

المملكة المغربية



وزارة الاقتصاد والمالية

مشروع قانون
المالية لسنة
2014

التقرير السنوي
للدین

<http://www.finances.gov.ma>

شارع محمد الخامس، الحي الإداري، الرباط - المغرب

الهاتف : 01 537 67 72 (0) (00212) الفاكس : 30 537 67 75 (0) (00212)

وزارة الاقتصاد و المالية
مديرية الخزينة و المالية الخارجية
قطب الدين

شارع محمد الخامس، الحي الإداري، شالة، الرباط

الهاتف: (212) 54 73 67 37 5 / 55 - (212) 72 75 67 37 5 - (212) 73 73 67 37 5

الفاكس: (212) 32 75 67 37 5 - (212) 83 75 67 37 5

الفهرس

مهام قطب الدين	
سياسة إصدار سندات الخزينة	
الأرقام الأساسية	6
تمهيد	12
المناخ الدولي	14
أسس إستراتيجية تمويل الخزينة	18
تمويل الخزينة خلال سنة 2012	21
بنية دين الخزينة	32
التدبير النشيط لدين الخزينة	48
الدين الخارجي العمومي	52
السوق الثانوية لسندات الخزينة	61
التدبير النشيط لمالية الخزينة	67
تدابير الإصلاح المنجزة خلال سنة 2012	72
ملحق إحصائيات الدين	75

مهام قطب الدين



طبقا لاختصاصات مديرية الخزينة والمالية الخارجية، المحددة في المرسوم رقم 2-07-995 الصادر بتاريخ 23 شوال 1429 (23 أكتوبر 2008) والمتعلق باختصاصات وهيكلية وزارة الاقتصاد والمالية، تتمثل المهام الرئيسية لقطب الدين في :

- تقديم جميع الاقتراحات وإنجاز جميع الدراسات المتعلقة بسياسة تدبير الدين،
- إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي والسوق المالي الدولي وتدبير مالية الخزينة،
- إعداد سياسة وإستراتيجية الخزينة المتعلقة بالتمويلات الخارجية،
- تدبير دين الخزينة ووضع إستراتيجية إعادة هيكلية الدين الخارجي وكذا مركزة المعطيات المتعلقة بالدين العمومي.

من أجل القيام بهذه المهام، يسهر قطب الدين على:

- إعداد ووضع إستراتيجية تمويل الخزينة وتدبير الدين العمومي،
- إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي،
- إصدار سندات في السوق المالي الدولي،
- إعطاء أوامر بصرف تحملات دين الخزينة وضمان سدادها في الآجال المحددة،
- تتبع الدين المضمون وتفعيل ضمانات الدولة عند الضرورة،
- تحليل وتتبع وتدبير المخاطر المرتبطة بمحفظة دين الخزينة،
- التدبير النشط للدين الداخلي و الدين الخارجي للخزينة خصوصا من خلال القيام بعمليات شراء وتبادل سندات الخزينة واللجوء لعمليات مقايضة العملات وأسعار الفائدة وكذا عن طريق عمليات تحويل الديون إلى استثمارات عمومية وخاصة ومعالجة الديون ذات أسعار فائدة مرتفعة،
- التدبير النشط لمالية الخزينة،
- تتبع نشاط وسطاء قيم الخزينة في السوق الثانوي لسندات الخزينة،
- تتبع تطورات السوق المالي الدولي،
- إدخال الإجراءات والإصلاحات اللازمة لتطوير سوق سندات الخزينة،
- تتبع العلاقات مع المستثمرين الأجانب في سندات الخزينة وكذا وكالات التنقيط الدولية،
- إعداد ونشر إحصائيات الدين العمومي.

سياسة إصدار سندات الخزينة في السوق الداخلي



انتظام

- إصدار سندات ذات آجال 13 و 26 و 52 أسبوع وستين كل ثلاثاء
- إصدار سندات ذات آجال 5 و 15 و 20 سنة الثلاثاء الثاني من كل شهر
- إصدار سندات ذات آجال 10 و 15 و 30 سنة آخر ثلاثاء من كل شهر

شفافية

- معلومات متوفرة للمستثمرين عبر التقارير الدورية والسنوية و موقع وزارة المالية على الانترنت.
- اجتماعات شهرية مع وسطاء سندات الخزينة.
- اجتماعات فصلية مع جمعية شركات التدبير وصناديق الاستثمار.

