ROYAUME DU MAROC

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE LA PRIVATISATION

RAPPORT SUR L'ÉVOLUTION DE LA DETTE INTÉRIEURE EN 2006

Février 2007

DIRECTION DU TRÉSOR
ET DES FINANCES EXTÉRIEURES

DTI/DDI

SOMMAIRE

Principaux traits caractéristiques de l'évolution de la dette intérieure en 2006 1

1. EVOLUTION ET STRUCTURE DE L'ENCOURS 2

1.1 - Les bons émis par voie d'adjudication 4

1.1.1 ENCOURS 4

A. Répartition de l'encours des adjudications par terme 5
B. durée de vie moyenne 6
C. Répartition de l'encours des adjudications par créancier 6
D. Evolution de l'encours des adjudications 6
E. Evolution du gisement des lignes émises 7

1.1.2 SOUSCRIPTIONS 8

A. Répartition des souscriptions 8
B- Les plus ou moins values et les coupons courus 10
B-1 Les plus ou moins values 10
B-2- Les coupons courus 11
C. Evolution des soumissions et des souscriptions 13
D. Nombre de lignes créées 14
E. Participation des IVT 15

1.2 - Les bons à six mois 16
1.3 - Les autres emprunts 16

2. LES CHARGES EN INTERET ET EN PRINCIPAL 17

2.1 – Les charges en intérêts et commissions 17
2.2 – Les taux d'intérêt 18
2.3 – Le coût moyen de la dette intérieure 19
2.4 – Les charges en principal 20

3. EVOLUTION DES SOUSCRIPTIONS NETTES ET ECHEANCIER PREVISIONNEL DE LA DETTE INTERIEURE POUR L'ANNEE 2007 21

3.1 - Les Souscriptions nettes 21
3.2 – L'échéancier prévisionnel 22

4. DETTE DU TRESOR 25

5. DETTE INTERIEURE GARANTIE 26

6. MARCHE SECONDAIRE 27

6.1 – Volume des transactions 27
6.2 – Répartition des transactions 27
6.3 – liquidité du marché secondaire 28
6.4 – Participation des IVT 29

Glossaire

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Liste des encadrés

Encadré 1 :	**Impact du passage du PIB base 1980 au PIB base 1998 sur le ratio d'endettement**	**4**
Encadré 2 :	**Le remboursement des avances conventionnelles de Bank Al Maghrib**	**10**
Encadré 3 :	**La technique de l'assimilation**	**12**
Encadré 4 :	**Les bons à 30 ans, une émission réussie**	**15**
Encadré 5 :	**Mise en place d'une gestion active de la dette intérieure et de la trésorerie publique**	**24**

Principaux traits de l'évolution de la dette intérieure en 2006

L'encours de la dette intérieure s'est établi à fin 2006 à près de **265,8 MMDH** contre **258,5 MMDH** à fin 2005. Il n'a ainsi progressé que de **7,3 MMDH** ou **2,8%** contre 34,6 MMDH ou 15,5% en 2005**.**

Rapporté au PIB (base 1998), l'encours de la dette intérieure marque, pour la première fois, une **baisse de 3,6 points** pour se ramener à **45,9 %** à fin 2006 contre **49,5%** à fin 2005.

Le financement du Trésor au cours de l'année 2006 s'est effectué dans des conditions favorables marquées **par l'abondance de l'offre** conjuguée à **une baisse des taux d'intérêt**.

Le volume soumissionné sur le marché des adjudications –MAVT- (437 MMDH) a représenté **11,3 fois** les **souscriptions du Trésor** sur ce marché (38,8 MMDH) contre 2,7 fois en 2005.

Comparées aux années précédentes, les souscriptions réalisées sur le MAVT en 2006 représentent le montant le plus faible depuis l'année 2000.

Les mobilisations sur le MAVT à fin décembre 2006 ont été concentrées sur les maturités à **long terme** à raison de **61%** du volume global souscrit.

L'amélioration du profil de la dette intérieure a continué en 2006 enregistrant les évolutions suivantes:

i. **augmentation** de la part du long terme à **52%** de **l'encours total** et maintien de la part de la **dette à court terme** à mois de 20% (**16%)**.

ii. **allongement de la durée de vie moyenne** d'environ **4 mois** pour s'établir à **6 ans et 9 mois**.

iii. **Baisse du coût moyen de 35 points de base** passant de **6,22%** à fin 2005 à **5,87%.**

iv. **Diversification des instruments** de dette avec l'émission, pour la 1ère fois, de **bons du Trésor à 30 ans**

La courbe des taux d'intérêt primaires a marqué un mouvement **d'aplatissement** suite à la baisse prononcée des taux de la partie moyenne et longue. Cette baisse s'est située entre **132** et **212 pbs** pour le long terme, et entre **40** et **82 pbs** pour le moyen terme.

Les charges en intérêt de la dette intérieure payées en 2006, estimées à près de **16,2 MMDH**, ont augmenté de **1 341 MDH** par rapport à l'année précédente. Toutefois, leur poids reste maîtrisé au niveau des finances de l'Etat dans la mesure où elles n'ont absorbé que **12,2%** des **recettes ordinaires**, contre **12,5%** en 2005.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

1. EVOLUTION ET STRUCTURE DE L'ENCOURS

L'encours de la dette intérieure (DI) s'élève au terme de l'année 2006 à près de **265,8 MMDH**, contre près de **258,5 MMDH** à fin décembre 2005**,** soit une progression de près de **7,3 MMDH** ou **2,8%.** Ce rythme de progression est le plus faible enregistré depuis l'année 2000.

Cette évolution de l'encours tient essentiellement à l'augmentation de l'encours des bons émis par adjudication de **8,4 MMDH.** Par rapport au PIB *(base 1998),* l'encours de la dette intérieure a reculé de 3,6 points pour se situer à 45,9% à fin 2006 contre 49,5% à fin 2005. (Voir encadré n°1)

Tableau 1 : Répartition de l'encours de la dette intérieure par produit

	Décembre 2005	Décembre 2006	Flux	Var
Adjudications	251 518	259 954	8 436	3%
Bons à 6 mois (*)	943	767	- 176	- 19%
Emprunts conventionnels	3 165	1 894	-1 271	- 40%
Autres	2 901	3 229	329	11%
Total	258 527	265 844	7 317	2,8%
% PIB	49,5 %	46,1 %		

(*) Chiffres provisoires

⇨ **Structure par maturité résiduelle :**

La ventilation de l'encours de la DI par échéance résiduelle fait état d'une hausse de l'encours de la dette à court terme de près de **28%** et de celui de la dette à long terme de **15%.** Inversement, l'encours de la dette à moyen terme a marqué une baisse de **19%** (Cf. tableau 2)**.**

A fin décembre 2006, le profil de la dette intérieure présente les caractéristiques suivantes : 52% pour le long terme, 32% pour le moyen terme et 16% pour le court terme.

Tableau 2 : Répartition de l'encours de la dette intérieure par terme résiduel

Terme résiduel	Déc.2005	En %	Décembre 2006	En %	Evolution	En %
CT] 0; 1 an]	33 547	13%	42 860	16%	9 313	28%
MT] 1; 5 ans]	104 444	40%	84 648	32%	-19 796	-19%
LT] 5; 30ans]	120 535	47%	138 336	52%	17 801	15%
Total	258 527	100%	265 844	100%	7 318	2,8%

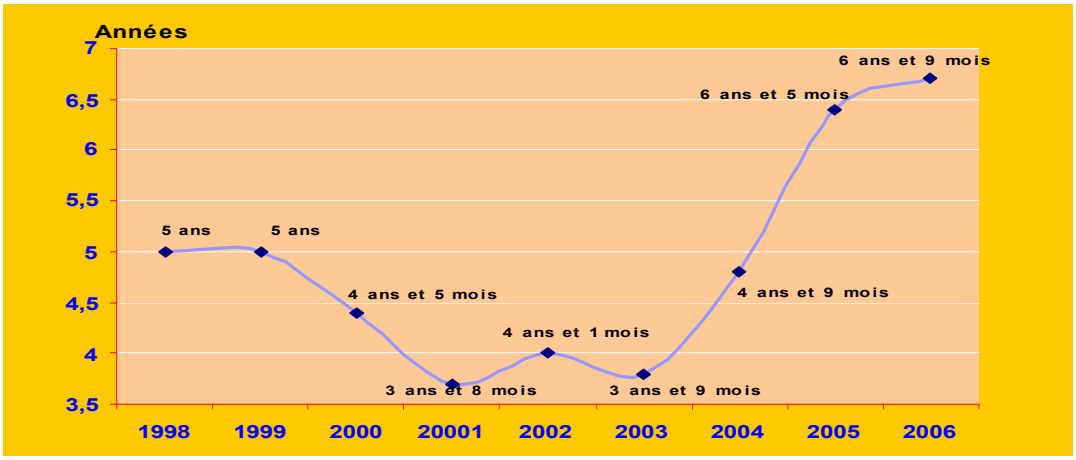
⇨ **Durée de vie moyenne :**

La durée de vie moyenne de la dette intérieure (DVM) s'est établie à fin décembre 2006 à environ **6 ans et 9 mois,** en hausse d'environ **4 mois** par rapport à fin décembre 2005**.** A noter que cette durée de vie a augmenté de 5 mois au cours du premier trimestre, puis a pu être **réduite** successivement de près **d'un mois** durant le 2ème trimestre 2006 et **2 mois** au cours du 3ème trimestre avant d'augmenter à nouveau au cours du 4ème trimestre d'environ **4 mois**.

La baisse de la DVM durant les 2ème et 3ème trimestre s'explique par la volonté du Trésor de ramener cette DVM à son niveau de fin 2005 après son augmentation rapide durant le 1er trimestre. L'allongement de la DVM durant le 4ème trimestre découle principalement de l'impact de l'émission des bons à 30 ans pour la 1ère fois au mois de décembre 2006.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Graphique 1 : Evolution de la durée de vie moyenne de la dette intérieure :



⇨ **Structure par créancier initial :**

La revue de la structure des créanciers du Trésor à fin décembre 2006 fait ressortir que les banques détiennent près de 28% de l'encours total de la dette intérieure suivies de près par les compagnies d'assurance dont la part est de 27%. Les OPCVM arrivent en troisième position avec une part de 23% suivis par la CDG qui détient 11% de l'encours total de la dette intérieure. (Cf. tableau 3).

Tableau 3 : Répartition par créancier de l'encours de la dette intérieure :

	Encours (En MDH)		Part en %		Variation (En MDH)	
	Déc.2005	Déc.2006	Déc.2005	Déc.2006	Flux	En %
Cie d'assurances	77 832	72 815	30%	27%	-5 017	-6%
Banques	75 090	74 588	29%	28%	-502	-1%
OPCVM	49 406	61 815	19%	23%	12 409	25%
CDG	27 479	28 222	11%	11%	743	3%
Autres	28 719	28 406	11%	11%	-313	-1%
Total	258 527	265 844	100%	100%	7 320	3%

En termes d'évolution par rapport à fin décembre 2005, les portefeuilles en bons du Trésor détenus par les OPCVM et la CDG, se sont inscrits en hausse de près de 25% et 3% alors que ceux détenus par compagnies d'assurances et les banques ont baissé respectivement de 6% et 1%.

⇨ **Structure par taux d'intérêt :**

La répartition de l'encours de la dette intérieure par intervalle de taux fait apparaitre que 86% de cet encours sont assortis de taux d'intérêt compris entre 3% et 7%. D'autre part, et comme il ressort du tableau ci-dessous, plus de 60% de cette dette ont un taux d'intérêt plus élevé que celui associé à la maturité la plus longue (30 ans au taux de moins de 4%) observé à fin 2006.

Tableau 4 : Répartition par intervalle de taux de l'encours de la dette intérieure

Taux à l'émission	Encours (MDH)	Part (%)
< 3 %	2 000	1%
≥ 3 % et < 5%	101 230	38%
≥ 5 % et < 7%	126 606	48%
≥ 7 % et < 9%	12 851	5%
≥ 9 %	23 156	9%
Total	265 844	

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

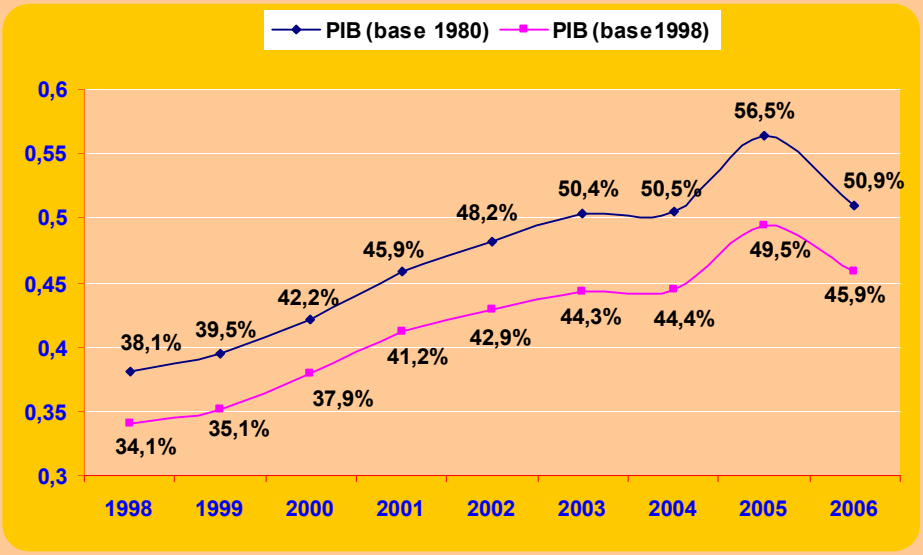
Encadré 1 : Impact du passage du PIB *base 1980* au PIB *base 1998sur le ratio d'endettement*

Le passage du PIB *base 1980* au nouveau PIB *base 1998* suite à l'adhésion du Maroc à la nouvelle norme SCN 1993 *(système de comptabilité nationale)* de la commission statistique des Nations Unies s'est traduit par l'amélioration des indicateurs d'endettement public dont celui de la dette intérieure.

