18 mois, qui correspondent à une substitution d'anciens titres par des nouveaux.

L'objectif principal recherché à travers la réalisation de ces opérations n'est pas de générer des gains financiers immédiats, mais plutôt de réduire le risque de refinancement, ce qui pourrait avoir un impact positif sur le coût de financement du Trésor.

Bilan 2022

Au cours de l'année 2022 et en raison du contexte précédemment décrit et qui s'est traduit par un intérêt moins prononcé des investisseurs pour les BDT à LT, la Direction du Trésor n'a réalisé que 2 opérations d'échange de BDT sur 8 opérations programmées au début de l'année. Ces opérations ont été effectuées pendant les mois de janvier et février 2022 pour un montant total racheté de près de 8,6 milliards DH.

Par année d'échéance, le montant racheté en 2022 est réparti comme suit :

- 6,7 milliards DH au titre du rachat des tombées de 2022 ; et
- 1,9 milliard DH au titre du rachat des échéances de 2023.

Tableau 18 : Maturités et montants émis au titre des opérations d'échange - en millions DH -

	Montant de remplacement	Part
BDT 5 ans	4 475,5	50,5%
BDT 10 ans	3 548,3	40,0%
BDT 15 ans	842,6	9,5%
Total (*)	8 866,4	100,0%

**La différence entre les montants rachetés et les montants de remplacement est due aux écarts de valorisation des titres rachetés et ceux émis.*

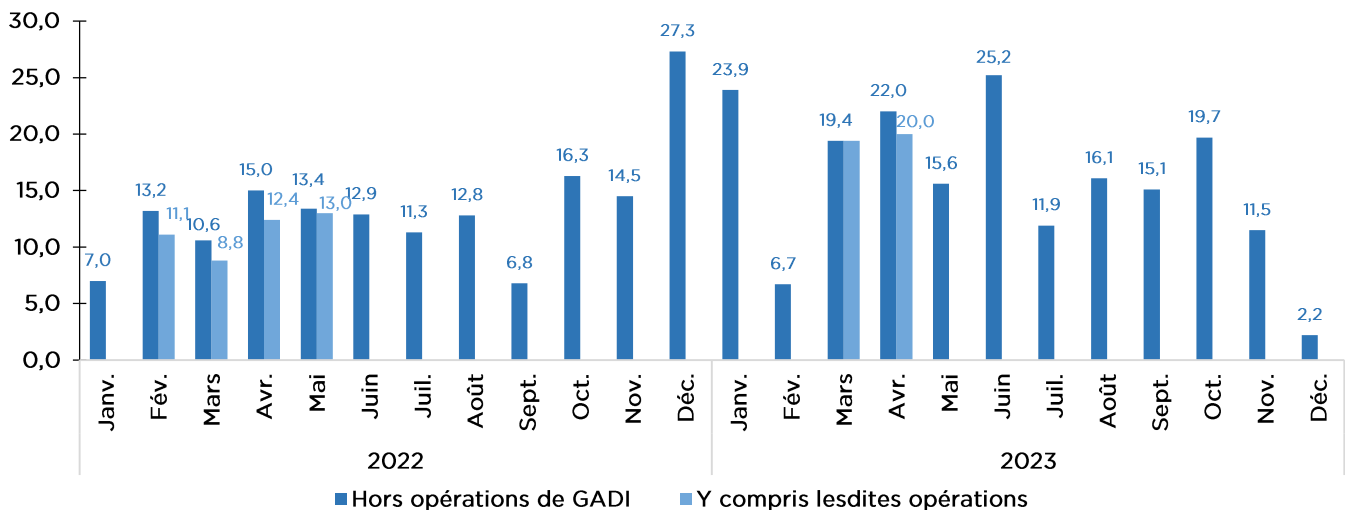
En termes d'impact sur le risque de refinancement relatif à la dette intérieure, ces opérations ont permis de réduire les tombées de la dette du Trésor des mois concernés par ladite opération de près de 1,7 milliard DH en moyenne par mois en 2022 et de près de 1,0 milliard DH en 2023.

Pour ce qui est des charges en intérêts de la dette intérieure payées au titre de l'année 2022, il est à signaler que les opérations d'échange réalisées se sont traduites par une baisse desdites charges de près de 44,3 millions DH. Cette baisse provient d'une économie réalisée au titre des intérêts découlant du rachat des tombées de 2022 et des échéances de 2023 avant les dates de paiement des coupons des lignes rachetées.

Il est à souligner qu'une diminution/augmentation des charges en intérêts dans le cadre des opérations d'échange dépend de la date de rachat par rapport à la date de paiement de coupon de chaque ligne. Ainsi, une ligne rachetée avant/après la date de paiement de coupon produira une baisse/hausse des charges en intérêts.

Tableau 19 : Charges en intérêts au titre de l'année 2022 avec et sans rachat - en millions DH -

Maturité	Sans rachat	Avec rachat	Écart
Rachat des tombées de 2022			
52 sem.	44,8	42,4	-2,4
2 ans	41,4	35,9	-5,5
5 ans	10,0	7,2	-2,8
10 ans	106,4	82,6	-23,8
Rachat des tombées de 2023			
2 ans	0,42	0,38	-0,04
5 ans	53,1	43,3	-9,8
Économie en intérêts découlant du rachat des tombées de 2022			-34,5
Économie en intérêts découlant du rachat des tombées de 2023			-9,9
Impact total des opérations de gestion active sur les charges en intérêts de 2022			-44,3

Graphique 28 : Profil de remboursements de la dette du Trésor (Intérêts et Principal) - en milliards DH -


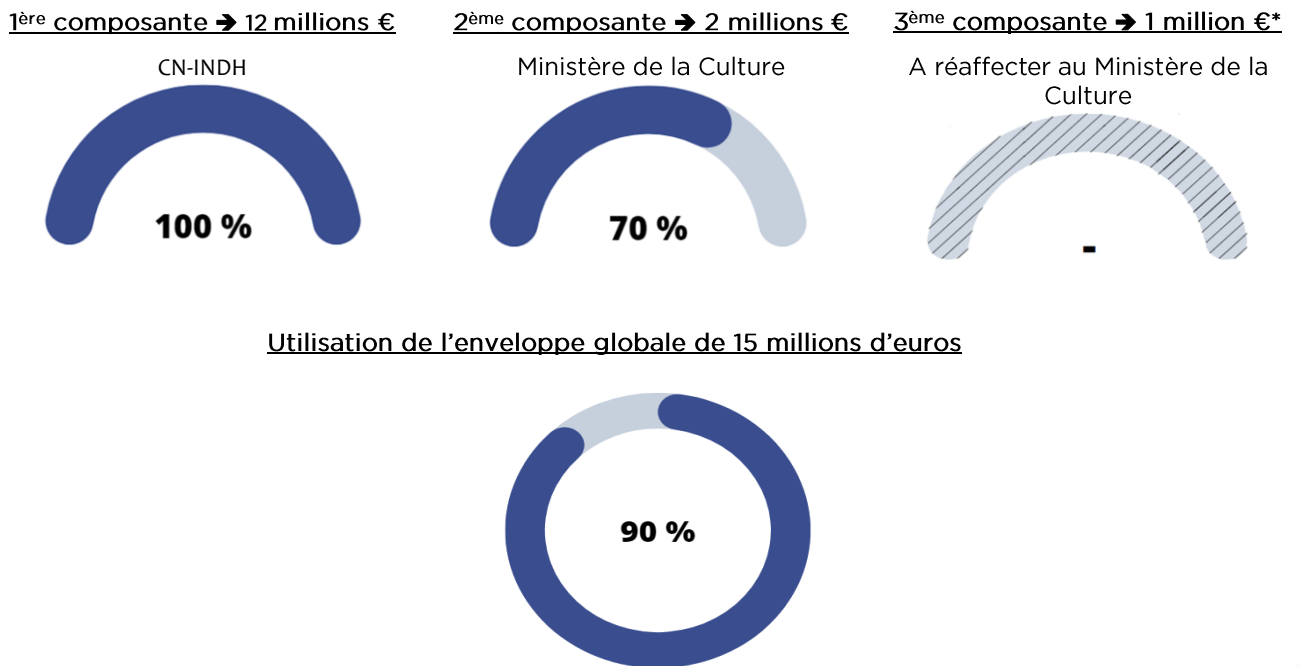
▶ DETTE EXTÉRIEURE

Dans le cadre de la gestion active de la dette extérieure visant notamment la réduction du coût d'endettement, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures a poursuivi les actions relatives aux programmes de conversion de dettes en investissements publics.

Ainsi, un montant de 4,07 millions DH a été converti en 2022 dans le cadre du programme de conversion conclu avec l'Italie au titre du projet de préservation du patrimoine culturel, portant ainsi le montant total converti au titre dudit projet à environ 15,2 millions DH sur une enveloppe de 2 millions d'euros.

Le cumul des montants convertis dans le cadre du programme de conversion conclu avec l'Italie a atteint 153,4 millions DH représentant ainsi 90% de l'enveloppe totale dédiée à ce programme, soit 15 millions d'euros.