Ainsi, en adoptant la nouvelle série du PIB, le ratio de la dette intérieure rapporté au PIB a marqué, par rapport à l'ancienne base, une baisse comprise entre 4 & 5 points sur la période 1998-2005. Globalement, ce ratio a suivi le même trend haussier sur la même période, comparé à l'ancienne base, passant de **34,1%** à **50,9%**, soit une hausse de 16,8%. Cette progression reste également inférieure à celle qui était constatée avec l'ancienne base.

Pour l'année 2006, il y'a lieu de souligner que le stock de la dette intérieure par rapport au PIB *base 1998* enregistre une baisse de **3,6 points** pour se ramener à **45,9%** contre **49,5%** à fin 2005. Si on se réfère au PIB base 1980, ledit stock a été ramené de 56,5% à fin 2005 à 50,9% à fin 2006.

Le graphique ci-dessous dresse l'évolution du ratio de la dette intérieure par rapport au PIB selon les bases 1980 & 1998 :



1.1 - Les bons émis par voie d'adjudications :

1.1.1 ENCOURS :

L'encours des bons émis par adjudication totalise à fin décembre 2006 près de **260 MMDH** représentant ainsi plus de **98%** de l'encours total de la dette intérieure. En terme d'évolution par rapport à fin décembre 2005, cet encours a progressé de **8,4 MMDH,** soit près de 3,4%.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

A. Répartition de l'encours des adjudications par terme :

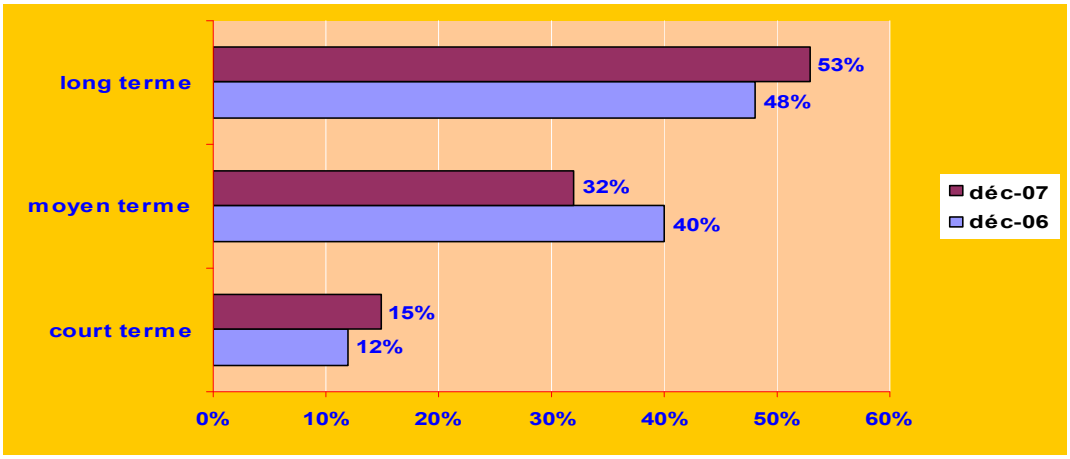
Le long terme représente 53% de l'encours total des bons émis par adjudication, suivi du moyen terme avec 32% et du court terme avec 15% contre 48%, 40% et 12% à fin décembre 2005 laissant ainsi apparaître une évolution à la hausse de la part du long et du court terme et une baisse du moyen terme (Cf. graphique 2).

Tableau 5: Encours des adjudications par terme résiduel

MMDH

	Décembre 2005	décembre 2006	Flux
Court terme	29,7	38,2	8,5
Moyen terme	101,3	83,4	-17,9
Long terme	120,5	138,3	17,8
Total	251,5	260	8,5

Graphique 2 : Répartition de l'encours des adjudications par terme résiduel



Quant à la ventilation de cet encours par maturité initiale, les bons du Trésor à 10 ans accumulent l'encours le plus élevé avec 31%, suivis des bons à 5 ans et à 15 ans qui totalisent respectivement des parts de 29% et 28%. A signaler que ces bons représentent près de 88% de l'encours des adjudications.

Tableau 6 : Répartition de l'encours des adjudications par maturité initiale :

Maturité	Encours (MDH)	Part (%)
ADJ_30_ANS	2 000	0,8
ADJ_20_ANS	17 361	6,7
ADJ_15_ANS	72 890	28,0
ADJ_10_ANS	80 896	31,1
ADJ_5_ANS	76 020	29,2
ADJ_2_ANS	4 437	1,7
ADJ_52_SEM	4 350	1,7
ADJ_26_SEM	1 600	0,6
ADJ_13_SEM	400	0,2
Total	259 954	100%

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

B. Durée de vie moyenne :

La **durée de vie moyenne** des bons émis par adjudication a augmenté d'environ **4 mois** passant de **6 ans et 7 mois** à fin décembre 2005 à environ **6 ans et 11 mois** à fin décembre 2006**.** Sur une base trimestrielle, la durée de vie des nouvelles souscriptions enregistrées sur le dernier trimestre de l'année 2006 marque la durée la plus longue dans la mesure où elle ressort à 12 ans et 10 mois. L'importance de cette durée de vie est due à la structure des souscriptions portées à hauteur de 64% sur les maturités longues, mais aussi à l'émission pour la 1ère fois, au mois de décembre 2006, des bons à 30 ans. Ainsi la durée de vie arrêtée à fin décembre 2006 rejoint celle réalisée à fin mars 2006 (6 ans et 11 mois) contre 6ans et 10 mois à fin juin 2006 et 6 ans et 8 mois à fin septembre 2006.

C. Répartition de l'encours des adjudications par créancier :

A fin décembre 2006, le classement des détenteurs des titres émis par adjudication confirme la position des **compagnies d'assurances** en tant que 1er créancier du Trésor sur le marché des adjudications suivies par les banques et les OPCVM**.** Les données chiffrées ressortent comme suit :

- **les compagnies d'assurances** détiennent un portefeuille de près de **73 MMDH,** soit **28%** de l'encours.
- **Les banques** sont détentrices d'un portefeuille de **70 MMDH**, soit **26,9%** de l'encours.
- **les OPCVM** ont un portefeuille de **61, 8 MMDH** ce qui correspond à **23,8%** de l'encours.
- **la CDG** compte un portefeuille de **28,2 MMDH**, soit **10,9%** de l'encours.

A signaler que **le Fonds Hassan II** qui est classé dans la catégorie « autres » détient un encours de **10,3 MMDH** ou **4%**.

Tableau 7 : Répartition par créancier de l'encours des BDT émis par adjudications (*)

	Encours		Part en %		Evolution	
	Déc.2005	Déc.2006	Déc.2005	Déc.2006	Flux	En %
Cie d'assurances	77 832	72 815	31%	28%	-5 017	-6%
Banques	69 599	70 033	28%	27%	434	1%
OPCVM	49 406	61 815	20%	24%	12 409	25%
CDG	27 479	28 222	11%	11%	743	3%
Autres	27 201	27 070	11%	10%	-131	0%
Total	251 517	259 955	100%	100%	8 438	3%

(*)Chiffres provisoires

En terme d'évolution par rapport à fin décembre 2005, il y a lieu de noter la bonne performance des OPCVM dont le volume d'acquisitions de bons du Trésor émis par adjudication s'est accru de près de **12,4 MMDH**. Les parts des banques et de la CDG ont cru de 1% et 3% alors que la part des compagnies d'assurances a décru de 6%.

D. Evolution de l'encours des adjudications :

Les adjudications constituent l'essentiel de l'encours de la dette intérieure puisque sa part se fixe à 98% à fin de l'année 2006, soit 1 point de plus par rapport à l'année précédente.

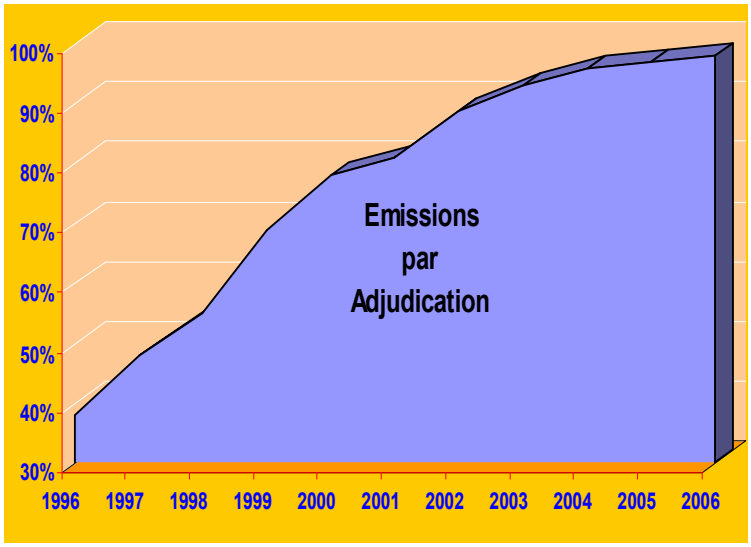
Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Evolution de l'encours des adjudications (1996-2006)

Tableau 8 :

Année	Encours des adjudications	Part dans l'encours total
1995	24 545	24%
1996	42 085	38%
1997	58 276	48%
1998	72 270	55%
1999	94 573	69%
2000	116 359	78%
2001	143 075	81%
2002	169 917	89%
2003	197 100	93%
2004	214 825	96%
2005	251 518	97%
2006	259 954	98%

Graphique *3*



E. Evolution du gisement des lignes émises :

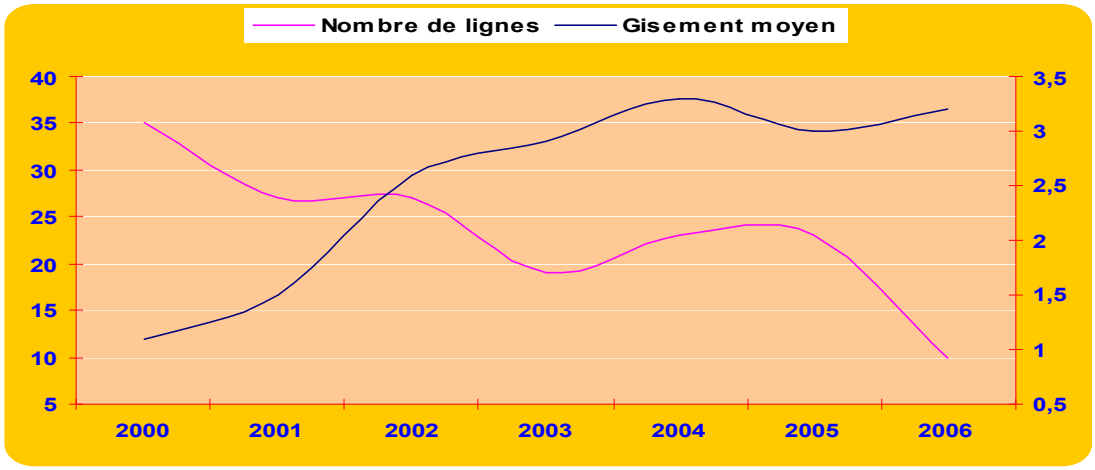
L'adoption de la technique d'émission par **assimilation** *(voir encadré 3 sur la technique de l'assimilation)* a permis de réduire le nombre des lignes émises et d'augmenter leurs gisements. Ainsi, l'encours moyen des lignes est passé de **1,1 MMDH** en 2000 à **3 MMDH** en 2005 et à **3,2 MMDH** en 2006. Le gisement moyen des lignes est resté par conséquent relativement stable entre les années 2005 et 2006 où l'encours des lignes émises est resté plafonné à 3,5 MMDH.

Tableau 9 : Evolution des lignes émises et du gisement moyen (2000-2006)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
30 ANS							1
20 ANS	1	0	0	0	1	2	2
15 ANS	1	0	2	1	4	6	2
10 ANS	4	1	3	2	3	6	2
5 ANS	9	9	8	5	7	3	1
2 ANS	7	3	7	3	1	2	-
52 SEM	13	14	7	8	7	4	2
Total	35	27	27	19	23	23	10
Gisement total (MMDH)	37,2	40,4	69,3	55,1	74,8	68,0	31,5
Gisement moyen	1,1	1,5	2,6	2,9	3,3	3,0	3,2

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Graphique 4 : Evolution des lignes émises et du gisement moyen (2000-2006)



1.1.2 SOUSCRIPTIONS :

A. Répartition des souscriptions :

Les **souscriptions** réalisées à fin décembre 2006 ont porté sur un montant de près de **38,8 MMDH** contre près de **79,6 MMDH** en 2005, soit une baisse sensible de **40,8 MMDH** ou **51%.**

Concernant la ventilation par maturité de ces souscriptions, il y a lieu de signaler la **prépondérance du long terme** *(quoiqu'en baisse)* qui a représenté **61%** des souscriptions totales contre **69%** en 2005. En revanche, la part du moyen terme a augmenté pour se fixer à près de **21%** contre **16%** au terme de l'année précédente. De même, la part du court terme a suivi un trend haussier passant de **15%** à **18%** en 2006.

Cette prédominance du long terme s'explique par l'importance des soumissions au titre de ces maturités (voir graphique 6 ci-dessous) dopées notamment par les anticipations des investisseurs d'une augmentation de la demande en titres longs sous l'effet d'une probable externalisation des caisses de retraites de certains établissements publics..

Quant à la répartition trimestrielle des souscriptions, elle fait ressortir que le 1er trimestre 2006 a marqué la part la plus importante des souscriptions (54%). Le 2ème trimestre a enregistré une part de 16% alors que la part la plus faible a été réalisée au cours du 3ème trimestre ne dépassant pas 3%. Le dernier trimestre étant clôturé avec une part de 27%.