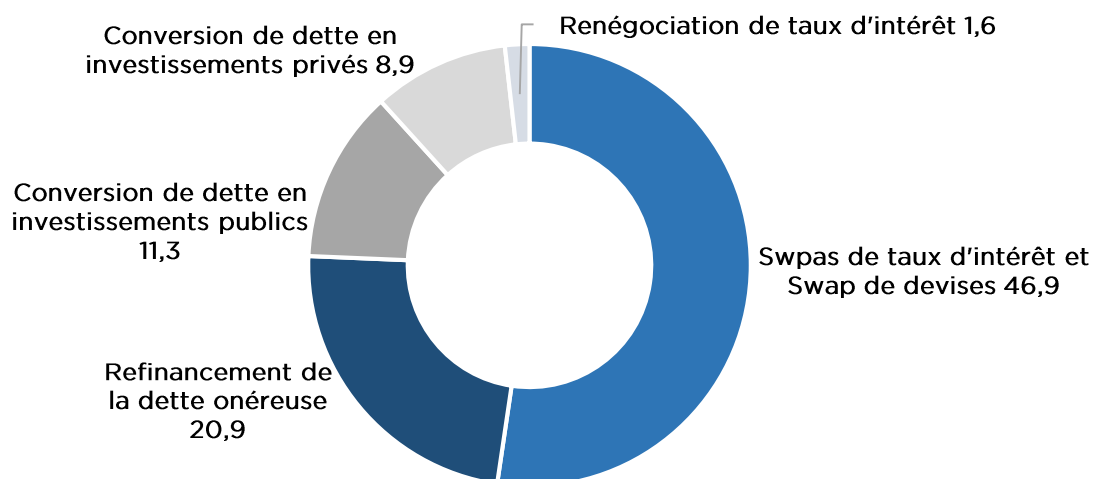
Graphique 29 : Situation de l'enveloppe de l'accord de conversion de dette conclu avec l'Italie au 31/12/2022



*Convention en cours de finalisation.

Pour ce qui est du cumul des montants traités depuis le début de ces opérations, ce dernier a atteint environ 90 milliards DH. Ces opérations incluent outre la conversion de dettes en investissements publics (11,3 milliards DH), la conversion de dettes en investissements privés (8,9 milliards DH), la renégociation de taux d'intérêt (1,6 milliard DH), le refinancement de la dette onéreuse (20,9 milliards DH) ainsi que les opérations de Swap de taux d'intérêt et les opérations de Swap de devises (46,9 milliards DH).

Graphique 30 : Répartition des opérations de gestion active de la dette extérieure par type d'opération -En milliards DH-



MARCHE SECONDAIRE DES BDT

▶ ACTIVITÉS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

Face à des conditions de financement sur le marché primaire caractérisées par une réorientation de la demande des investisseurs vers les maturités courtes et par ricochet les levées du Trésor et une volatilité des taux causées par le contexte de forte inflation et d'anticipations haussières du taux directeur de BAM, l'activité sur le marché secondaire a enregistré une progression notable en 2022 reflétée par l'évolution favorable des indicateurs de liquidité.

Ainsi, les échanges fermes ont progressé de 42,6% contre une progression de 55,2% en 2021 et la liquidité du marché s'est inscrite dans un trend haussier comme en témoigne le taux de rotation qui s'est établi à 1,09 en 2022 contre 0,82 en 2021. De même, le volume quotidien moyen et la taille moyenne des opérations ont progressé de 42,6% et 14,4% pour atteindre 3,4 milliards DH et 103,0 millions DH respectivement.

Concernant l'évolution des taux, la courbe sur le marché secondaire a suivi une tendance haussière qui s'est accentuée au cours du quatrième trimestre de 2022 suite à la 1^{ère} hausse de 50 pb du taux directeur de BAM.

Échanges fermes

Le volume total des échanges fermes sur le marché secondaire a connu une hausse importante de 42,6% par rapport à 2021 passant de 578,0 milliards DH à 824,4 milliards DH.

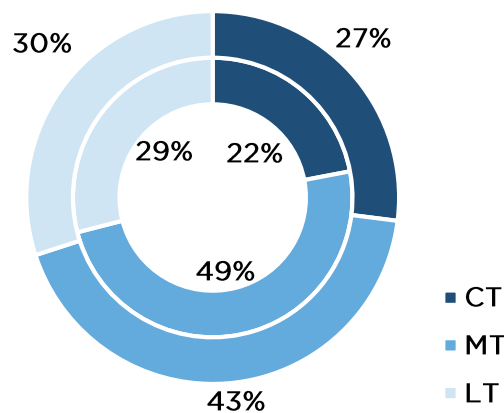
La tendance observée durant les cinq dernières années s'est poursuivie avec des échanges fermes qui restent concentrés sur les maturités moyennes et longues.

En termes de structure des échanges, l'année 2022 s'est caractérisée par une régression des transactions réalisées sur les titres de maturités moyennes au profit d'une progression des maturités courtes dont les parts sont passées de 49% à 27% et de 22% à 27% respectivement. La part des transactions réalisées sur les maturités longues, quant à elle, est restée quasiment stable autour de 30%.

Graphique 31 : Répartition par terme résiduel des transactions fermes

2022 : Anneau extérieur

2021 : Anneau intérieur



Le regain d'intérêt en faveur des échanges sur le CT sur le secondaire, s'explique essentiellement par la prépondérance des émissions de BDT sur ce segment en ligne avec la demande des investisseurs et par la faiblesse des opérations de gestion active de la dette.

Lignes échangées

Le nombre des lignes qui ont été échangées en 2022 a atteint 154 contre 107 en 2021 toutes maturités confondues et le nombre de transactions réalisées sur ces lignes s'est inscrit dans une tendance haussière passant à 7 966 transactions à fin décembre 2022 contre 6 450 transactions en 2021, traduisant le dynamisme de l'activité sur le marché secondaire.

Les lignes à court terme (terme résiduel) ont été les plus attractives pour les opérateurs et donc les plus liquides avec des taux de rotation largement supérieurs au taux de rotation moyen du portefeuille global de la dette.

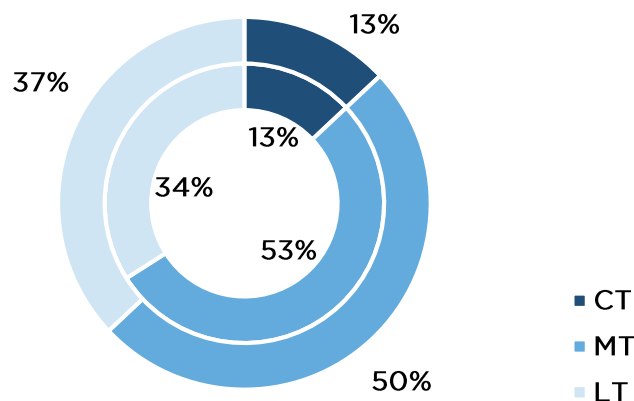
Marché de la pension livrée (repo)

En 2022, l'activité sur le marché de la pension livrée sur les BDT, a enregistré une hausse de 22% en comparaison avec son volume en 2021, pour atteindre un volume total de 12 913,6 milliards DH (cessions et acquisitions).

Concernant les titres ayant servi de garantie pour ces transactions, les BDT à moyen terme (terme résiduel) ont été les plus utilisés dans les échanges par les opérateurs. Ainsi, ces titres ont représenté près de 50% du volume global échangé, tandis que les parts des BDT à court et à long termes ont atteint 13% et 37% respectivement à fin 2022.

Graphique 32 : Répartition par terme résiduel des transactions repo

2022 : Anneau extérieur
2021 : Anneau intérieur



▶ ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

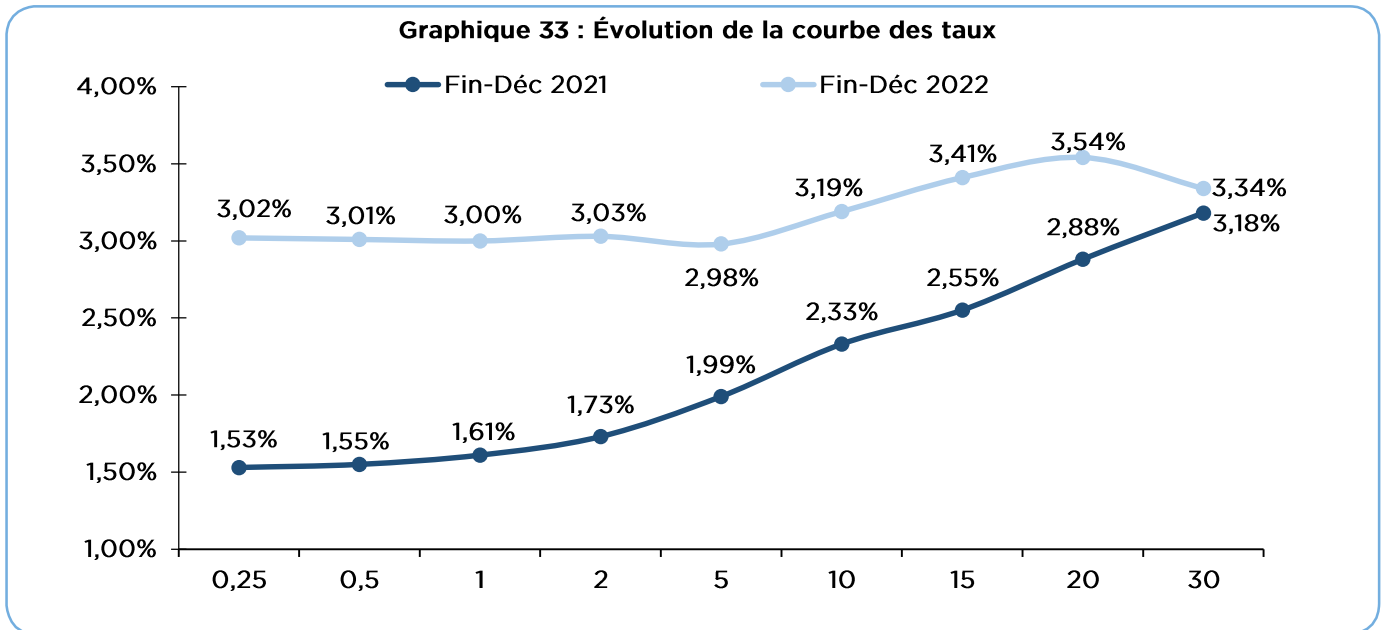
L'année 2022 a été marquée par une augmentation importante des taux secondaires atteignant en moyenne près de 102 pb par rapport à fin décembre 2021. Les maturités inférieures ou égales à 2 ans ont été les plus impactées par cette hausse à l'instar des taux primaires et ont enregistré une hausse moyenne de 141 pb. La hausse a été moins importante pour les maturités à 5 ans et plus qui a atteint en moyenne 71 pb.

Cette tendance haussière a été influencée par le durcissement de la politique monétaire de BAM amorcé au cours du second semestre de cette année. Trois facteurs ont accentué les pressions sur ces taux :

1. Un accroissement des niveaux des taux demandés par les investisseurs, en raison notamment d'une inflation élevée qui a caractérisé le contexte économique au niveau national et international.
2. Une forte dépendance vis-à-vis du marché intérieur pour le financement du besoin du Trésor, au vu des conditions de financement défavorables prévalant à l'international.

3. Une nette diminution de la demande en BDT de la part des opérateurs, surtout sur les segments à moyen et long terme, en lien avec le creusement du déficit de liquidité bancaire.

En somme, ces facteurs combinés ont conduit à une progression significative des taux secondaires en 2022 et ont poussé les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés.



▶ LIQUIDITÉ DU MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

En 2022, la liquidité du marché secondaire a connu une amélioration notable comme en témoignent les trois principaux indicateurs à savoir : le taux de rotation, la taille moyenne des opérations et le volume moyen quotidien.

Taux de rotation

Il est à rappeler que ce taux est le rapport entre le volume des titres négociés sur le marché secondaire, au cours d'une période donnée, et l'encours de ces titres. Calculé sur la base des transactions fermes, ce taux s'est établi à 1,09 en 2022 contre 0,82 en 2021, ce qui signifie que l'encours de la dette émise par adjudication a été échangé plus d'une fois sur le marché secondaire.

Taille moyenne des opérations fermes

La taille moyenne des opérations fermes est le rapport entre le volume global des transactions fermes effectuées au cours d'une période donnée et le nombre des opérations de la même période. Elle permet de mesurer la capacité des investisseurs à exécuter des transactions avec des montants élevés. En 2022, la taille moyenne des opérations fermes a atteint 103,0 millions DH contre 89,6 millions DH en 2021, soit une progression de 14,4%.

Volume quotidien moyen des opérations fermes

Quant au volume quotidien moyen des opérations fermes, il est passé de 2,4 milliards DH en 2021 à 3,4 milliards de DH en 2022 enregistrant, ainsi, une hausse de 42,6%.

▶ ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ SUR LE MARCHÉ ÉLECTRONIQUE

L'activité sur le marché électronique EBond Maroc a enregistré un léger repli des volumes négociés qui sont passés de 120,1 milliards de DH en 2021 à 114,3 milliards de DH en 2022.

Au niveau du compartiment B2B réservé aux teneurs de marché, à savoir les banques IVT qui ont l'obligation de coter des prix fermes à l'achat et à la vente pour un panel de lignes présélectionnés, 1 328 transactions ont été réalisées en 2022 contre 1 012 en 2021 pour un volume négocié de 106,9 milliards DH, soit une baisse de 7% par rapport au volume réalisé en 2021.

Quant au compartiment B2C, au niveau duquel les teneurs de marché cotent des prix fermes au profit de demandeurs de cotations qui sont les sociétés de gestion et les autres banques non IVT, un volume de 7,4 milliards DH a été échangé au titre de 17 transactions traitées.

GESTION ACTIVE DE LA TRÉSORERIE PUBLIQUE

Au cours de l'année 2022, le recours de la Direction du Trésor aux opérations de gestion active de la trésorerie publique s'est fait dans un contexte caractérisé par :

- une aggravation du besoin de liquidité des banques qui est passé de -70,8 milliards DH en moyenne hebdomadaire à fin décembre 2021 à -80,9 milliards DH à fin décembre 2022 ; et
- une baisse de près de 11,6% des disponibilités du CCT hors opérations de trésorerie qui ont atteint 10,3 milliards DH en moyenne quotidienne contre 11,7 milliards DH en 2021.

▶ OPÉRATIONS RÉALISÉES EN 2022

Au cours de l'année 2022, le nombre d'opérations de placement réalisées par la Direction du Trésor a atteint 405 opérations contre 401 opérations en 2021.

Tableau 20 : Opérations de gestion de la trésorerie réalisées en 2022

	Opérations de placement réalisées	
	En blanc	Prise en pension
Nombre	94	311
Répartition	23%	77%

▶ VOLUME PLACÉ ET RÉMUNÉRATION

Volume placé

Le volume cumulé placé auprès des banques a enregistré une légère baisse de près de 2,2% pour atteindre 677,2 milliards DH en 2022 contre 692,3 milliards DH en 2021 et ce, suite à la baisse des disponibilités du CCT hors opérations de trésorerie de près de 11,6% par rapport à l'année 2021.

Par instrument, les opérations de prise en pension ont porté sur 89,7% du volume global placé contre une part de 10,3% pour les opérations de dépôt en blanc.

L'encours moyen quotidien de ces opérations a atteint 6,1 milliards DH contre 7,3 milliards DH enregistré l'année précédente. Par type d'opération, l'encours quotidien moyen des prises en pension s'est établi à 6,1 milliards DH alors que celui des dépôts en blanc a atteint 0,7 milliard DH contre 7,5 milliards DH et 0,7 milliard DH respectivement en 2021.

Taux des placements du Trésor

En 2022, la rémunération moyenne obtenue par la Direction du Trésor sur ses opérations de placement a enregistré une hausse pour atteindre 1,53% contre 1,36% en 2021, soit une amélioration de 16,4 pb.

Pour les opérations de prise en pension, cette rémunération a été de 1,523%. Comparé à l'indice MONIA publié par BAM (1,580%), ce taux a enregistré un écart négatif de -5,8 pb.

Concernant les opérations de dépôts en blanc, leur taux moyen a atteint 1,607%, une sous-performance de près de -4,4 pb par rapport au taux de référence interbancaire publié par BAM (1,652%)

Durées des opérations de placement

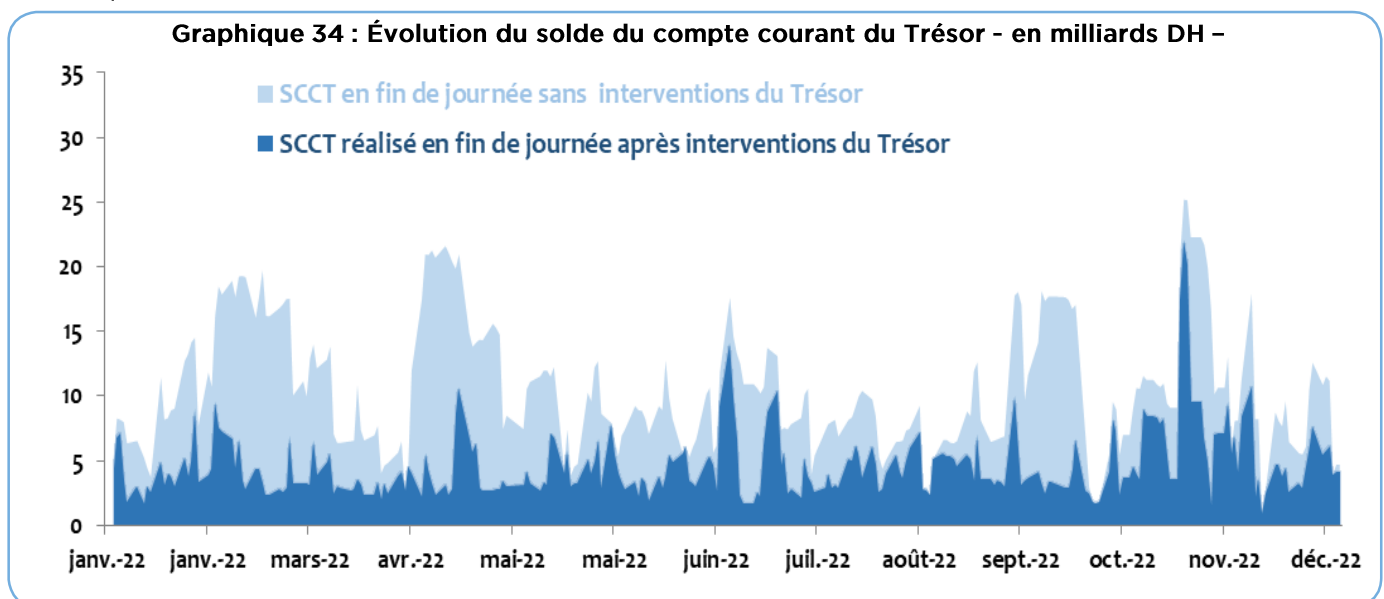
Conformément aux règles de gestion des risques liés aux opérations de placement des excédents de trésorerie, les dépôts en blanc sont réalisés sur une durée d'une journée alors que les opérations de prise en pension ont une durée allant de 1 à 7 jours ouvrables.