Sur une échelle mensuelle, les mois de janvier (**11,9 MMDH)** et février (**7,4 MMDH)** ont occasionné les levées les plus importantes du Trésor au cours de l'année 2006 dans la mesure où ils ont représenté à eux seuls près de **50%** des souscriptions annuelles. Il s'en est suivi une baisse des levées sur le reste de l'année et plus particulièrement entre les mois de mars et septembre 2006.

Cette faiblesse des levées du Trésor qui date depuis le mois de mars 2006 s'explique principalement par la situation largement excédentaire de la trésorerie publique en raison de l'importance des recettes fiscales encaissées. La persistance de cette situation a limité le recours du Trésor au marché des adjudications se traduisant par une absence du Trésor du marché sur plusieurs séances. En fait, sur toute l'année 2006 le Trésor n'a rien levé pendant **16** séances, soit l'équivalent de près de **4 mois.** A ce titre, le mois de septembre n'a fait l'objet d'aucune souscription.

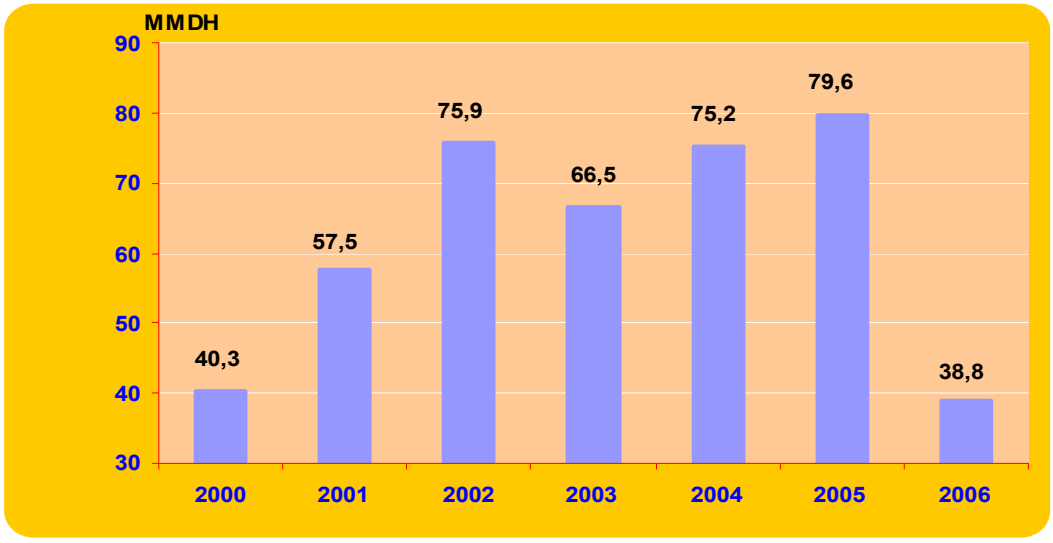
Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Tableau 10 : Répartition par maturité et par trimestre des souscriptions réalisées sur le marché des adjudications

	Trimestre 1		Trimestre 2		Trimestre 3		Trimestre 4		Année 2006	
	Vol (MDH)	Part	Vol (MDH)	Part	Vol (MDH)	Part	Vol (MDH)	Part	Vol (MDH)	Part
Long terme	**15 592**	**75%**	**800**	**13%**	**600**	**59%**	**6 810**	**64%**	**23 802**	**61%**
30 ans	-	-	-	-	-		2 000	19%	2 000	5%
20 ans	3 540	17%	200	3%	-		1 510	14%	5 250	14%
15 ans	5 259	25%	300	5%	-		1 300	12%	6 859	18%
10 ans	6 793	32%	300	5%	600	59%	2 000	19%	9 693	25%
Moyen terme	**3 408**	**16%**	**2 358**	**39%**	**420**	**41%**	**1 817**	**17%**	**8 002**	**21%**
5 ans	3 358	16%	808	13%	150	26%	650	6%	4 965	13%
2 ans	50	-	1 550	25%	270	15%	1 167	11%	3 037	8%
Court terme	**2 000**	**9%**	**2 950**	**48%**	**-**	**-**	**2 000**	**19%**	**6 950**	**18%**
52 semaines	1 950	9%	2 400	39%	-	-	-	-	4 350	11%
26 semaines	-	-	300	5%	-	-	1 600	15%	1 900	5%
13 semaines	50	-	250	4%	-	-	400	4%	700	2%
Total	**21 000**	**100%**	**6 108**	**100%**	**1 020**	**100%**	**10 627**	**100%**	**38 754**	**100%**
Part annuelle	**54%**		**16%**		**3%**		**27%**		**100%**	

Par ailleurs, si on retient une échelle annuelle rétrospective, le montant souscrit au cours de l'année 2006 (38,8 MMDH) constitue le montant le plus faible jamais souscrit depuis l'année 2000 où les souscriptions ont atteint près de 40,3 MMDH. Le graphique qui suit fait le point sur l'évolution des souscriptions entre les années 2000 et 2006.

Graphique 5 : Evolution des souscriptions sur le MAVT (2000-2006)



D'autre part, il y a lieu de signaler la souscription d'un montant de 1 MMDH pour le remboursement de la première tranche des avances conventionnelles de Bank-Al-Maghrib accordées à l'Etat *(voir encadré 2)*.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Encadré 2 : Le remboursement des avances conventionnelles de Bank Al Maghrib

Les avances conventionnelles de BAM à l'Etat

Avant la création du marché des adjudications des bons du Trésor, le financement du Trésor était axé essentiellement sur les ressources externes. Le financement interne était limité à quelques instruments administrés tels que les emplois obligatoires des banques ou les emprunts nationaux. Pour compléter ces financements en cas de besoin, le Trésor pouvait recourir à des avances de la Banque centrale sous forme d'avances statutaires (prévues dans les statuts de Bank Al Maghrib) ou les avances conventionnelles arrêtées par convention.

Ainsi, six conventions ont été conclues entre l'Etat et Bank Al Maghrib (BAM) entre 1964 et 1980 au titre desquelles l'Institut d'émission à accordé des avances, non rémunérées, au Trésor. Ces avances d'un montant global de 5,5 MMDH ont été débloquées conformément au calendrier ci-dessous :

MDH

Date de la convention	12/03/1964	31/12/1967	07/05/1970	13/03/1974	13/10/1977	09/04/1980
Montant	250	250	500	1 000	2 000	1 500

Depuis lors, ces avances ont toujours été comptabilisées en tant que créances de BAM sur le Trésor mais sans faire l'objet de remboursement.

A partir de l'année 2006, un nouveau contexte a été créé avec l'adoption des nouveaux statuts de BAM

Les nouveaux statuts de BAM :

La loi n° 76-03 portant les nouveaux statuts de Bank Al Maghrib, entrée en vigueur le 2 mars 2006, a instauré l'indépendance de la banque centrale et lui a procuré une autonomie en matière de conduite de la politique monétaire. A ce titre, l'article 27 de ces statuts stipule que *« La Banque ne peut accorder des concours financiers à l'Etat, ni se porter garante d'engagements contractés par lui, que sous forme de facilité de caisse. ».*

De plus, ces nouveaux statuts disposent que toute avance ou concours consenti, de par le passé, par BAM à l'Etat doit faire l'objet de remboursement. Ainsi et conformément à l'article 62 des mêmes statuts, une convention a été conclue entre l'Etat et BAM en date du 9 mai 2006 en vertu de laquelle le remboursement de ces avances d'un montant de 5,5 MMDH devra s'étaler sur les années 2006 et 2007.

Les Conséquences de la convention :

Le remboursement des avances conventionnelles répond aux exigences des nouveaux statuts de BAM, mais aussi consacre la volonté de l'Etat de ne plus recourir aux avances de la banque centrale. Ainsi, pour financer son déficit, l'Etat n'a plus le droit aux avances et concours de la banque centrale.

La mise en place de ces statuts, et particulièrement ses articles 27 & 62, consacrent bien la séparation entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Le financement du déficit par la monnaie centrale n'est plus à l'ordre du jour et par conséquent la politique monétaire n'aura pas à tenir compte des considérations de financement du déficit de l'Etat.

B- Les plus ou moins values et les coupons courus :

B-1 Les plus ou moins values :

A l'occasion d'une émission par assimilation, les soumissions faites au dessus du pair permettent au Trésor de dégager des plus values qui correspondent à l'écart positif entre le prix de soumission et le montant nominal. Inversement, lorsque les soumissions sont au dessous du pair, le Trésor réalise des moins values égales à la différence entre le montant nominal et le prix de soumission.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

En cas d'évolution des taux de marché par rapport au taux nominal d'émission, les plus ou moins values servent à compenser l'écart entre le taux nominal et les taux de marché de cette ligne.

A titre d'exemple, pour la ligne à 20 ans émise en janvier 2006 au taux nominal de 5,25%, les intérêts sont calculés sur la base de ce taux et ce pour toutes les émissions adossées sur cette lignes.

Au cours de 2006, les taux ont beaucoup baissé après l'émission et en fin d'année, le taux de cette maturité n'a pas dépassé 3,82%. Un investisseur devra donc verser un montant au dessus du pair pour pouvoir bénéficier des intérêts calculés sur la base de 5,25% et compenser l'écart de taux.

Au titre de l'année 2006, les plus values se sont chiffrées à près de **1 130,4 MDH**, soit plus de 6 fois le montant réalisé en 2005. Les moins values se sont, pour leur part, inscrites en baisse passant de 46,5 MDH à fin 2005 à **0,23 MDH** à fin 2006. Cette évolution des plus ou moins values tient à la baisse prononcée des taux d'intérêt tout au long de l'année 2006.

Le tableau ci-dessous retrace l'évolution des plus ou moins values et des coupons courus en 2006 :

MDH

	2006	2005	Variation
Plus values	1 130,4	185	511%
Moins values	0,23	46,5	-100%

L'examen des plus ou moins values par maturité fait apparaître l'importance des plus values réalisées sur la partie longue de la courbe reflétant ainsi la baisse sensible des taux d'intérêt enregistrée en 2006.

Les moins values, quoiqu'elles soient faibles, ont été marquées au titre des bons à 52 semaines et à 2 ans. Le tableau qui suit retrace les plus ou moins values réparties par maturité :

MDH

Maturité	Plus value	Moins value
52 semaines	3,35	-0,15
Court terme	**3,35**	**-0,15**
2 ans	7,88	-0,08
5 ans	38,23	
Moyen terme	**46,11**	**-0,08**
10 ans	272,93	
15 ans	284,73	
20 ans	343,03	
30 ans	180,2	
Long terme	**1 081**	
Total	**1 130,4**	**-0,23**

B-2- Les coupons courus :

Quant au coupon couru, il est versé par les investisseurs au moment de la souscription et correspond aux intérêts courus entre la date d'émission de la ligne assimilée et la date d'assimilation sachant que le Trésor verse la totalité des intérêts entre la date d'émission et la date de paiement du coupon (Cf. encadré 3 ci-dessous).

Au titre de 2006, les coupons courus ont enregistré une baisse de 15% pour se fixer à **337,9 MDH**. Cette variation est due à la faiblesse du montant émis en 2006, comparé à l'année 2005.

MDH

	2006	2005	Variation
Coupons courus	337,9	398	-15%

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Encadré 3 : La technique de l'assimilation

La technique d'émission par **assimilation** a été mise en place par le Trésor pour la 1ère fois en date du 31/10/1995 sur une ligne à 52 semaines au taux de 8,5% et avec date d'échéance coïncidant avec le 30/11/1995.

Cette technique n'est devenue systématiquement suivie par le Trésor qu'à partir du 29 décembre 1997. la 1ère ligne à avoir fait l'objet de l'assimilation a été une ligne à 52 semaines au taux de 7,5% et qui avait comme date de jouissance le 22/12/1997.

Définition :

L'assimilation est une technique qui consiste à rattacher une nouvelle tranche d'emprunt à une émission antérieure aux caractéristiques identiques. Il s'agit en fait d'assimiler à une première émission des émissions ultérieures qui présentent les mêmes caractéristiques : le même taux d'intérêt facial, la même échéance et le même prix de remboursement.

Objectif :

L'assimilation a pour objectif la limitation du nombre de lignes d'emprunt en circulation et l'accroissement des encours de ces lignes afin d'augmenter la liquidité et la négociabilité de ces lignes sur le marché secondaire. En d'autres termes, l'assimilation permet de constituer des lignes d'emprunt à forte capitalisation, d'où un marché secondaire actif et liquide pouvant attirer de gros investisseurs.

Exemple :

Soit une ligne à 5 ans (ADJ_5_ANS) émise dans le cadre du marché des adjudications avec date de jouissance du 15/01/2006 pour un montant de 1 MMDH. La date de jouissance, étant la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir. La date d'échéance, étant la date de remboursement du capital (15/01/2011). Et le taux nominal, étant le taux de rémunération (3%). Les caractéristiques de cette ligne sont comme suit :

Ligne	Date de jouissance	Date d'échéance	Taux
ADJ_5_AN	15/01/2006	15/01/2011	3%

Dans ce cas, il est possible d'assimiler en procédant à des émissions ultérieures, sous réserve qu'elles présentent les mêmes caractéristiques, qui seront rattachées à la ligne originale. A la date du 15/05/2006 par exemple, il a été décidé d'émettre sur la même ligne un montant supplémentaire de 2 MMDH, ce qui porte le montant total de la ligne à 3 MMDH.

On parle donc de l'assimilation au sens où les obligations nouvelles (2 MMDH) sont rattachées (ou assimilées) aux obligations déjà existantes (1 MMDH).