Ainsi, pour les opérations repos, le nombre d'opérations réalisées sur une durée de 1 jour est prépondérant avec une part de 50,6%, contre 50,2% enregistré en 2021. Le nombre d'opérations réalisées sur une durée supérieure à 3 jours s'est établi à 44,0% contre 25,1% l'année passée avec une prépondérance des opérations d'une durée de 7 jours (12,7%).

Réalizations en 2022

Optimisation du solde du CCT

Grâce au recours quotidien aux opérations de placement sur le marché monétaire, la Direction du Trésor a pu réduire le niveau du solde du CCT de près de 5,8 milliards DH en moyenne par jour en 2022 s'établissant à 4,5 milliards DH en moyenne quotidienne contre 10,3 milliards DH hors opérations de trésorerie.



Intérêts perçus par le Trésor

La gestion active de la trésorerie a permis de dégager un produit net de 94,2 millions DH en 2022. Ces recettes sont réparties comme suit :

- 71,2 millions DH (75,6% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 23,0 millions DH au titre de la rémunération du solde du CCT.

Depuis le début des opérations en 2010, le montant total des recettes de la gestion active de la trésorerie s'est établi à 1,8 milliard DH réparties comme suit :

- 1 323,4 millions DH (ou 71,2% des recettes totales) au titre du produit des opérations de placement ; et
- 534,0 millions DH issus de la rémunération du solde du CCT.

ACTIONS ET MESURES DE RÉFORMES EN 2022

Dans le cadre du processus continu d'amélioration de l'efficacité de la gestion de la dette, l'année 2022 a été consacrée à la poursuite de certaines actions entamées par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures au cours de l'année 2021 et la mise en place de nouvelles actions.

A cet effet, les efforts de modernisation de la gestion de la dette publique et du marché domestique se sont poursuivis durant l'année 2022 à travers la réalisation de plusieurs actions qui s'articulent autour des axes suivants :

1. **Développement d'un site Internet dédié à la dette publique** : l'objectif de cette nouvelle plateforme d'interaction est d'avoir une source officielle unique pour toutes les informations relatives à la dette publique marocaine, de faciliter l'accès à l'information, de donner une meilleure visibilité à l'ensemble des partenaires (investisseurs nationaux et étrangers, bailleurs de fonds, médias, parlement, cour des comptes, agences de notation et grand public) et de se conformer aux meilleures pratiques internationales en la matière.

La réalisation de ce projet, qui bénéficie d'une assistance technique de la Banque Mondiale et qui a démarré début 2021, a été confiée à un prestataire de service marocain qui procédera à :

- La révision et l'adaptation de l'architecture du site internet. Cette adaptation comprend le design du site et l'agencement de ses rubriques tout en respectant la charte graphique du site du Ministère de l'Economie et des Finances.
- La relecture et la réadaptation du contenu des rubriques du site de la dette. Cette réadaptation concerne la réécriture des dites rubriques à la lumière du texte déjà existant et la proposition de contenu convivial, didactique, attractif et facile à exploiter par les internautes.

2. **Projet de développement d'une courbe des taux de référence pour les bons du trésor** : l'objectif étant de mettre en place une nouvelle courbe des taux en substitution à la courbe actuelle qui n'est plus en phase avec le niveau de développement du marché marocain. Ce projet est mené dans le cadre d'une assistance technique conclue avec la BERD en concertation avec la Banque centrale, l'AMMC et les opérateurs de la place (Banques IVT et OPCVM).

ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN JUIN 2023

► FINANCEMENT DU TRÉSOR AU COURS DU 1^{ER} SEMESTRE 2023

Financement intérieur

L'année 2023 a démarré dans un contexte marqué par une forte augmentation des besoins de financement du Trésor par rapport aux dernières années, la poursuite des pressions inflationnistes et la persistance de l'état d'attente des investisseurs quant à l'évolution du taux directeur de BAM.

Dans ce contexte, la Direction du Trésor a maintenu sa communication active avec le marché afin de raviver l'intérêt des investisseurs pour l'ensemble des maturités. Ainsi et dans le but de permettre au Trésor de financer ses besoins tout en offrant aux investisseurs la possibilité de se couvrir contre le risque de taux, de nouveaux BDT à taux révisable de maturité 2 ans ont été émis sur le marché en février.

A partir du mois de mars 2023, cette situation a commencé à s'améliorer progressivement avec un retour progressif de la demande des investisseurs sur les différents segments de la courbe, motivé principalement par le bon comportement des finances publiques et l'abondance de la liquidité sur le marché domestique.

Ainsi, le financement du Trésor sur ce marché s'est caractérisé essentiellement par :

- une hausse du volume de la demande des investisseurs de près 141,8% par rapport à fin juin 2022 atteignant, ainsi, près de 397,3 milliards DH contre 164,3 milliards DH un an auparavant et sa concentration sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans qui ont enregistré une part de près de 80,5% contre 60,4% un an auparavant. Malgré cette configuration de la demande, un regain d'intérêt des investisseurs pour les BDT à 5 ans et plus a commencé à se profiler avec un volume offert qui a atteint 77,4 milliards DH à fin juin 2023 contre 65,0 milliards DH enregistré pendant la même période de l'année dernière, soit une hausse de près de 19,1%.

Cette hausse de la demande a été également favorisée par les opérations de rachats de BDT de BAM sur le marché secondaire effectuées au prix de marché. L'activation de ce nouvel instrument de politique monétaire a permis d'injecter un montant de 16,8 milliards DH sur une enveloppe totale annoncée de 25,0 milliards DH.

- une hausse du volume global des émissions du Trésor qui a atteint 180,1 milliards DH (dont 43,8 milliards DH au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure) contre 67,2 milliards DH (dont 8,7 milliards DH au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure) à fin juin 2022, soit une hausse de près de 168,2%. Ces levées sont réparties à hauteur de 67,8% au titre des maturités inférieures ou égales à 2 ans et 32,2% pour les maturités à 5 ans et plus contre 55,0% et 45,0% respectivement à fin juin 2021.
- un retour de l'intérêt des investisseurs pour les opérations d'échange de BDT avec un volume de la demande qui a atteint près de 45,0 milliards DH à fin juin 2023 contre 19,3 milliards DH uniquement à fin juin 2022 avec un désintérêt des investisseurs pour ces opérations à partir du mois de mars 2022 ;
- une hausse de 22,4 milliards DH des flux nets des adjudications du Trésor qui ont atteint près de 39,8 milliards DH à fin juin 2023 contre 17,4 milliards DH au premier semestre de 2022 ; et

- une poursuite de la tendance haussière des taux retenus par le Trésor (hors BDT à taux révisable) et qui a atteint près de 129,6 pb en moyenne par rapport à ceux enregistrés à fin décembre 2022 et ce, en raison principalement de la hausse des taux demandés par les investisseurs suite à un 3^{ème} relèvement successif de 50 pb du taux directeur de BAM en mars 2023.

Financement extérieur

Les tirages sur emprunts extérieurs du Trésor, au titre des six premiers mois de l'année 2023, se sont inscrits, en hausse avec un montant qui s'est élevé à 33,4 milliards DH contre 6,0 milliards DH durant la même période de l'année 2022. Cette évolution s'explique principalement par la mobilisation d'un montant de 26,1 milliards DH au titre de l'émission, sur le MFI, d'un emprunt obligataire de 2,5 milliards de dollar.

Les tirages réalisés auprès des créanciers officiels ont atteint 7,3 milliards DH (6,6 milliards DH auprès des multilatéraux et 0,7 milliard DH auprès des bilatéraux). Ils se répartissent par utilisation comme suit :

Les appuis aux réformes ont bénéficié de près de 5,3 milliards DH, dont 3,2 milliards DH mobilisés auprès du FMA, 1,9 milliard DH auprès de la BIRD et 0,1 milliard DH auprès de la France.

Un montant de près de 0,8 milliard DH a été destiné aux mesures d'atténuation de l'impact de la pandémie de la Covid-19.

Quant aux projets du Budget, ceux-ci ont bénéficié d'un montant global de 1,2 milliard DH dont une part de 87,7% a été mobilisée auprès de la France, de la BERD et de la BIRD.

ÉMISSION RÉUSSIE SUR LE COMPARTIMENT DU DOLLAR

Le 1^{er} mars 2023, le Maroc a réussi son retour sur le marché financier international (MFI) à travers une émission obligataire d'un montant de 2,5 milliards de dollars réparti en deux tranches de 1,25 milliard chacune. Cette émission a été réalisée à des conditions favorables, similaires à celles des pays notés BBB (catégorie Investment grade).

En effet, la première tranche d'une maturité de 5 ans a été émise à un spread de 195 pb et un coupon de 5,95%. Quant à la 2^{ème} tranche d'une maturité de 10 ans et demi, elle a été émise à un spread de 260 pb et un coupon de 6,50%.

Accueil réservé par les investisseurs

En dépit d'un contexte de volatilité des marchés lié notamment à la persistance des tensions géopolitiques et des pressions inflationnistes, le livre d'ordres a dépassé les 11 milliards de dollars.

Cette forte demande a permis de resserrer de 40 pb les niveaux des spreads de chaque tranche en passant des niveaux indicatifs de 235 pb pour la tranche 5 ans et 300 pb pour la tranche 10 ans et demi, à des niveaux de 195 pb et 260 bp respectivement.

Ce succès de l'émission témoigne de la confiance des investisseurs institutionnels dans la qualité du crédit de notre pays, confiance affichée par plus de 80 investisseurs rencontrés lors du Roadshow organisé à Londres, New York et Boston.

Cette émission a bénéficié également d'une large diversification en termes de répartition par catégories d'investisseurs. Les gestionnaires de fonds ont représenté la part la plus importante (77% pour 5 ans et 82% pour 10 ans et demi), suivis des compagnies d'assurance et des fonds de pension (8% ; 10%), des fonds alternatifs (7% ; 5%) et des banques (6% ; 2%).

Quant à la diversification au niveau géographique, l'Amérique est arrivée en tête avec une part de 51% pour la tranche 5 ans et 55% pour la tranche de 10 ans et demi, suivie du Royaume Uni et l'Irlande (26% ;32%), de l'Europe (12% ;9%) et de la région MENA (8% ;3%).


Timing choisi

Il est à rappeler que cette émission qui a été programmée initialement pour l'année 2022 pour le remboursement de l'emprunt émis en 2012 d'un montant de 1,5 milliard \$ et arrivant à échéance en décembre 2022, a été reportée au 1^{er} trimestre de 2023 en raison de la détérioration des conditions de financement sur le MFI, lesquels ont observé une volatilité liée notamment à la persistance des tensions géopolitiques, accentuée par un contexte de resserrement des politiques monétaires des banques centrales pour faire face à l'inflation. Cette volatilité des marchés s'est traduite par un élargissement des spreads des titres des pays émergents comme en témoigne la hausse de l'indice EMBI+ qui a atteint un pic de 631 pb le 8 mars 2022 contre 378 pb enregistré le 3 janvier 2022.

Au 1^{er} mars 2023, l'indice EMBI+ a atteint 389 pb, soit une baisse de 243 pb par rapport au pic atteint en mars 2022.

Des objectifs de l'émission

Cette sortie qui s'inscrit dans le cadre de la stratégie basée sur l'arbitrage entre le financement intérieur et le recours au marché financier international, a contribué à financer les besoins du Trésor. Cette émission a également permis de renforcer le niveau des avoirs extérieurs et de renouer le contact avec les investisseurs américains après une absence de 2 ans, diversifier nos sources de financement et établir de nouvelles références sur la courbe du crédit du Maroc.

<p>Mars 2023</p>  <p>Le Royaume du Maroc</p> <p>USD 1,25 MM 5,950% 2028</p> <p>USD 1,25 MM 6,500% 2033</p>	Emetteur	Le Royaume du Maroc	
	Notation	Ba1 (Moody's), BB+ (S&P)	
	Format	144A / Reg S	
	Date de règlement	8 Mars 2023	
	Maturité	5 ans	10 ans et demi
	Date d'échéance	08 Mars 2028	08 Septembre 2033
	Montant	1,25 Milliard \$	1,25 Milliard \$
	Coupon	5,950%	6,500%
	Spread	195 pb	260 pb
	Valeur unitaire	USD 200.000 x USD 1.000	
	Listing	Bourse de Londres	
	Loi	Anglaise	

► ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR A FIN JUIN 2023

A fin juin 2023, le besoin net de financement du Trésor a atteint près de 38,3 milliards DH. Ce besoin, augmenté des amortissements au titre de la dette pour un montant de 152,7 milliards DH, dont 147,3 milliards DH au titre de la dette intérieure, s'est traduit par un besoin de financement brut de 191 milliards DH alors que les financements mobilisés se sont élevés à 220,2 milliards DH, dont près de 187,1 milliards DH sur le marché intérieur et 33,4 milliards DH au titre des tirages extérieurs y compris 25,8 milliards DH mobilisés sur le marché financier international.

L'excédent des ressources mobilisées a permis de constituer un matelas de trésorerie pour préparer la couverture des tombées importantes de la dette du Trésor issues des émissions à court terme réalisées en 2022. Cette stratégie s'inscrit dans le cadre de la gestion proactive de la dette adoptée par la Direction du Trésor dans l'objectif de réduire le risque de refinancement en préfinançant le besoin de financement des prochains mois et d'assurer une présence sur le marché domestique même après la sortie sur MFI réalisée début mars 2023. Bien entendu, l'excédent de trésorerie fait l'objet d'opérations de placement dans le cadre de la gestion active de la trésorerie afin d'optimiser le coût de financement du Trésor.

Sur cette base, l'encours de la dette du Trésor s'est établi 1 010,0 milliards DH contre 951,8 milliards DH à fin décembre 2022, soit une progression de 58,2 milliards DH ou 6,1%.

L'encours de la dette intérieure a atteint 765,3 milliards DH contre 722,9 milliards DH à fin décembre 2022, soit une progression de 42,3 milliards DH ou près de 5,9% tandis que celui de la dette extérieure s'est élevé à 244,8 milliards DH à fin juin 2023, en augmentation de 15,9 milliards DH ou près de 6,9%.

Les charges en intérêts et commissions de la dette du Trésor se sont établies à près de 19,7 milliards DH à fin juin 2023 contre 18,1 milliards DH à fin juin 2022. Cette évolution s'explique par une hausse des charges en intérêts et commissions de la dette extérieure de 1,2 milliard DH et un recul des intérêts et commissions de la dette intérieure de 0,4 milliard DH.

Quant aux charges en principal de la dette du Trésor, elles se sont établies à fin juin 2023 à 155,2 milliards DH contre 57,5 milliards DH à fin juin 2022, soit une hausse de 97,7 milliards DH résultant d'une hausse de 97,2 milliards DH des remboursements en principal de la dette intérieure et d'une légère hausse de près de 0,5 milliard DH des charges en principal de la dette extérieure.

Concernant les flux nets de la dette intérieure, ils ont enregistré une hausse de l'ordre de 23,0 milliards DH en passant de 19,3 milliards DH à fin juin 2022 à près de 42,3 milliards DH au terme du 1er semestre de l'année 2023. Cette hausse s'explique essentiellement par l'effet combiné de la hausse des souscriptions de 121,0 milliards DH et de l'augmentation des remboursements de 97,2 milliards de DH seulement entre les deux périodes, laquelle hausse des souscriptions découle de la gestion dynamique de la dette menée par la Direction du Trésor comme décrit plus haut.

Pour les flux nets sur emprunts extérieurs du Trésor, ils se sont établis à 28,0 milliards DH contre 1,1 milliard DH à fin juin 2022. Cette évolution est due, principalement, à la hausse conséquente de 27,4 milliards DH des tirages mobilisés par le Trésor contre une hausse moins importante des remboursements en principal de près de 0,5 milliard DH, comparativement à fin juin 2022.

▶ ÉVOLUTION DES INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE

TMP à l'émission

À fin juin 2023, le TMP à l'émission des BDT s'est établi à 3,874% en hausse de près de 164,8 pb par rapport à fin 2022 où il a atteint 2,226% suite à la hausse du taux directeur de 150 pb entre septembre 2022 et juin 2023.

Durée de vie moyenne

La durée de vie moyenne de la dette du Trésor s'est établie à 6 ans et 10 mois à fin juin 2023, en hausse de près de 2 mois par rapport à fin 2022.

La durée de vie moyenne de la dette intérieure du Trésor a atteint 6 ans et 1 mois à fin juin 2023, en hausse de 4 mois par rapport à fin 2022, alors que la DVM de la dette extérieure du Trésor s'est établie à 9 ans et 2 mois à fin juin 2023 en baisse de 7 mois par rapport à fin décembre 2022. La hausse de la DVM de la dette intérieure est liée essentiellement à la hausse des volumes levées au titre des maturités supérieures à 5 ans qui ont connu une hausse de près 91,6% par rapport à fin juin 2022 suite à l'amélioration des conditions de financement sur le marché domestique et au retour de la confiance des investisseurs et de leur demande sur les segments MLT.

Part du court terme

Dans ce contexte favorable, la part du court terme dans le portefeuille de la dette du Trésor a baissé par rapport à son niveau à fin 2022, s'établissant à 14,2% contre 17,2% à fin 2022.

La part du court terme dans le portefeuille de la dette intérieure du Trésor a connu une baisse par rapport à son niveau à fin 2022, s'établissant à 17,2% contre 21,2% à fin 2022. Pour ce qui est de la part du court terme dans le portefeuille de la dette extérieure, elle s'est établie à 6,9% contre 4,6% à fin 2022.

Part de la dette à taux variables

La part de la dette à taux variable dans le portefeuille de la dette du Trésor s'est établie à 10,9% à fin juin 2023 contre 6,4% enregistrée à fin juin 2022. Cette hausse est due essentiellement à la hausse de la part de la dette extérieure à taux variable qui s'est établie à 28,3% du portefeuille de la dette extérieure à fin juin 2023 contre 27,8% à fin juin 2022 et en moindre mesure à l'émission de BDT à taux révisable représentant une part de 2,6% du portefeuille de la dette intérieure.