Conséquences :

De l'application de l'assimilation dans cet exemple à la date du 15/05/2006 résultent les coupons courus. En quoi consistent ces coupons courus ?
Dans la mesure où les détenteurs de titres assimilés recevront à la première date de détachement de coupon (soit le 15/01/2007) des intérêts calculés sur une période pleine d'une année au même titre que les détenteurs de titres initiaux, ils doivent verser au Trésor, à la date de souscription des titres assimilés, les intérêts courus, soit la fraction des intérêts qui correspondent à la période de non détention des titres, c'est-à-dire entre la date de jouissance (15/01/2006) et la date de l'assimilation (15/05/2006).
Concrètement, Le coupon couru est calculé comme suit :

2 MMDH*3%*120/365 = 0,02 MMDH = 20 MDH

A signaler que le capital n'est servi qu'au terme de la durée de l'emprunt, soit le 15/05/2011.

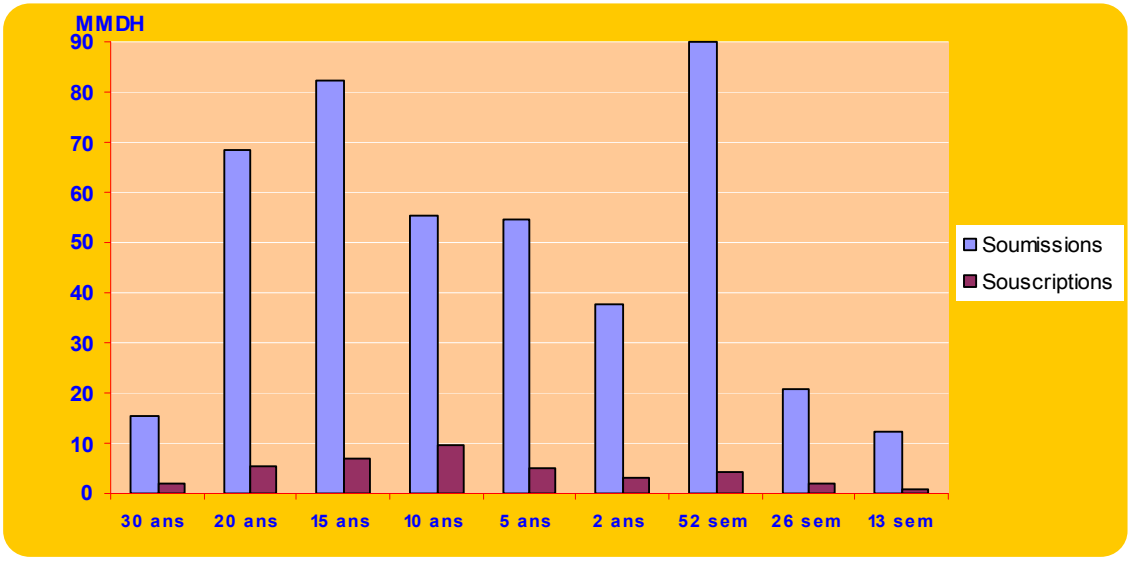
FP
es.gov.ma

C. Evolution des soumissions et des souscriptions :

Le soumissions des investisseurs ont atteint en 2006 près de **11,3 fois** les souscriptions du Trésor contre **2,7** en 2005 (Cf. tableau 11). Les soumissions ont ainsi atteint une moyenne mensuelle de **36 MMDH** avec un maximum de **55 MMDH** au mois de janvier et un minimum de **8,7 MMDH** au mois d'août.

La répartition des soumissions par maturité à fin décembre 2006 fait ressortir une prépondérance du long terme, principalement les bons à 15 ans et à 20 ans, avec près de 51% du montant total des soumissions. Quant au moyen et court termes, les soumissions ont atteint, respectivement, 21% et 28%.

Graphique 6 : Répartition des soumissions et des souscriptions par maturité



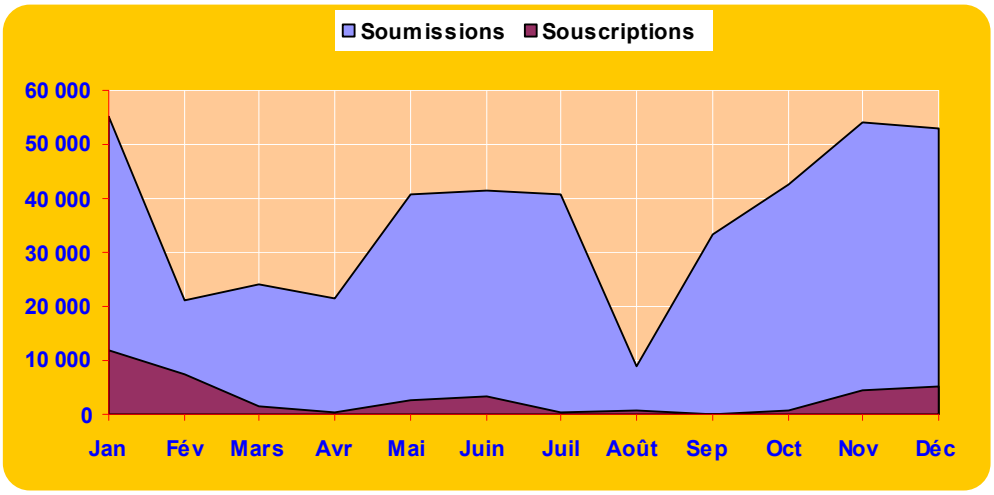
Par ailleurs, l'analyse de l'évolution trimestrielle des volumes soumissionnés montre une progression uniforme durant les deux premiers trimestres de l'année 2006 avec des volumes soumissionnés de près de **100 MMDH** avait d'enregistrer une relative baisse à **83 MMDH** pour le 3ème trimestre. Le dernier trimestre de l'année 2006 a accumulé le volume le plus important des soumissions pour un montant de **150 MMDH**.

Tableau 11: Evolution des soumissions et des souscriptions sur le marché primaire des adjudications

Mois	Année 2006			Année 2005		
	Soumissions	Souscriptions	Ratio	Soumissions	Souscriptions	Ratio
Janvier	55 132	11 929	4,6	20 776	11 115	1,9
Février	20 963	7 426	2,8	24 393	5 053	4,8
Mars	24 101	1 645	14,7	18 930	1 600	11,8
Avril	21 415	450	47,6	25 828	3 498	7,4
Mai	40 781	2 458	16,6	13 735	8 231	1,7
Juin	41 512	3 200	13	14 377	4 468	3,2
Juillet	40 862	420	97	4 762	3 039	1,6
Août	8 715	600	15	9 514	6 219	1,5
Septembre	33 505	-	-	16 197	6 185	2,6
Octobre	42 696	700	61,0	37 078	10 942	3,4
Novembre	54 189	4 567	11,9	10 801	5 827	1,9
Décembre	53 084	5 360	9,9	11 304	7 671	1,5
Total	**436 955**	**38 754**	**11,3**	**213 400**	**79 552**	**2,7**

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Graphique 7 : Evolution des soumissions et des souscriptions en 2006



D. Nombre de lignes créées :

Les souscriptions réalisées en 2006 sur le MAVT pour **les maturités supérieures ou égales à 52 semaines** se sont traduites par la création de **10 nouvelles lignes**. Ces nouvelles lignes ont été créées à raison de 7 lignes au cours du 1er trimestre, 2 lignes au cours du 2ème trimestre et 1 seule ligne au cours du dernier trimestre. Le 3ème trimestre n'a marqué la création d'aucune nouvelle ligne en raison principalement de la faiblesse des levées du Trésor durant cette période. Le tableau suivant reprend les caractéristiques de ces nouvelles lignes :

Tableau 12 : Les dix nouvelles lignes créées durant l'année 2006 :

Ligne	Jouissance	Échéance	Encours MDH	Taux (%)
52 SEM	13/02/2006	12/02/2007	2 000	3,05
52 SEM	15/05/2006	14/05/2007	2 350	3,05
5 ANS	06/03/2006	06/03/2011	2 427	3,90
10 ANS	30/01/2006	30/01/2016	4 908	4,70
10 ANS	06/03/2006	06/03/2016	3 125	4,45
15 ANS	30/01/2006	30/01/2021	2 600	5,25
15 ANS	02/01/2006	02/01/2021	4 259	5,30
20 ANS	02/01/2006	02/01/2026	3 540	5,95
20 ANS	05/06/2006	05/06/2026	1 710	5,15
30 ANS	04/12/2006	04/12/2036	2 000	4,50

En termes d'échéance, les lignes à moyen et long termes ont représenté 80% des nouvelles lignes créées au cours de l'année 2006. A noter qu'aucune nouvelle ligne à 2 ans n'a vu le jour en 2006. La seule ligne à 2 ans traitée durant cette année a été une ligne future dont la date d'émission remonte au 12 décembre 2005.

Par ailleurs, le Trésor a procédé à l'émission pour la 1ère fois, en date du 28 novembre 2006, de bons du Trésor à 30 ans ***(voir encadré 4).*** Cette nouvelle émission qui était annoncée lors de la conférence de Monsieur le Ministre des finances du 9 février 2006 consacrée au financement du Trésor via le marché des adjudications, répond aussi aux besoins du marché qui a montré un grand intérêt pour une telle émission. A signaler que les bons à 30 ans sont émis sur une base mensuelle à l'instar des bons à 20 ans.

Face à ces 10 nouvelles lignes créées, 37 anciennes lignes ont été totalement amorties au cours de l'année 2006 pour un montant global de **29,2 MMDH**. En conséquence, le nombre de lignes à 52

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

semaines et plus dans l'encours a été **réduit de 27** portant ainsi le nombre total des lignes vivantes à **220 lignes.**

Encadré 4 : Les bons à 30 ans, une émission réussie

Lors de sa conférence de presse du 9 février 2006, Monsieur le Ministre avait annoncé l'intention de ce département d'émettre des bons du Trésor à 30 ans dans le cadre du marché des adjudications dans le but de diversifier les instruments de financement du Trésor et de répondre aux besoins des investisseurs.

A cet effet, le Trésor a procédé à l'émission pour la 1ère fois des bons à 30 ans à l'occasion de la séance d'adjudication à moyen et long termes du 28/11/2006 *(règlement du 04/12/2006)*. A noter que ces bons ont fait l'objet d'une assimilation pendant la séance d'adjudication du 26/12/2006 *(règlement du 02/01/2007).*

L'émission des bons à 30 ans avant cette date était jugée peu opportune du fait du besoin de financement limité du Trésor en raison de l'importance des recettes fiscales, particulièrement entre les mois de mars et septembre 2006.

Les caractéristiques de l'émission :

Les bons à 30 ans émis au cours de la séance d'adjudication du 28/11/2006 avaient les caractéristiques suivantes :

Date de jouissance	Date d'échéance	Taux d'intérêt nominal	Montant nominal unitaire
4 décembre 2006	4 décembre 2036	4,50%	100.000 DH

L'engouement massif pour cette émission :

L'émission des bons à 30 ans a donné lieu à une ruée sans précédent de la part des investisseurs. Les chiffres suivants retracent l'ampleur de cet engouement :

Volume soumissionné : **15 525 MDH** en une seule séance d'adjudications, soit près de **50%** du volume global des soumissions du marché pendant ladite séance.
Montant souscrit : **2 000 MDH** avec des émissions non compétitives à hauteur de 20% réparties à parts égales entre les IVT.
Taux de rendement : **3,98%**, soit 52 points de base en dessous du taux facial proposé.

Le succès de cette nouvelle émission de très long terme témoigne, d'une part, du degré de maturité atteint par le marché des valeurs du Trésor, et d'autre part, de la confiance des investisseurs dans l'émetteur souverain et dans les perspectives économiques du pays.

E. Participation des IVT :

Les intermédiaires en valeurs du Trésor (**IVT**) ont été les principaux participants aux souscriptions réalisées sur le marché primaire au cours de l'année 2006 en s'adjugeant près de **85%** du montant total souscrit, soit **32,9 MMDH.**

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

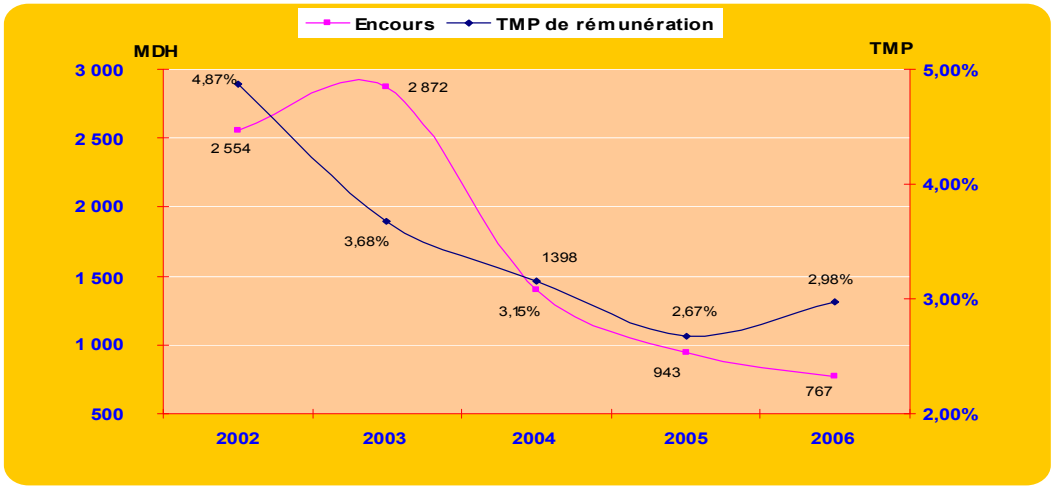
1.2 - Bons à six mois :

En s'élevant à environ **767 MDH** à fin décembre 2006, l'encours relatif à cette catégorie d'emprunt enregistre une baisse de près de **176 MDH**, soit **19%** de moins par rapport à son niveau enregistré à fin décembre 2005. Ces bons supprimés à partir de 2007 *(voir encadré n°5)*.

Les taux de rémunération de ces bons, calculés trimestriellement sur la base du taux moyen pondéré des bons à 26 semaines émis par adjudication au cours du trimestre précédent majoré de 25 points de base, appliqués pour l'exercice 2006 se déclinent comme suit : 2,90% pour les 1er et 2ème trimestres et 3,05% pour les 3ème et 4ème trimestres.