▶ GESTION ACTIVE DE LA DETTE

Dettes intérieure

Au terme du premier semestre de 2023, la Direction du Trésor a réalisé 5 opérations d'échange de BDT pour un montant total racheté de près de 42,7 milliards DH, dont 36,8 milliards DH au titre des tombées de 2023 et 6,0 milliards DH au titre des tombées de 2024. Par rapport à la même période de l'année dernière, ces opérations ont connu un regain d'intérêt auprès des investisseurs dans la mesure où durant toute l'année 2022 uniquement 2 opérations d'échange ont été réalisées pour un montant total racheté ne dépassant pas 8,6 milliards DH.

Les opérations de gestion active de la dette intérieure réalisées durant le 1^{er} semestre 2023 ont permis d'atténuer le risque de refinancement relatif à la dette intérieure et ce, à travers la réduction des tombées de la dette du Trésor des mois concernés par lesdites opérations de près de 4,6 milliards DH en moyenne par mois en 2023 et 5,0 milliards DH en moyenne 2024.

En termes d'impact de ces opérations sur les charges en intérêts de la dette intérieure payées au titre de l'année 2023, lesdites opérations se sont traduites par une baisse de ces charges de près de 164,3 millions DH. Cette baisse provient d'une économie réalisée au titre des intérêts découlant du rachat des tombées de 2023 avant les dates de paiement des coupons des lignes rachetées totalisant un volume de 192,0 millions DH et un surplus en intérêts provenant du rachat des tombées de l'année 2024 après la date de paiement de coupon de près de 27,7 millions DH.

Tableau 21 : Opérations réalisées à fin juin 2023 - en millions DH -

Mois d'échéance	Volume racheté
Mars	3 670,8
Avril	4 049,0
Mai	1 550,1
Juin	6 635,4
Juillet	4 624,9
Août	8 871,2
Septembre	2 959,3
Octobre	4 391,1
2023	36 751,8
Avril	5 968,7
2024	5 968,7
Total	42 720,5

► MARCHÉ SECONDAIRE DES BDT

Au terme des six premiers mois de l'année 2023, le volume des transactions fermes a atteint 554,9 milliards DH.

Les émissions nettes sur le marché primaire ont enregistré une importante progression et se sont établies à près de 82,6 milliards DH durant ce premier semestre 2023, contre 17,4 milliards DH à la même période de l'année dernière, permettant, ainsi, d'alimenter le marché en papier neuf.

Pour ce qui est de la liquidité du marché secondaire, le taux de rotation s'est établi à 0,69 à fin juin 2023. De même, le volume moyen quotidien des opérations a atteint 4 623,9 millions DH alors que la taille moyenne des opérations s'est établie à 74,5 millions DH.

À l'instar des taux primaires, les taux d'intérêt sur le marché secondaire ont enregistré un mouvement haussier qui a concerné tous les segments de la courbe excepté la maturité 13 semaines, et a atteint en moyenne 79 pb par rapport aux niveaux enregistrés à fin décembre 2022.

Quant à l'évolution de l'activité sur le marché de la pension livrée sur les BDT, le volume traité a porté sur un montant de 8 067 milliards DH à fin juin 2023 contre 6 290,8 milliards DH à fin juin 2022, en hausse de 28,2%.

► GESTION ACTIVE DE LA TRÉSORERIE PUBLIQUE A FIN JUIN 2023

Les principaux faits marquants relatifs aux interventions de la Direction du Trésor sur le marché monétaire se présentent comme suit :

- Le nombre d'opérations de placement des excédents du CCT réalisées au cours du premier semestre 2023 s'est établi à 199 contre 214 opérations réalisées au cours du 1^{er} semestre 2022. Malgré la baisse du nombre des opérations réalisées, le volume placé a augmenté de près de 163,8% par rapport à la même période de l'année précédente pour

atteindre près de 989,5 milliards DH contre 375,1 milliards DH à fin juin 2022. Cette évolution résulte essentiellement de la hausse des disponibilités du CCT (36,4 milliards DH à fin juin 2023 contre 10,6 milliards DH à fin juin 2022) suite à la gestion proactive de la dette menée par la Direction du Trésor visant à constituer un matelas important des disponibilités du CCT lui permettant de préfinancer le besoin de financement et ainsi mieux gérer le risque de refinancement.

- Le solde quotidien moyen du CCT réalisé en fin de journée, tenant compte des opérations de placement, s'est établi à 5,6 milliards DH contre 36,4 milliards DH hors opérations, soit une réduction de près de 30,8 milliards DH en moyenne par jour.
- Le taux quotidien moyen des placements de la Direction du Trésor (tous types de placements confondus) s'est établi à 2,72% contre 1,40% enregistré à fin juin 2022, soit une hausse de près de 132,8 pb et ce, suite aux hausses cumulées du taux directeur en 2022 et en mars 2023 de 150 pb.
- Les recettes perçus dans le cadre des opérations de gestion active de la trésorerie ont atteint près de 355,5 millions DH dont 330,7 millions DH (93,0%) au titre du produit des opérations de placement. Etant rappelé que l'objectif de ces opérations n'est pas de maximiser ces recettes mais d'optimiser la gestion des disponibilités du CCT ainsi que la gestion de la dette.

ANNEXES STATISTIQUES

DETTE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1-2023 (p)
ENCOURS										
Dettes du Trésor	586 565	629 204	657 472	692 332	722 621	747 255	832 602	885 306	951 780	1 010 002
Variation en%	5,8%	7,3%	4,5%	5,3%	4,4%	3,4%	11,4%	6,3%	7,5%	6,1%
En% du PIB	58,6%	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	69,5%	71,6%	-
Dettes intérieure	445 479	488 396	514 679	539 135	574 637	585 687	632 899	681 527	722 916	765 251
Variation en%	5,0%	9,6%	5,4%	4,8%	6,6%	1,9%	8,1%	7,7%	6,1%	5,9%
En% du PIB	44,5%	45,3%	47,0%	46,9%	48,1%	47,2%	54,9%	53,5%	54,4%	-
Dettes extérieure	141 086	140 808	142 793	153 197	147 983	161 568	199 703	203 779	228 864	244 751
Variation en%	8,7%	-0,2%	1,4%	7,3%	-3,4%	9,2%	23,6%	2,0%	12,3%	6,9%
En% du PIB	14,1%	13,1%	13,1%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	16,0%	17,2%	-
CHARGES EN INTERETS										
Dettes du Trésor	25 636	28 138	27 750	27 887	28 018	30 414	29 684	29 644	29 738	19 684
Variation en%	10,2%	9,8%	-1,4%	0,5%	0,5%	8,6%	-2,4%	-0,1%	0,3%	-
en% du PIB	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,5%	2,6%	2,3%	2,2%	-
En% des ROs	11,9%	13,3%	12,7%	12,1%	12,0%	12,0%	13,0%	11,6%	9,8%	13,0%
Dettes intérieure	21 900	24 153	23 968	24 114	24 285	26 573	25 573	24 948	24 762	16 040
Variation en%	13,0%	10,3%	-0,8%	0,6%	0,7%	9,4%	-3,8%	-2,4%	-0,7%	-
En% du PIB	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%	2,0%	1,9%	-
En% des ROs	10,2%	11,4%	11,0%	10,5%	10,4%	10,5%	11,2%	9,7%	8,1%	10,6%
Dettes extérieure	3 736	3 985	3 782	3 773	3 733	3 841	4 111	4 697	4 976	3 644
Variation en%	-3,8%	6,7%	-5,1%	-0,2%	-1,0%	2,9%	7,0%	14,2%	5,9%	-
En% du PIB	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	-
En% des ROs	1,7%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,8%	1,9%	1,6%	2,4%
INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUE										
Coût apparent (En%)										
Dettes du Trésor	4,3%	4,3%	4,1%	4,1%	3,9%	3,9%	3,6%	3,4%	3,2%	-
Intérieure	4,7%	4,8%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%	-
Extérieure	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	-
Durée de vie moyenne (En années)										
Dettes du Trésor	6 A 6 M	6 A 10 M	7 A 0 M	6 A 10 M	6 A 5 M	6 A 11 M	7 A 4 M	7 A 2 M	6 A 8 M	6 A 10 M
Intérieure	5 A 9 M	6 A 3 M	6 A 7 M	6 A 5 M	6 A 0 M	6 A 7 M	6 A 7 M	6 A 5 M	5 A 9 M	6 A 1 M
Extérieure	8 A 11 M	8 A 8 M	8 A 8 M	8 A 5 M	7 A 10 M	8 A 2 M	9 A 9 M	9 A 7 M	9 A 9 M	9 A 2 M
STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR										
Structure par source de financement (en%)										
Dettes Intérieure	75,9%	77,6%	78,3%	77,9%	79,5%	78,4%	76,0%	77,0%	76,0%	75,8%
Dettes Extérieure	24,1%	22,4%	21,7%	22,1%	20,5%	21,6%	24,0%	23,0%	24,0%	24,2%
Structure par maturité résiduelle (en%)										
Court terme	15,8%	13,9%	13,4%	12,4%	11,4%	13,2%	11,5%	12,7%	17,2%	14,2%
Moyen terme	33,6%	37,9%	37,6%	40,0%	44,6%	38,9%	39,6%	38,2%	35,5%	38,4%
long terme	50,6%	48,2%	49,0%	47,6%	44,0%	47,9%	48,9%	49,1%	47,3%	47,4%
Structure par devises										
Dirham marocain	75,6%	77,2%	77,7%	77,8%	79,3%	78,1%	75,4%	76,1%	73,1%	73,0%
Euro	19,3%	17,3%	16,0%	14,6%	13,1%	14,7%	15,0%	15,1%	16,0%	14,7%
Dollar US et devises liées	3,5%	4,0%	5,0%	6,3%	6,0%	5,8%	8,3%	7,7%	7,6%	9,2%
Dinar Koweïtien	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Yen Japonais	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Autres	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,7%	0,6%	0,6%	0,4%	2,6%	2,5%
Structure par types de taux d'intérêt (en%)										
Taux fixe	91,6%	91,4%	90,9%	91,0%	92,4%	92,3%	92,5%	93,5%	89,2%	89,1%
Taux variable	8,4%	8,6%	9,1%	9,0%	7,6%	7,7%	7,5%	6,5%	10,8%	10,9%

DETTE INTÉRIEURE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
ENCOURS										
Dettes intérieures	445 479	488 395	514 679	539 135	574 637	585 687	632 899	681 527	722 916	765 251
% PIB	44,5%	45,3%	47,0%	46,9%	48,1%	47,2%	54,9%	53,5%	54,4%	-
RÉPARTITION PAR PRODUIT										
Adjudications	426 057	470 104	490 028	516 706	546 205	557 161	600 741	646 633	665 764	705 589
Bons à 6 mois	50	50	50	50	50	50	50	50	50	-
Autres	19 372	18 241	24 601	22 378	28 382	28 476	32 108	34 844	57 102	59 662
RÉPARTITION PAR TERME RESIDUEL										
Dettes du Trésor										
Court terme	84 506	79 896	75 073	77 239	73 792	79 768	85 256	91 948	152 901	131 908
Moyen terme	163 292	193 976	208 821	220 008	265 102	235 507	275 540	293 153	281 972	316 765
Long terme	197 681	214 523	230 785	241 888	235 743	270 412	272 103	296 426	288 042	316 578
CHARGES DE LA DETTE INTÉRIEURE										
Charges en principal										
Adjudications	97 083	104 474	91 440	84 002	85 554	93 437	109 067	98 580	109 663	140 317
Autres	1 813	2 100	2 205	2 732	3 070	3 781	11 089	4 175	4 186	9 496
Charges en intérêts										
Adjudications	19 149	21 491	21 585	21 602	21 722	23 751	22 764	22 506	22 499	14 942
Autres	2 751	2 661	2 383	2 512	2 563	2 822	2 809	2 442	2 263	1 098
INDICATEURS DE COUT ET DE RISQUES										
Durée de vie moyenne	5 A 9 M	6 A 3 M	6 A 7 M	6 A 5 M	6 A	6 A 7 M	6 A 7 M	6 A 5 M	5 A 9 M	6 A 1 M
Coût moyen apparent	4,6%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%	-
TMP à l'émission	4,3%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	3,0%	2,3%	2,0%	2,2%	3,9%
Part du court terme	19,0%	16,5%	14,6%	14,4%	12,9%	13,7%	13,5%	13,5%	21,2%	17,2%
INDICATEURS DU MARCHÉ SECONDAIRE										
Opérations fermes	150	171	194	247	281	421	372	578	824	555
Opérations repos	9 348	7 445	8 321	12 062	13 868	13 604	11 221	10 552	12 913	8 067
Taux de rotation BDT (%)	35	34	35	43	46	70	55	82	109	69
Taille moyenne des opérations	82	78	70	67	75	78	76	90	103	75
ENCOURS DES LIGNES ÉMISES PAR ADJUDICATION										
Encours	426 057	470 104	490 028	516 706	546 205	557 161	600 741	646 633	656 764	705 589
TCT									10 000	
13 semaines	450	1 050	408	418		500	2 284	600	12 178	1 190
26 semaines	1 700	984	6 662	1 165		132	7 479	1 100	6 526	10 437
52 semaines	12 721	25 449	11 981	24 692	20 097	9 939	23 062	23 970	18 771	29 241
2 ans	69 791	59 039	57 284	51 012	62 391	47 669	56 937	78 192	72 201	109 825
5 ans	95 222	123 679	130 581	140 581	145 466	145 432	159 383	170 633	164 764	144 769
10 ans	96 422	87 533	90 549	98 240	116 125	129 367	121 781	133 929	133 851	147 666
15 ans	101 931	110 092	117 381	123 664	125 087	135 322	125 336	123 076	122 719	144 107
20 ans	44 545	48 966	56 237	56 976	57 081	66 223	72 384	78 384	78 384	80 410
30 ans	3 275	13 312	18 945	19 958	19 958	22 577	32 095	36 749	37 371	37 945

(En millions DH sauf indiqué)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
SOUSCRIPTIONS SUR LE MARCHÉ DES ADJUDICATIONS*										
Total des levées	110 169	148 521	111 364	110 680	115 053	104 393	152 647	144 471	128 794	180 142
TCT									18630	
13 semaines	1 800	9 907	5 658	3 535	811	950	8 492	4 153	20 942	27 043
26 semaines	2 950	4 514	7 859	2 081	100	131	12405	4 428	10 806	14 915
52 semaines	9 250	22 149	13 850	19 734	17 316	8 345	26 389	15 997	14 081	21 531
2 ans	15 010	31 902	24 613	26 401	42 923	15 317	41 336	45 310	23 427	48 922
5 ans	21 044	43 184	27 757	35 346	31 060	24 479	33 333	38 186		9 760
10 ans	16 911	12 871	11 433	8 872	17 885	16 707	4 143	21 306	19 608	1 400
15 ans	19 619	9 536	7 289	12 959	4 853	26 703	10 846	4 437	9 000	12 357
20 ans	23 085	4 421	7 272	739	105	9 141	6 185	6 000	9 586	20 227
30 ans	500	10 037	5 633	1 013		2 620	9 518	4 654	2 093	21 388

* Y compris les émissions de BDT au titre des opérations de gestion active de la dette intérieure

TAUX MOYENS PONDÉRÉS DES BONS ÉMIS PAR ADJUDICATION										
TMP annuel	4,27%	3,08%	2,82%	2,80%	2,77%	2,98%	2,29%	1,97%	2,23%	3,87%
13 semaines	2,98%	2,52%	2,09%	2,15%	2,17%	2,18%	1,62%	1,36%	2,20%	3,17%
26 semaines	2,97%	2,53%	2,21%	2,22%	2,19%	2,23%	1,63%	1,42%	1,89%	3,21%
52 semaines	3,10%	2,62%	2,26%	2,36%	2,41%	2,31%	1,96%	1,54%	1,81%	3,47%
2 ans	3,37%	2,77%	2,45%	2,48%	2,56%	2,42%	2,16%	1,72%	1,95%	3,86%
5 ans	4,22%	3,14%	2,68%	2,83%	2,81%	2,65%	2,31%	2,00%	2,16%	4,13%
10 ans	4,73%	3,54%	3,22%	3,27%	3,32%	3,03%	2,59%	2,34%	2,44%	4,56%
15 ans	5,51%	4,00%	3,64%	3,80%	3,70%	3,45%	2,94%	2,65%	2,70%	4,96%
20 ans	5,57%	4,34%	4,05%	4,02%	3,98%	3,63%	3,20%	2,89%		5,28%
30 ans	5,69%	4,99%	4,61%	4,43%		4,20%	3,73%	3,30%	3,28%	5,59%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
DETTE INTERIEURE GARANTIE										
Encours	20 447	21 695	23 928	27 397	28 496	35 207	38 667	44 763	48 434	-
% PIB	2,0%	2,0%	2,2%	2,4%	2,4%	2,8%	3,4%	3,5%	3,6%	-

DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR

(En millions DH sauf indiqué)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023 (p)
ENCOURS										
En Dirham marocain	141 086	140 808	142 793	153 197	147 983	161 568	199 703	203 779	228 864	244 751
En Euros	12 862	13 062	13 414	13 694	13 511	15 009	18 263	19 377	20 509	22 626
En Dollar US	15 603	14 215	14 144	16 421	15 471	16 842	22 426	21 958	21 906	24 773
En% du PIB	14,1%	13,1%	13,1%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	16,0%	17,2%	-
STRUCTURE DE LA DETTE (%)										
Structure par maturité originale et créanciers										
Moyen et long terme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Créanciers bilatéraux	20,1%	18,6%	16,9%	17,4%	16,1%	13,3%	11,6%	13,0%	14,9%	13,0%
Pays de l'UE	13,3%	11,9%	10,4%	9,0%	8,0%	6,5%	6,9%	8,0%	10,2%	9,2%
Pays arabes	1,5%	1,4%	1,3%	4,0%	4,1%	3,6%	2,5%	2,1%	1,7%	1,4%
Autres pays	5,3%	5,3%	5,2%	4,4%	4,0%	3,2%	2,2%	2,9%	3,0%	2,4%
Créanciers multilatéraux	46,5%	48,6%	51,2%	52,9%	55,2%	55,7%	51,7%	52,0%	56,2%	51,7%
MFI	33,4%	32,8%	31,9%	29,7%	28,7%	31,0%	36,7%	35,0%	28,9%	35,3%
Court terme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Structure par devises										
Euro	78,8%	75,9%	71,0%	65,6%	63,2%	66,7%	60,6%	63,1%	63,8%	57,5%
Dollar US et devises liées	14,5%	17,7%	22,8%	28,4%	29,0%	26,8%	33,8%	32,1%	31,7%	37,6%
Dinar Koweïtien	2,4%	2,3%	2,0%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	1,2%
Yen Japonais	2,3%	2,3%	2,8%	2,8%	2,9%	2,5%	1,9%	1,6%	1,8%	1,5%
Autres	2,0%	1,8%	1,4%	1,6%	3,5%	2,7%	2,5%	1,9%	1,3%	2,2%
Structure par types de taux d'intérêt										
Taux Fixe	64,9%	61,7%	58,0%	59,4%	63,0%	64,3%	68,7%	72,2%	68,3%	71,7%
Taux variable	35,1%	38,3%	42,0%	40,6%	37,0%	35,7%	31,3%	27,8%	31,7%	28,3%
SERVICE DE LA DETTE										
Charges totales	12 128	12 353	11 361	17 016	11 818	12 067	24 032	14 937	28 569	9 038
En% des Ros	5,6%	5,9%	5,2%	7,4%	5,0%	4,8%	10,5%	5,8%	9,4%	-
Contre-valeur en millions \$US	1 438	1 261	1 155	1 743	1 256	1 255	2 529	1 667	2 808	888
Charges en principal	8 392	8 368	7 579	13 243	8 085	8 226	19 921	10 240	23 593	5 394
Créanciers bilatéraux	3 376	3 313	3 369	3 387	3 350	3 041	2 695	2 540	2 582	1 258
Pays de l'UE	2 249	2 097	2 110	2 113	2 145	1 826	1 527	1 447	1 423	715
Pays arabes	244	235	248	262	247	256	555	818	896	430
Autres pays	883	981	1 011	1 012	958	959	613	275	263	113
Créanciers multilatéraux	5 016	5 055	4 210	4 399	4 735	5 070	6 167	7 700	7 329	3 887
MFI	0	0	0	5 457	0	115	11 059	0	13 682	249
Charges en intérêts	3 736	3 985	3 782	3 773	3 733	3 841	4 111	4 697	4 976	3 644
Créanciers bilatéraux	864	772	671	561	601	502	435	478	449	251
Pays de l'UE	555	469	402	339	288	225	207	281	243	127
Pays arabes	63	67	57	52	185	181	172	144	138	57
Autres pays	246	236	212	170	128	96	56	53	68	67
Créanciers multilatéraux	1 218	1 120	1 018	1 121	1 344	1 502	1 661	1 842	1 854	2 094
MFI	1 654	2 093	2 093	2 091	1 788	1 837	2 015	2 377	2 673	1 299
TIRAGES DE LA DETTE										
Total des tirages	17 685	8 687	10 388	16 799	6 247	25 516	62 979	18 441	29 707	33 381
Créanciers bilatéraux	869	394	1 244	5 757	395	726	4 754	6 425	8 365	720
Pays de l'UE	621	322	463	351	348	690	4 599	4 624	7 387	708
Pays arabes	187	24	0	4 695	0	19	135	0	0	0
Autres pays	61	48	781	711	47	17	20	1 801	978	12
Créanciers multilatéraux	5 649	8 293	9 144	11 042	5 852	14 203	20 750	12 016	21 342	6 576
MFI	11 167	0	0	0	0	10 587	37 475	0	0	26 085

DETTE EXTERIEURE PUBLIQUE

(En millions DH sauf indiqué)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
ENCOURS										
En Dirham marocain	278 071	300 985	312 788	333 571	327 731	342 130	378 189	380 624	423 601	430 451
En Euros	25 349	27 921	29 384	29 818	29 923	31 783	34 585	36 193	37 960	39 792
En Dollar US	30 752	30 385	30 981	35 754	34 262	35 664	42 470	41 014	40 545	43 569
En% du PIB	27,8%	27,9%	28,6%	29,0%	27,4%	27,6%	32,8%	29,9%	31,8%	-
STRUCTURE DE LA DETTE										
Structure par maturité originale et créanciers										
Moyen et long terme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Créanciers bilatéraux	29,5%	28,4%	29,0%	29,6%	28,6%	25,8%	23,3%	22,5%	22,8%	20,6%
Pays de l'UE	21,1%	19,9%	19,9%	20,1%	19,0%	17,2%	16,3%	15,6%	16,5%	15,2%
Pays arabes	2,5%	2,7%	2,8%	3,9%	4,0%	3,6%	2,8%	2,7%	2,4%	2,0%
Autres pays	5,9%	5,8%	6,3%	5,6%	5,6%	5,0%	4,2%	4,2%	3,9%	3,4%
Créanciers multilatéraux	45,4%	45,2%	45,9%	47,1%	48,7%	49,4%	48,9%	49,2%	52,4%	50,9%
MFI et Banques commerciales	25,1%	26,4%	25,1%	23,3%	22,7%	24,8%	27,8%	28,3%	24,8%	28,5%
Court terme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Structure par emprunteurs										
Dettes du Trésor	50,7%	46,8%	45,7%	45,9%	45,2%	47,2%	52,8%	53,5%	54,0%	56,9%
Dettes du reste du secteur public	49,3%	53,2%	54,3%	54,1%	54,8%	52,8%	47,2%	46,5%	46,0%	43,1%
EPPs	48,9%	52,9%	53,9%	53,5%	54,1%	51,6%	45,9%	45,0%	44,1%	41,3%
Institutions Financières Publiques	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%
CTs	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
IUPs	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Structure par devises										
Euro	68,8%	63,1%	61,4%	61,2%	59,7%	62,1%	60,9%	60,7%	61,8%	58,9%
Dollar US et devises liées	18,9%	24,8%	28,0%	29,0%	29,5%	28,0%	30,5%	31,2%	30,8%	33,2%
Dinar Koweïtien	6,3%	6,3%	5,0%	4,5%	4,7%	4,5%	3,9%	4,1%	4,0%	3,6%
Yen Japonais	3,5%	3,6%	3,8%	3,6%	3,8%	3,5%	3,0%	2,6%	2,5%	2,1%
Autres	2,5%	2,2%	1,8%	1,7%	2,3%	1,9%	1,7%	1,4%	0,9%	2,2%
Structure par types de taux d'intérêt										
Taux Fixe	76,0%	76,3%	74,4%	74,1%	75,3%	75,1%	74,8%	76,2%	74,1%	75,5%
Taux variable	24,0%	23,7%	25,6%	25,9%	24,7%	24,9%	25,2%	23,8%	25,9%	24,5%
SERVICE DE LA DETTE										
Charges totales	22 596	24 694	29 081	32 060	28 470	29 147	41 432	41 527	47 430	18 493
En% des RCBP	5,7%	6,0%	6,8%	6,8%	5,8%	5,7%	9,2%	7,6%	6,4%	-
Contre-valeur en millions \$US	2 679	2 521	2 957	3 284	3 025	3 030	4 360	4 618	4 662	1 818
Charges en principal	15 161	15 975	20 296	23 389	19 853	20 586	32 943	32 580	37 721	12 277
Créanciers bilatéraux	6 006	6 450	7 754	8 293	9 424	9 531	9 528	9 837	9 106	4 295
Pays de l'UE	4 155	4 363	5 467	5 820	6 982	6 955	6 773	7 313	6 474	3 032
Pays arabes	664	708	749	758	722	815	1 150	1 324	1 448	687
Autres pays	1 187	1 379	1 538	1 715	1 720	1 761	1 605	1 200	1 184	576
Créanciers multilatéraux	8 430	8 688	11 743	8 744	9 673	10 071	11 469	13 261	14 040	7 310
MFI et Banques commerciales	725	837	799	6 352	756	984	11 946	9 482	14 575	672
Charges en intérêts	7 435	8 719	8 785	8 671	8 617	8 561	8 489	8 947	9 709	6 216
Créanciers bilatéraux	2 012	2 118	2 106	2 043	2 131	1 876	1 719	1 618	1 581	811
Pays de l'UE	1 386	1 452	1 434	1 388	1 378	1 157	1 080	1 058	1 018	519
Pays arabes	219	247	250	263	398	397	368	321	324	144
Autres pays	407	419	422	392	355	322	271	240	239	148
Créanciers multilatéraux	3 149	3 042	2 911	2 934	3 132	3 240	3 190	3 284	3 589	3 215
MFI et Banques commerciales	2 274	3 559	3 768	3 694	3 354	3 445	3 580	4 045	4 539	2 190
TIRAGES DE LA DETTE										
Total des tirages	52 705	37 496	32 214	36 334	19 281	40 513	77 053	41 290	47 241	40 101
Créanciers bilatéraux	10 944	8 671	12 777	15 437	4 834	4 740	9 630	10 051	14 113	1 216
Pays de l'UE	9 094	6 044	8 219	7 978	3 607	4 414	8 816	7 589	12 803	1 006
Pays arabes	654	1 339	1 244	5 743	467	75	338	325	86	16
Autres pays	1 196	1 288	3 314	1 716	760	251	476	2 137	1 224	194
Créanciers multilatéraux	14 430	17 723	19 281	20 897	12 834	21 177	29 948	17 897	33 128	12 800
MFI et Banques commerciales	27 331	11 102	156	0	1 613	14 596	37 475	13 342	0	26 085