L'encours des bons à six mois s'est inscrit en baisse continue passant de près de 2 872 MDH à fin 2003 à près de 767 MDH à fin 2006. Cette baisse est attribuée principalement à la baisse continue des taux de rémunération dont ils ont été assortis pendant la période précitée. Ainsi on est passé d'une rémunération de 5,10% au début de l'année 2002 à 3,05% à fin de l'année 2006, passant par 2,60% durant les neuf premiers mois de l'année 2005. Le graphique qui suit retrace l'évolution de l'encours des bons à six mois ainsi que le taux moyen pondéré de rémunération entre 2002 et 2006.

Evolution de l'encours et du TMP de rémunération des bons à six mois (2002-2006)



1.3 - Les autres emprunts :

Cette rubrique comprend les emprunts conventionnels, la réserve d'investissement, le Programme Socio-Economique (ASE) et les bons à 5 ans relatifs aux comptes convertibles à terme.

A fin décembre 2006, l'encours de ces emprunts s'est situé aux alentours de **5,1 MMDH** contre **6,1 MM.DH** à fin décembre 2005, soit une baisse de près de **1 MDH,** découlant essentiellement d'un flux net négatif de **1 271 M.DH** au titre des emprunts conventionnels et d'une souscription nette au titre des bons à 1an socio-économique de **335 MDH**.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

2. LES CHARGES EN INTERETS ET EN PRINCIPAL

Les charges globales de la dette intérieure réglées en 2006 se sont élevées à **52,5 MMDH**, en baisse de **12,1 MMDH** par rapport à l'année précédente. Ce recul est le résultat conjugué d'une baisse des charges en principal de 13,5 MMDH et d'une hausse des charges en intérêts pour 1,3MMDH.

2.1 – Les charges en intérêts et commissions :

Les charges en intérêts et commissions de la dette intérieure payées en 2006 se sont élevées à près de **16,2 MMDH** contre près de **14,9 MMDH** au terme de l'année 2005, soit une hausse de près de **1 341 MDH,** due essentiellement à une augmentation de **1 429 MDH** des charges payées au titre des bons émis par adjudication. (Cf. tableau 14).

Cette hausse des charges en intérêts des bons émis par adjudication tient essentiellement à l'augmentation de l'encours de ces bons durant l'année précédente ***(+ 36,7 MMDH)***.

Tableau 14 : Intérêts et Commissions (*) :

	Fin décembre 2005	En %	Fin décembre 2006	En %	Flux	Var (%)
Adjudications	13 403	89	14 832	98	1 429	11
Bons à 6 mois (**)	51	-	37	-	-14	-27
Emprunts conventionnels	358	2	241	2	-117	-33
Autres	1 040	8	1 082	-	42	4
Total	**14 852**	**100**	**16 192**	**100**	**1 340**	**9**
Court terme (**)	1 679	11	1 393	9	-286	-17
Moyen terme	5 126	35	4 357	27	-769	-15
Long terme	8 048	54	10 442	64	2 394	30

(*) Non compris les intérêts payés sur les dépôts des collectivités locales

(**) Chiffres provisoires

Répartis par compartiment d'emprunt, les intérêts payés à fin décembre 2006 au titre des bons émis par adjudication ont représenté à eux seuls près de **98%** du total des charges pour un encours représentant également environ **98%** de l'encours global**.**

La ventilation par terme de ces intérêts permet de constater que la part du long terme a progressé de 10 points pour se situer à **64%.** Inversement, la part du moyen terme a marqué une baisse de 8 points passant de 35% à fin décembre 2005 à près de 27% à fin décembre 2006. Côté court terme, sa part s'est ramenée de 11% pour se fixer à 9% à fin décembre 2006.

Quant au taux de réalisation des charges en intérêts et commissions par rapport aux prévisions actualisées de la loi de Finances 2006, il se situe aux alentours de **100,03%,** soit un faible écart de **4 MDH**.

En terme relatif, les charges en intérêts ont absorbé **12,2%** des recettes ordinaires en 2006 contre **12,5%** en 2005.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

2.2 – Les taux d'intérêt :

Les conditions de financement du Trésor sur le marché primaire au cours de l'année 2006 ont été marquées globalement par une tendance prononcée à la baisse des taux d'intérêt sur les segments moyen et long de la courbe accentuée par la faiblesse des levées du Trésor par rapport à l'importance de la demande en bons du Trésor.

Ainsi, le segment long de la courbe a enregistré les baisses les plus sensibles des taux d'intérêt allant jusqu'à - **212 pbs** pour les bons à 20 ans, **-162 pbs** pour les bons à 15 ans et **-132 pbs** pour les bons à 10 ans. La partie moyenne de la courbe a subi également une baisse qui a atteint près de **-82 pbs** pour les bons à 5 ans et **-40 pbs** pour les bons à 2 ans (Cf. tableau 15).

Côté court terme, les taux des bons à **52 semaines** se sont maintenus dans une fourchette de **3,01%** à **3,07%** pour la période allant de février à mai 2006. Ensuite, ces taux ont marqué une baisse importante au cours du mois de **juin** pour atteindre **2,89%**, soit **10 pbs** de moins par rapport à fin décembre 2005. Ce taux étant resté inchangé pour le reste de l'année du fait que les bons à 52 semaines n'ont pas été adjugés depuis lors jusqu'à la fin de l'année 2006. Pour les autres maturités courtes, à savoir les bons à **13** et à **26 semaines**, leurs taux ont baissé respectivement de **7 et 11 pbs**. A noter que les taux du court terme n'ont pas été marqués par le Trésor au cours du 3ème trimestre 2006.

Tableau 15: Evolution mensuelle des taux moyens pondérés des bons émis par adjudication

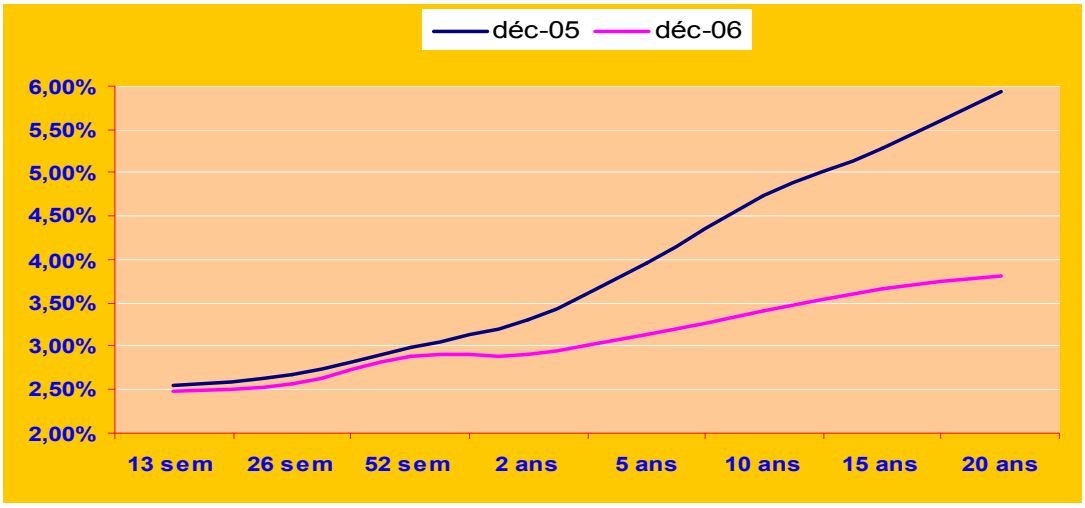
	Déc 05	Jan 06	Fév 06	Mar 06	Avr 06	Mai 06	Juin 06	Juil 06	Aoû 06	Sep 06	Oct 06	Nov 06	Déc 06	Var Pb
Long terme														
30 ans													3,98%	
20 ans	5,94%	5,77%	-	-	-	-	4,94%	-	-	-		4,07%	3,82%	- 212
15 ans	5,28%	5,20%	-	-	-	4,72%	-	-	-	-		3,81%	3,66%	- 162
10 ans	4,74%	4,65%	4,47%	4,40%	-	4,25%	-	-	4,10	-	3,63%	3,50%	3,42%	- 132
Moyen terme														
5 ans	3,95%	3,93%	3,89%	3,88%	-	3,77%	3,71%	3,55%	-	-	3,34%	3,13%	-	- 82
2 ans	3,31%	-	-	3,29%	3,28%	3,25%	3,19%	3,13%	-	-	3,03%	2,91%	-	- 40
Court terme														
52 sem	2,98%	-	3,03%	3,07%	3,05%	3,01%	2,89%	-	-	-	-	-	-	- 10
26 sem	2,68%	-	-	-	2,80%	2,75%	-	-	-	-	2,70%	2,59%	2,57%	- 11
13 sem	2,55%	-	2,65%	-	2,64%	2,60%	-	-	-	-	2,59%	2,48%	2,48%	- 7

Somme toute, un mouvement d'aplatissement de la courbe a été marqué au cours de l'année 2006 suite à la baisse très importante des niveaux de taux des maturités moyennes et longues sur le marché primaire. Le graphique 8 ci-dessous dresse l'évolution de la courbe des taux des émissions par adjudication entre décembre 2006 et décembre 2005.

En conséquence de cet aplatissement, le spread en points de base entre les maturités à 52 semaines et à 20 ans a baissé de près de **203 pbs** entre les deux périodes pour se situer à **93 pbs** à fin décembre 2006 contre **296 pbs** à fin décembre 2005. Ce spread est de **110 pbs** si on retient les bons à 30 ans émis pour la 1ère fois au cours du mois de décembre 2006.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Graphique 8 : Evolution de la courbe des taux entre décembre 2006 et décembre 2005



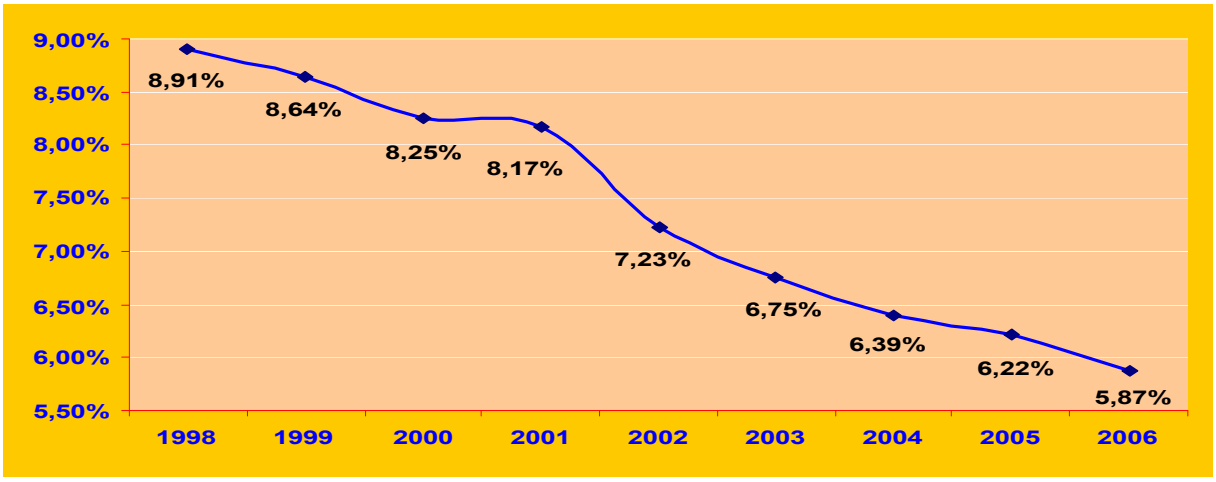
2.3 – Le coût moyen de la dette intérieure :

Le **taux moyen pondéré** des émissions réalisées en 2006 au niveau du marché des adjudications ressort à **4,08%**, soit une baisse de **58 Pbs** par rapport à celui enregistré à fin 2005. **C**ette baisse est due à la décrue sensible des taux marquée particulièrement sur les segments moyens et longs de la courbe. Le tableau suivant retrace l'évolution des taux moyens pondérés entre 2005 et 2006 :

	2006 (%)	2005 (%)	Ecart en Pb
30 ans	3,98		
20 ans	5,20	5,99	-79
15 ans	4,91	5,34	-43
10 ans	4,28	4,78	-50
5 ans	3,75	3,96	-21
2 ans	3,10	3,21	-11
52 sem	2,98	2,88	10
26 sem	2,63	2,61	2
13 sem	2,56	2,48	8
TMP annuel	4,08	4,66	-58

Côté **coût moyen de la dette intérieure** *(hors dépôts en circuits du Trésor)*, il ressort à **5,87%** contre un coût de 6,22% enregistré à fin 2005, soit une baisse de 35 pbs. L'amélioration de cet indicateur entamée depuis plusieurs années a atteint plus de 300 pbs entre 1998 et 2006 (Cf. graphique ci-dessous).

Graphique 9 : Evolution du coût moyen de la dette intérieure



Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

2.4 – Les charges en principal :

Les paiements en principal ont totalisé au terme de l'année 2006 près de **36,3 MMDH** dont environ **30,3 MMDH** payés au titre des bons émis par adjudication. Les autres remboursements en principal ont porté sur un montant de près de **5,9 MMDH** réparti principalement à hauteur de **2,3 MMDH** pour les bons à six mois, **2,3 MMDH** pour les emplois obligatoires et **1,3 MMDH** pour les emprunts conventionnels. (Cf. tableau 16 ci-après).

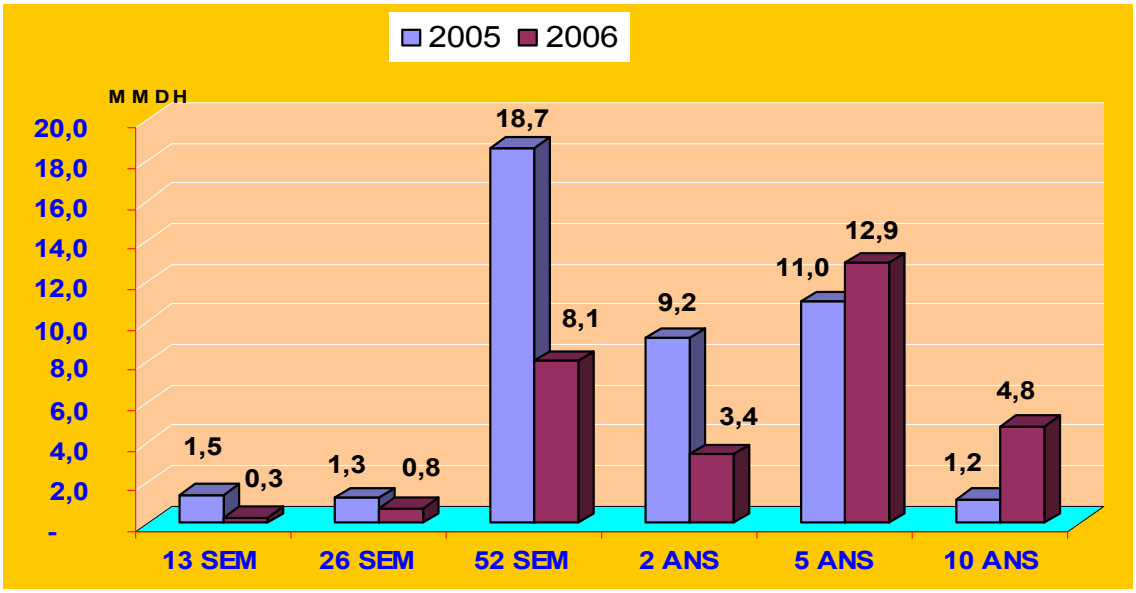
Tableau 16 : Remboursement en principal à fin décembre 2005 et 2006 (En MDH)

	Fin décembre 2005		Fin décembre 2006		Flux	Var
Adjudications	42 861	86%	30 318	84%	-12 543	-29%
Bons à 6 mois (*)	2 920	6%	2 310	6%	-610	-21%
Emprunts conventionnels	1 598	3%	1 271	4%	-327	-20%
Autres	2 348	5%	2 370	7%	22	1%
Total	**49 727**	**100%**	**36 269**	**100%**	**-13 458**	**-27%**
Court terme	26 407	53%	13 765	38%	-12 642	-48%
Moyen terme	20 212	41%	16 349	45%	-3 863	-19%
Long terme	3 110	6%	6 155	17%	3 045	98%

(*) Chiffres provisoires

Il est à signaler que les remboursements en principal ont baissé de près de **13,5 MMDH** par rapport à l'année 2005 suite, à la décrue des remboursements des émissions par adjudication de près de **12,5 MMDH** (-29%), des bons à six mois de **610 MDH** (-21%) et des emprunts conventionnels de **327 MDH** (- 20%).

Graphique 10 : Evolution des remboursements en principal par maturité



⇨ Répartition des remboursements par tranche de taux d'intérêt :

Les remboursements en principal échus au terme de l'année 2006 se rapportent à hauteur de 53% aux bons assortis d'un taux d'intérêt supérieur ou égal à 5%. Le tableau ci-après reprend les remboursements en principal répartis en fonction des taux d'intérêt à l'émission :

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Taux à l'émission	Principal (MDH)	Part (%)
< 3 %	8 751	24
≥ 3 % et < 5%	8 446	23
≥ 5 % et < 7%	12 973	36
≥ 7 % et < 9%	4 611	13
≥ 9 %	1 451	4
Total	**36 232**	

Le taux moyen pondéré de ces remboursements en principal est de **5,16%**. Aux conditions actuelles du marché, ce taux correspond à une durée de vie moyenne supérieure à 30 ans. Le refinancement de ces remboursements ne peut, par conséquent, que réduire le coût de la dette intérieure durant les années à venir.

3. EVOLUTION DES SOUSCRIPTIONS NETTES ET ECHEANCIER PREVISIONNEL DE LA DETTE INTERIEURE POUR L'ANNEE 2007

3.1 – Souscriptions nettes :

Les souscriptions nettes réalisées à fin décembre 2006 se sont élevées à près de **7,3 MMDH,** en baisse de près de **27,3 MMDH** par rapport à l'année écoulée, soit **– 79%** (Cf. tableau 17 ci-dessous). Ce niveau des souscriptions nettes réalisé est le plus faible jamais atteint depuis plus de 5 ans. Il découle des excédents enregistrés dans le compte courant du Trésor suite à un meilleur comportement des recettes fiscales.

L'évolution de ces souscriptions nettes est passée par trois phases distinctes :

- Une première phase au cours des deux premiers mois de l'année 2006 marquée par un fort endettement additionnel net de près de **12,7 MMDH**.
- Une seconde phase qui a duré près de 8 mois consécutifs entre mars et octobre 2006, marquée par un désendettement net de **7,3 MMDH.**
- Une dernière phase de retour à l'endettement net de **3,5 MMDH** au cours des mois de novembre et décembre 2007.

Concernant les souscriptions nettes réalisées au titre des maturités à 5 ans et plus, ils ont atteint près de **11 MMDH** soit 61% du montant annoncé au marché au début de l'année 2006 (**18 MMDH)**

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Tableau 17: **Evolution mensuelle des souscriptions nettes**

	Encours	Souscriptions	Remboursements	Flux
Décembre 2004	223 904			
Janvier 05	229 913	12 032	6 023	6 009
Février 05	230 963	5 261	4 211	1 050
Mars05	228 471	1 885	4 377	-2 492
Avril 05	229 301	3 857	3 027	830
Mai 05	233 777	8 468	3 992	4 476
Juin 05	236 224	4 751	2 303	2 448
Juillet 05	238 196	3 541	1 569	1 972
Août 05	239 045	6 652	5 808	844
Septembre 05	245 804	12 258	5 500	6 758
Octobre 05	254 318	11 359	2 824	8 535
Novembre 05	255 378	6 040	4 979	1 061
Décembre 05	258 529	8 242	5 115	3 127
Total		**84 346**	**49 728**	**34 618**
Décembre 2005				
Janvier 06	265 786	12 800	5 541	7 259
Février 06	271 271	7 652	2 168	5 484
Mars 06	269 490	1 931	3 712	- 1 781
Avril 06	268 158	802	2 134	- 1 332
Mai 06	266 503	2 713	4 368	- 1 655
Juin 06	266 152	3 451	3 802	- 351
Juillet 06	266 152	952	951	1
Août 06	266 488	1 059	723	336
Septembre 06	263 992	401	2 898	- 2 497
Octobre 06	262 395	1 064	2 661	- 1 597
Novembre 06	265 307	4 766	1 854	2 912
Décembre 06	265 844	5 953	5 378	537
Total		**43 544**	**36 190**	**7 317**

3.2 – Echéancier prévisionnel :

Les charges prévisionnelles de la dette intérieure pour l'année 2007 (hors bons à six mois, 1 an SE et intérêts sur les dépôts) devraient s'élever à **55 040 MDH** contre **46 668 MDH** au titre de l'année précédente, soit une hausse de près de **18%**. Cette hausse résulte essentiellement d'une augmentation des charges en principal de 26%. Les charges en intérêts devant marquer une légère hausse.

Tableau 18 : Echéancier annuel prévisionnel de la dette intérieure :

	Principal	Intérêt	Total
Année 2007 (MDH)	39 828	15 210	55 040

La hausse des remboursements en principal de la dette intérieure concerne notamment la dette à moyen et long termes (5ans et plus) qui devrait augmenter de **13,6 MMDH.** Cet accroissement s'explique par l'augmentation des remboursements en principal au titre des maturités à **5 ans et 10 ans** pour des montants respectifs de **9 653 MDH** et **3 960 MDH**

Cette hausse de ces remboursements est attribuée aux éléments suivants :

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

i. ***La nature du remboursement :*** contrairement à la dette extérieure qui a un caractère amortissable (étalement annuel uniforme des amortissements), le remboursement de la dette intérieure se fait **in fine**, ce qui signifie que le montant total de l'encours d'une ligne donnée est remboursé en intégralité à la date d'échéance,

ii. ***La structure des souscriptions :*** la hausse enregistrée sur les remboursements au titre des maturités à 5 ans et 10 ans en 2007, comparée à 2006 tire son origine de la structure et des montants mobilisés au cours des années d'émission.

En effet, pour la maturité à 5 ans, les échéances en principal de 2006 et 2007 découlent des mobilisations réalisées au titre de cette maturité en 2001 et 2002. Ces mobilisations ont atteint en 2002 près de **22 572 MDH** soit 30% du montant total des souscriptions sur le marché des adjudications qui s'est établi à 75 909 MDH. D'autre part, les souscriptions réalisées en 2001 concernant la maturité à 5 ans ont atteint **12 919 MDH** avec une part de 22% des souscriptions totales de l'année sur ledit marché qui se sont élevées à 57 478 MDH.

Concernant la maturité à 10 ans, les échéances de 2006 et 2007 résultent des souscriptions de 1996 et 1997 au titre de cette maturité qui se sont élevées respectivement à **4 841** et **8 353MDH**. Cet écart provient essentiellement de la consolidation en 1997 du plancher d'effets publics en bons du Trésor à 10 ans pour un montant de 3 600 MDH.

Sur une échelle trimestrielle, les charges prévisionnelles de la dette intérieure à régler en 2007 devront s'étaler comme suit : 15 946 MDH pour le 1er trimestre, 15 814 MDH pour le second trimestre, 11 036 MDH pour le 3ème trimestre et 12 244 MDH pour le dernier trimestre, soit une répartition globalement uniformes sur les 4 trimestre de l'année.

Les prévisions des charges de la dette intérieure pour l'année 2007 ne tiennent pas compte des opérations de rachat ou d'échange qui pourront avoir lieu durant cette année (Cf. encadré 5 ci-dessous)

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Encadré 5 : Mise en place d'une gestion active de la dette intérieure et de la trésorerie publique

Dans le cadre du projet de modernisation et de développement du marché des valeurs du Trésor et d'optimisation de la gestion de la trésorerie publique, de nouvelles dispositions légales ont été introduites dans la loi des finances de 2007 pour permettre au Trésor de devenir un acteur actif du marché en recourant à une gestion active de la dette intérieure et de la trésorerie publique.

Gestion active de la dette intérieure :

L'augmentation des encours des titres émis par le Trésor à l'aide de la technique d'assimilation permet d'accroître la liquidité de ces titres sur le marché secondaire et contribuera par conséquent à réduire à terme le coût de financement du Trésor. De plus, cette liquidité des bons du Trésor sur le marché au comptant est indispensable pour supporter la liquidité des contrats à terme sur ces lignes en perspective de la création d'un marché à terme au Maroc.

Toutefois, cette augmentation des encours des titres souverains implique des remboursements conséquents pour le Trésor et donc une forte exposition de ce dernier aux risques de refinancement et de non remboursement. D'où, l'importance de mettre en place une gestion active de la dette intérieure à travers des opérations de rachats et d'échanges de bons du Trésor.

- ⇨ **Opérations de rachat des bons du Trésor sur le marché secondaire** : elles peuvent se faire de gré à gré ou par voie d'appel d'offres. Ce dernier type de rachat correspond, au fait, à une adjudication à l'envers. Il est généralement destiné à lisser l'échéancier de la dette afin d'éviter de trop fortes concentrations dans le profil d'amortissement des bons du Trésor. Quant aux rachats des titres de gré à gré, ils ont en général pour objectif de retirer du marché des lignes illiquides.
- ⇨ **Opérations d'échange de bons du Trésor** : elles correspondent à une substitution d'anciens titres par des nouveaux. Le recours à ce type d'opérations vise également le lissage de l'échéancier de la dette mais offre, en plus, aux investisseurs des opportunités de réinvestissement immédiat de leurs fonds.

Gestion active de la trésorerie publique:

Le nouveau contexte créé par l'entrée en vigueur de la nouvelle loi portant statuts de Bank Al- Maghrib et qui consacre la volonté de l'Etat de ne plus recourir aux avances de la banque centrale, impose la mise en place d'une gestion active de la trésorerie publique à travers le recours aux instruments suivants :

- ⇨ emprunts de fonds à très court terme (1 à 7 jours) sur le marché interbancaire pour couvrir des besoins imprévus ; et
- ⇨ placement des excédents du compte courant du Trésor, soit sur le marché interbancaire, soit sur le marché secondaire en prenant en pension des valeurs du Trésor.

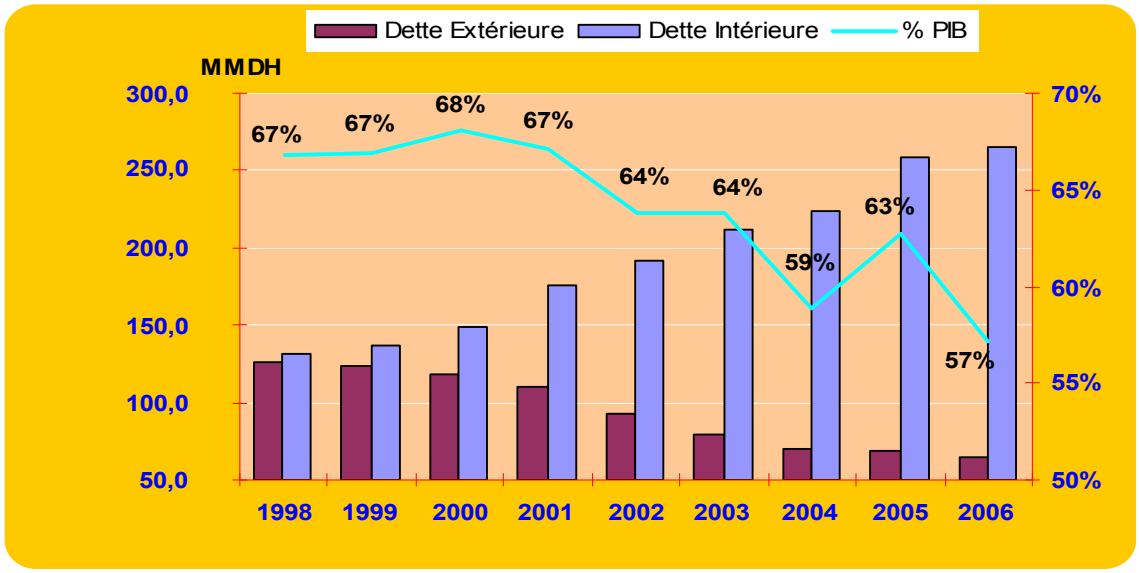
A noter que le recours à une gestion active de la dette intérieure et de la trésorerie publique constitue la phase d'amorçage d'un nouveau processus de modernisation des instruments d'intervention du Trésor sur le marché monétaire qui devrait aboutir à la mise en place, à court terme, d'une salle des marchés au sein de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures.

MFP
ces.gov.ma

4. DETTE DU TRESOR

Au terme de l'année 2006, le stock de la dette publique se chiffre à près de **330,3 MMDH,** soit une légère augmentation de près de 3 MMDH (moins de 1%)**.** Cette évolution s'explique par l'effet conjugué d'une augmentation de l'encours de la dette intérieure de **7,3 MMDH** et d'une baisse de l'encours de la dette extérieure de **4,5 MMDH.** Par rapport au PIB *(base 1998)*, ce stock représente **57%,** soit une baisse de 6 points par rapport à l'année précédente.

Depuis 1998, le ratio de la dette publique par rapport au PIB marque une baisse de **10 points** passant de **67%** en 1998 à **57%** en 2006 (Cf. graphique ci-après).



La hausse observée du stock de la dette publique entre les années 2004 et 2005 tient au caractère spécial de l'exercice budgétaire 2005 dans la mesure où les finances de l'Etat ont dû supporter des charges non récurrentes à savoir le financement de l'opération des départs volontaires à la retraite et l'opération de l'apurement des arriérés de l'Etat vis-à-vis de la CMR pour un montant cumulé de près de 21 MMDH.

Parallèlement à la baisse du poids de la dette du Trésor, il importe de signaler que les charges en intérêts nées de cette dette restent maîtrisées au niveau des finances de l'Etat dans la mesure où elles n'ont absorbé que 14,1% des recettes ordinaires contre 14,6% en 2005.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

5. DETTE INTERIEURE GARANTIE

L'encours de la dette intérieure garantie a atteint **11,5 MMDH** à fin décembre 2006 contre 12, 8 MMDH à fin décembre 2005, enregistrant ainsi une **baisse de 1,3 MMDH ou de 11%.**

Par rapport à la dette intérieure globale (dette du Trésor et dette garantie), la dette intérieure garantie ne représente que prés de 4**%** contre 5**%** à fin 2005.

La répartition de cet encours à fin décembre 2006 par maturité résiduelle fait ressortir une prépondérance de l'encours à long terme avec une part de **74%** de l'encours total contre **24%** pour l'encours à MT et 2% pour l'encours à CT, soit quasiment la même structure que celle observée en 2005.

Les remboursements nés de la dette intérieure garantie ont atteint, en 2006, **2,1 MMDH** dont **1,3 MMDH** au titre du principal et **813 MDH** au titre des intérêts avec un fléchissement respectif de 23,4% et 0,9% par rapport à l'année 2005.

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

- **Ratio dette intérieure garantie / PIB : 2%** enregistrant une baisse de 0,46 point relativement à l'année précédente ;

- **Durée de vie moyenne** à fin décembre 2006 : **5 ans et 11 mois**, en baisse de **4 mois** par rapport à fin 2005 (6 ans et 3 mois).

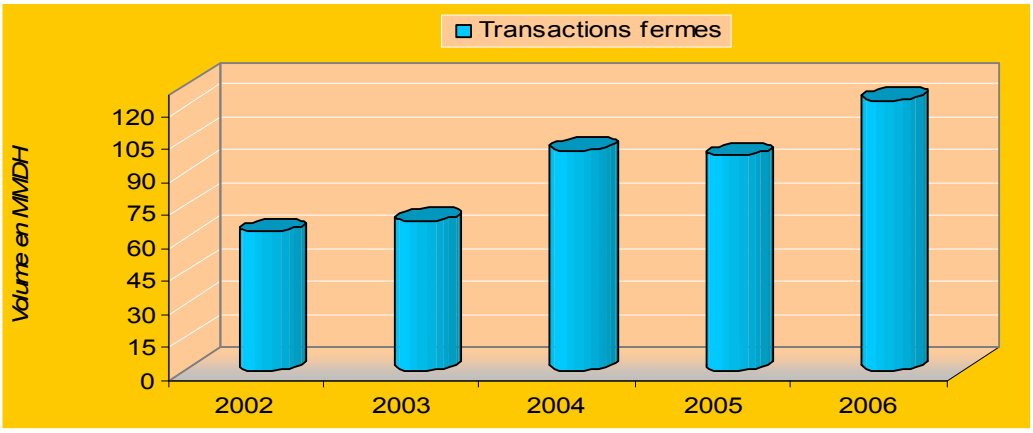
Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

6. MARCHE SECONDAIRE

6.1 - Volume des transactions :

Le volume des cessions fermes sur le marché secondaire des bons du Trésor a connu une hausse importante au cours de cette année s'établissant à **123 MM.DH** contre 98 MM.DH en 2005, soit une progression de 25,5%.

Graphique 11 : Evolution des opérations fermes sur le marché secondaire

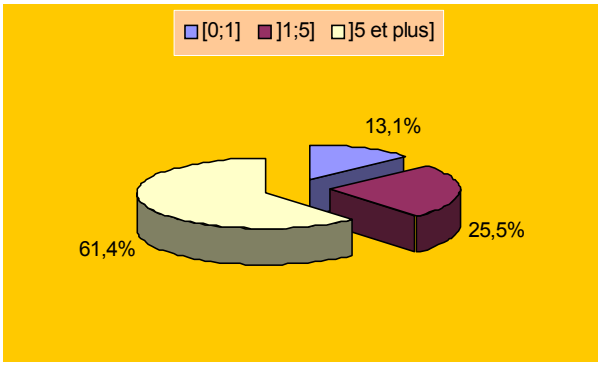


Pour sa part, le volume des transactions repo a accusé une baisse de 7% passant de **4 497 MM.DH** en 2005 à **4 184 MM.DH** en 2006. Tiré par cette baisse, le volume global des transactions (fermes et repo) sur le marché secondaire des bons du Trésor a reculé de 6% par rapport à l'année précédente revenant ainsi à **4 307 MM.DH** en 2006 contre 4 595 MM.DH en 2005.

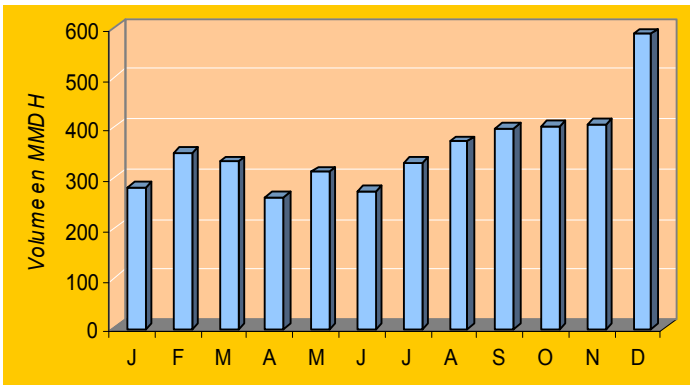
6.2 - Répartition des transactions :

Durant l'année 2006, les transactions fermes sur le marché secondaire ont porté essentiellement sur les maturités supérieures à 5 ans avec une part de 61,4%, suivies des maturités se situant entre 1 an et 5 ans (25,5%). Quant aux maturités inférieures à 1 an, ils ont enregistré une part de 13,1%. Cette répartition suit celle des levées du Trésor sur le marché primaire (61% LT, 21% MT et 18% CT) et reflète, dans un contexte baissier des taux d'intérêt, l'engouement des investisseurs pour les maturités moyennes et longues.

Répartition des transactions fermes par terme résiduel en 2006



Répartition mensuelle du volume traité sur le marché secondaire en 2006



Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Pour ce qui est de la répartition mensuelle des transactions en terme de volume, elle laisse apparaître que la meilleure performance a concerné le mois de décembre avec **587 MM.DH** alors que le volume le plus faible a été enregistré au cours du mois d'avril avec **261 MM.DH**. Sur une échelle trimestrielle, le marché secondaire a connu une activité plus intense au cours du quatrième trimestre 2006 où les volumes traités ont totalisé près de **1 395 MM.DH** soit **32%** de l'ensemble des transactions de l'année.

Concernant les opérations fermes, leur répartition mensuelle fait ressortir que le volume le plus élevé a été également enregistré au cours du mois de décembre avec **26,4 MM.DH** soit un volume quotidien moyen d'un milliard de dirhams.

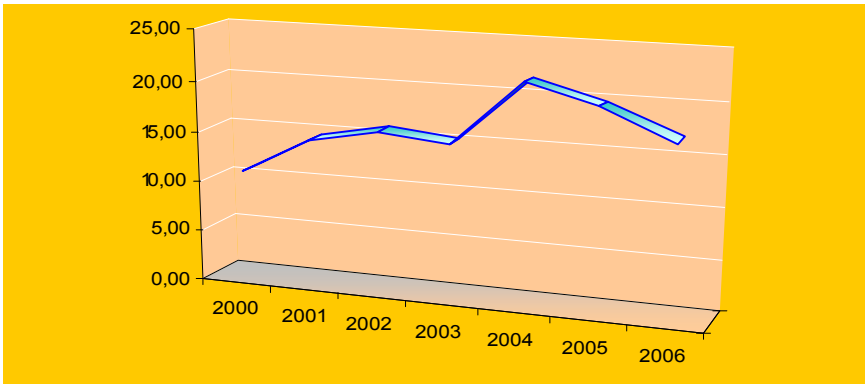
6.3 – liquidité du marché secondaire :

- Taux de rotation

Correspondant au rapport entre le volume des titres négociés sur le marché secondaire au cours d'une période donnée et l'encours moyen de ces titres au cours de la même période, le taux de rotation permet de mesurer l'intensité de l'activité sur le marché secondaire et donne une idée sur sa liquidité.

Ce taux s'est établi à **16,8** en 2006, ce qui signifie que la totalité de l'encours de la dette émise par adjudications a été échangée sur le marché secondaire près de 17 fois durant cette année.

Graphique 14 : Evolution du taux de rotation sur le marché secondaire

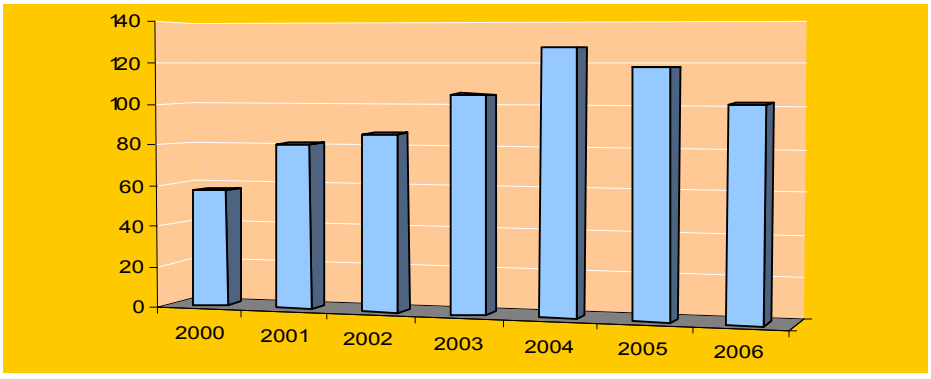


- Taille moyenne des opérations

Obtenue en divisant le volume global des transactions réalisées au cours d'une année par le nombre total des opérations de la même période, la taille moyenne des opérations permet de mesurer la capacité des intervenants d'exécuter une transaction sur un nombre important de titres et renseigne sur la profondeur du marché secondaire.

Le volume moyen des opérations sur le marché secondaire s'est établi à **102 M.DH** en 2006 contre 119 M.DH en 2005, soit une baisse de 14%.

Graphique 15 : Evolution de la taille moyenne des opérations sur le marché secondaire



Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

6.4 – participation des IVT :

Pour ce qui est de la participation des IVT aux transactions fermes, elle s'élève à **85 MM.DH**, soit le même volume qu'en 2005. Quant à leur part de marché, elle a significativement diminué passant de **89%** en 2005 à **68%** en 2006.

Source: DTFE/MFP
http://www.finances.gov.ma

Glossaire

Assimilation d'une émission
Il est possible d'assimiler à un emprunt, des émissions ultérieures présentant les mêmes caractéristiques (même date d'émission, même date de jouissance, même date d'échéance, même taux). Les émissions consécutives ont donc la même échéance et portent intérêt au même taux que la tranche d'emprunts à laquelle elles sont rattachées.
L'assimilation d'emprunts présente deux avantages : réduire les frais de gestion et surtout augmenter la liquidité et donc la négociabilité de ces emprunts sur le marché secondaire.

Back office
Constitue le secteur administratif et comptable de la salle des marchés. Il enregistre les transactions, informe les clients (entreprises ou institutions), effectue le règlement et la livraison des titres, gère le versement des dividendes des actions et des intérêts des obligations. Il vérifie également la position des comptes et rapproche les résultats comptables avec les résultats de gestion.

Pour le cas d'un Trésor, le Back office s'occupera de l'enregistrement, de la transmission des ordres de paiement ainsi que de la prise en charge des avis de crédit et de débit émanant de la banque centrale. Il s'occupera également de la vérification des caractéristiques des opérations en question avec les contreparties, de la production de diverses statistiques et de la communication des résultats aux agences de diffusion des informations financières.

Bons du Trésor
Titres émis par le Trésor pour couvrir ses besoins de financement. Ces bons représentent une dette sur le Trésor et donnent droit à une rémunération à taux fixe.

Bons du Trésor à six mois :
Ce sont des émissions du Trésor, à guichet ouvert, réservés aux personnes physiques qui ont une échéance de six mois. Le montant nominal de chaque bon est de 1000 DH. Leur taux de rémunération est déterminé pour chaque trimestre sur la base du taux moyen pondéré des bons à 26 semaines souscrits par adjudication au cours du trimestre précédent majoré de 25 points de base.

Bons à 1 an socio-économique :
Ce sont des bons émis par le Trésor dont le produit est destiné au financement des programmes socio-économiques notamment l'habitat économique. Les banques sont tenues de conserver cette catégorie de bons dans leur portefeuille à hauteur de 1% de leurs exigibilités telles que définies par Bank-Al-Maghrib. Depuis avril 2004, leur taux de rémunération annuel est égal au taux moyen pondéré des bons du Trésor à 52 semaines émis par voie d'adjudication au cours de l'année précédente majoré de 25 points de base. Les intérêts relatifs à ces bons sont payables à la souscription.

Bons du Trésor à Très Court Terme
Les bons à Très Court terme sont des titres d'une durée qui varie entre 7 jours et 45 jours.

Bons du Trésor à Court Terme
Les bons à Court terme sont les titres de maturité à 13 semaines, 26 semaines et 52 semaines.

Bons du Trésor à Moyen Terme
Les Bons à Moyen Terme sont des titres de maturité à 2 ans et 5 ans.

Bons du Trésor à Long Terme
Les bons à long Terme sont des titres de maturité à 10 ans et 15 ans.

Bons du Trésor à Très Long Terme
Les bons à très long Terme sont des titres de maturité à 20 ans et à 30 ans.

Bons émis par adjudication
Ce sont des bons émis par le Trésor par voie d'appel d'offre selon la technique dite à la hollandaise ou à prix demandé. Les soumissionnaires présentent plusieurs offres à des prix différents pour une ou plusieurs types de maturités concernés par l'adjudication. Sur la base du montant global de l'émission, chaque soumissionnaire est servi au prix qu'il a offert, dès lors que celui-ci est supérieur ou égal au prix limite retenu par le Trésor.
Les bons du Trésor sont inscrits en compte courant de titres auprès du Dépositaire Central (Marclear) au nom des établissements dont les offres ont été retenues. Voir Marclear.

Ces bons ont une valeur nominale unitaire de 100.000 dirhams et sont émis pour des échéances à (13, 26 et 52 semaines, 2 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans et 20 ans). Ces bons peuvent également être émis pour les maturités à très court terme (entre 7 jours et 45 jours).

D'autre part, ces bons peuvent être émis par assimilation sur des émissions antérieures. Voir assimilation d'une émission.

Compte capital
Les bons émis en compte capital sont des emprunts à 5 ans réservés aux personnes résidant habituellement à l'étranger et possédant dans une banque inscrite au Maroc des disponibilités en dirhams non transférables au regard de la réglementation des changes.

Courbe de taux de rendement
Relation entre les taux de rendement et les dates d'échéance. Cette courbe est souvent ascendante en fonction de la date d'échéance, les investisseurs exigeant un rendement plus élevé s'ils engagent leurs fonds à plus long terme.

Créancier
Organisme ou entité qui fournit de l'argent ou des ressources et qui doit être remboursé(e) dans les conditions prévues par un accord de prêt.

Gisement d'une ligne
Encours ou montant global de cette ligne (voir ligne du Trésor).

Dette intérieure
Dette émise sur le marché intérieur en dirhams.

Durée de vie moyenne de la dette intérieure
C'est un indicateur qui mesure à une date donnée l'échéance moyenne de toutes les émissions du Trésor non échues à cette date.

Echange des bons du Trésor
Les opérations d'échange correspondent à une substitution d'anciens bons du Trésor par des nouveaux. Ces opérations se traduisent par la réalisation, simultanément, d'un rachat, sur le marché secondaire, de bons du Trésor émis antérieurement et à l'émission au profit du détenteur des bons rachetés de nouveaux bons du Trésor en remplacement des bons rachetés.

Echéance
Le terme "échéance" est utilisé pour désigner l'ensemble de la période sur laquelle s'étalent les paiements (de principal, d'intérêts et de commissions).

Echéance résiduelle
L'échéance résiduelle d'un bon par rapport à une date donnée désigne la durée entre le dernier paiement de ce bon et cette date.

Echéancier
Désigne une série de paiements à effectuer en vertu du contrat de prêt jusqu'à l'extinction de la dette. Voir *service de la dette*.

Emetteur
Désigne l'organisme qui a lancé l'emprunt obligataire.

Emissions atypiques
Ou (lignes assimilées sur des lignes futures) désigne les émissions dont la première période de coupon est irrégulière. Pour les émissions de plus d'un an, le premier coupon a une période supérieure aux autres coupons dont la période correspond à une année.

Emplois obligatoires
Ces sont des émissions du Trésor auxquelles les banques ont l'obligation de souscrire. Après la suppression progressive des emprunts au titre du plancher d'effet public, le seul emploi obligatoire restant est l'emprunt à 1 an émis dans le cadre du financement du programme socio-économique. Voir bons à 1 an socio-économique.

Emprunt National
L'émission de l'emprunt national se faisait trimestriellement et portait sur les maturités à 1 an, 3 ans et 5 ans. Leur taux était fixé par arrêté du Ministre des Finances. La dernière émission au titre de cet emprunt remonte à 1999.

Encours de la dette
Correspond au capital restant dû à une date donnée au titre de tous les emprunts émis et non échus à cette date.

Facilité de dépôt des banques
Les banques peuvent recourir, à leur initiative, à la facilité de dépôt à 24 heures de Bank-Al-Maghrib afin de placer leurs excédents à des taux pré-établis. Cet instrument a été mis en place par Bank-Al-Maghrib au début de l'année 2004 avec comme taux de rémunération 2,25%.

FCP
Le Fonds Commun de Placement (FCP) est une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités. Les parts sont émises et rachetées à tout moment et sont représentatives des valeurs mobilières détenues dans leur portefeuille. La valeur de chaque part d'un FCP représente une fraction de l'actif net total. Le capital initial d'un FCP ne peut être inférieur à 1 Mdh.
Contrairement aux Sicav, les FCP n'ont pas de personnalité morale.

Front office
C'est l'interface avec le marché et constitue la place où sont effectuées les opérations financières. C'est là que travaillent les négociateurs, généralement regroupés par activité.
Dans le cas d'un Trésor public, ce service s'occupera de la gestion de la dette et de la trésorerie publique. A lui, incombent les adjudications régulières, les rachats de dette et les opérations de trésorerie (emprunt et placement ; prise et mise en pension des bons du Trésor).

Gestion active de la dette
Correspond à la mise en place de l'ensemble des instruments et moyens qui concourent à une gestion plus efficiente de la dette publique après son émission. Cette gestion repose, dans le cas de la dette intérieure, sur la réalisation, entre autres, d'opérations de rachat et d'échange des bons du Trésor (voir encadré 6 relatif à la mise en place d'une gestion active de la dette intérieure et de la trésorerie publique).

Intermédiaire en Valeur du Trésor

Les intermédiaires en valeurs du Trésor(IVT) sont des établissements sélectionnés par le Trésor qui s'engagent au terme d'une convention d'assurer l'animation des deux compartiments du marché, primaire et secondaire, et de jouer le rôle de conseiller du Trésor en matière de modernisation du marché. Les (IVT) peuvent proposer lors des séances d'adjudications des offres non compétitives (voir ONC). Les établissements bénéficiant de ce statut sont la BCP, BCM, BMCE, BMCI, CDG, Médiafinance et WAFABANK.

Ligne du Trésor
Ensemble des titres présentant les mêmes caractéristiques à savoir le même taux et les mêmes dates de jouissance et d'échéance.

Liquidité
Facilité avec laquelle un actif ou un placement peut se transformer en espèces.

Marché primaire
Marché où les titres sont émis pour la première fois.

Marché secondaire
Marché sur lequel les titres sont achetés et vendus après avoir été émis sur le marché primaire.
Le marché est dit secondaire parce que les titres sont transmis à de "seconds" porteurs.
Le marché secondaire des bons émis par adjudication a été crée en 1996 et c'est un marché de gré à gré.

Maturité
Intervalle de temps séparant une obligation de sa date de remboursement.

Maroclear
Le dépositaire central dénommé Maroclear est une société anonyme qui assure notamment la conservation et la gestion administrative des titres du Trésor.

Middle office
A un rôle de contrôle et de supervision des opérations effectuées par le Front office. Il vérifie ainsi la conformité des opérations effectuées avec les règles définies par la salle des marchés et assure un suivi des risques (risque marché, risque crédit). Le Middle Office détermine également les résultats de la salle des marchés et se charge du calcul des pertes et profits (P&L : Profit and Lost) de la salle.

Pour le cas d'un Trésor, le Middle office va élaborer la stratégie de gestion de la dette et de la trésorerie, il va suivre et évaluer les risques de crédit et de marché, définir et mettre en place les procédures de contrôle.

ONC
Tout intermédiaire en valeurs du Trésor peut présenter, lors d'une séance d'adjudication, des offres non compétitives dans la limite d'un montant arrêté sur la base d'un coefficient d'attribution calculé en fonction de sa participation aux séances d'adjudications compétitives du trimestre précédent portant sur les titres de même maturité. Ce coefficient d'attribution calculé trimestriellement par Bank-Al-Maghrib. Les soumissions aux offres non compétitives sont exprimées lors de la même séance d'adjudication et satisfaites par le Trésor à hauteur d'un maximum de 20% du volume adjugé par type de maturité dont 50% sont servis au taux ou au prix moyen pondéré et 50% au taux ou au prix limite. Ces souscriptions non compétitives, hors concurrence, constituent le principal avantage octroyé exclusivement aux Intermédiaires en Valeurs du Trésor.

OPCVM
O.P.C.V.M. signifie : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.
Ces organismes ont été institués en 1993, et ont pour objet la gestion de portefeuille de titres et de liquidités. Il en existe deux types à savoir les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (Fonds communs de placement). Voir SICAV et FCP.
Les OPCVM peuvent être classés selon la politique de placement : ainsi on distingue les OPCVM actions dont le portefeuille doit être investi en actions à hauteur de 60% minimum, les OPCVM obligations dont le portefeuille ne doit pas comporter plus de 10% d'actions et les OPCVM diversifiés dont le portefeuille est composé d'actions, d'obligations et de titres du marché monétaire et autres titres de créances à court terme.

Pension
C'est l'opération par laquelle une personne morale cède en pleine propriété à une autre personne morale des valeurs, titres ou effets et où le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, le second à les rétrocéder à un prix et à une date convenus. Ainsi, tout contrat de pension met en relation deux parties distinctes :

i. Le cédant qui s'engage irrévocablement à reprendre les valeurs données en pension ;

ii. Le cessionnaire qui s'engage irrévocablement à rétrocéder lesdites valeurs au cédant en contrepartie d'une rémunération payée par le cédant.

Point de base
Expression utilisée pour désigner l'écart de rendement des obligations. Un point de base représente un centième pour cent. Ainsi, si l'obligation X a un rendement de 11,50 % et l'obligation Y, un taux de rendement de 11,75 %, la différence est de 25 points de base.

Rachat des bons du Trésor
Les opérations de rachat consistent à racheter, sur le marché secondaire, des bons du Trésor émis antérieurement. Ces opérations sont généralement assimilées à des remboursements par anticipation de la dette.

Rapport de la dette au PIB
Mesure le poids de la dette publique en pourcentage du produit intérieur brut du Maroc. Cet indicateur donne une idée de l'ampleur de la dette par rapport à l'économie et de la capacité d'endettement et de remboursement du pays.

Ratio de couverture de la demande
Le ratio de couverture de la demande est le rapport entre les soumissions effectuées lors des séances d'adjudications des valeurs du trésor et les souscriptions ou les offres acceptées.

Reprise de liquidités hebdomadaires
Depuis janvier 2004, Bank-Al-Maghrib a institué les opérations de reprise de liquidité hebdomadaires au profit des banques. Ces opérations s'effectuent à l'initiative de Bank-Al-Maghrib, chaque mercredi, et ont une durée de sept jours. Les soumissions se font par voie d'appel d'offres hebdomadaires à taux variable.

Salle des marchés
Les salles des marchés sont des lieux permettant aux banques ou à d'autres entités qui en sont dotées d'intervenir sur les marchés financiers. En général, ces salles comprennent trois pôles qui gouvernent leur bon fonctionnement : (1) Le Front office, (2) le Middle office et (3) le Back office.

Service de la dette
Tous paiements effectués au titre du remboursement du principal d'un prêt, des intérêts et des commissions d'engagement. Le service "réel" de la dette est le montant effectivement payé pour amortir une dette.

Sicav
Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) est une société anonyme qui a pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et de liquidités, dont les actions sont émises et rachetées à tout moment à la demande de tout souscripteur ou actionnaire à un prix déterminé dit valeur liquidative. Le capital initial d'une SICAV ne peut être inférieur à 5 Mdh. Les souscripteurs n'ont pas le droit préférentiel de souscription aux actions nouvelles en cas d'augmentation de capital.

Souscriptions
Montants des offres soumissionnées lors des séances d'adjudications des valeurs du Trésor et retenues par l'Emetteur (Trésor).

Taux de rendement
Le taux de rendement d'un bon à une date donnée correspond au taux annuel qui, à une date donnée, égalise à ce taux et à intérêts composés, les valeurs actuelles des montants à verser et des montants à recevoir. La date donnée est dite date de calcul.

Terme résiduel
Voir échéance résiduelle**.**