عصرنة

مسار متواصل للإصلاحات:

- 1989 : إنشاء سوق المزادات الخاص بسندات الخزينة.
- 1993 : تأسيس مجلس القيم المنقولة.
- 1996 : إنشاء السوق الثانوية وتعيين وسطاء سندات الخزينة.
- 1997 : تأسيس الوديع المركزي للسندات.
- 1998 : إدخال تقنية الإصدارات عبر المماثلة.
- 2000 : إصدار سندات الخزينة ذات أمد 20 سنة.
- 2004 : تبني القانون المتعلق بعمليات الاحتفاظ.
- 2006 : إصدار سندات الخزينة ذات أمد 30 سنة.
- 2007 : الرفع من مخزون الخطوط ذات الأمد الطويل والمتوسط إلى 5 مليار درهم.
- 2009 : الشروع في استعمال نظام الإرسال الإلكتروني للمزادات.
- 2010 : إصدار الخطوط المرجعية ذات أمد 5 و 10 سنوات.
- 2010 : إنشاء قطب الدين المكلف بتدبير الدين الداخلي والدين الخارجي.

التدبير النشط للدين والخزينة العمومية

- 1996 : بداية التدبير النشط للدين الخارجي.
- 2004 : القيام بأول عملية مقايضة أسعار الفائدة مع البنك الدولي.
- 2008 : وضع الإطار القانوني لعمليات التدبير النشط للدين الداخلي و مالية الخزينة.
- 2009 : توقيع اتفاقية بين وزارة الاقتصاد و المالية و بنك المغرب المتعلقة بالتدبير النشط لمالية الخزينة.
- 2010 : القيام بأولى عمليات التدبير النشط لمالية الخزينة.
- 2011 : القيام بأولى عمليات التدبير النشط للدين الداخلي.

الأرقام الأساسية



* حجم الدين حسب سعر السوق المالي الدولي في 12/31 لكل سنة.
ملاحظة : سعر صرف الأورو مقابل الدرهم المتخذ هو 11,1065 سنة 2011 و 11,1475 سنة 2012.

2012	2011	دين الخزينة	
بمليون درهم			
61 501	46 369	الاكتتابات الصافية	الاكتتابات الصافية
19 915 %10,2	18 143 %9,6	تحميلات الفوائد نسبة إلى الموارد العادية	تحميلات الدين
%4,5 5 سنوات و 7 أشهر %16	%4,5 5 سنوات و 6 أشهر %14	التكلفة المتوسطة للدين المدة الزمنية المتبقية للسداد حصة الدين القصير الأمد	مؤشرات التكلفة و المخاطر

2012	2011	الدين الداخلي للخزينة	
بمليون درهم			
46 252	39 090	الاكتتابات الصافية	الاكتتابات الصافية
16 591 %8,5	15 099 %8,0	تحميلات الفوائد نسبة إلى الموارد العادية	تحميلات الدين
%4,79 %4,08 4 سنوات و 8 أشهر %18	%4,84 %3,75 4 سنوات و 11 شهرا %16	التكلفة المتوسطة للدين سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار المدة الزمنية المتبقية للسداد حصة الدين القصير الأمد	مؤشرات التكلفة و المخاطر

2012	2011	الدين الخارجي للخزينة	
		بمليون درهم	
15 249	7 279	الاكتتابات الصافية	الاكتتابات الصافية
3 324 %1,7	3 037 1,6%	تحميلات الفوائد نسبة إلى الموارد العادية	تحميلات الدين
%3,3 8 سنوات و 5 أشهر	%3,3 7 سنوات و 6 أشهر	التكلفة المتوسطة للدين المدة الزمنية المتبقية للسداد	مؤشرات التكلفة و المخاطر

2012	2011	الدين الخارجي العمومي	
		بمليون درهم	
23 774	13 667	الاكتتابات الصافية	الاكتتابات الصافية
6 165 %5,3	5 667 %4,8	تحميلات الفوائد نسبة إلى المداخل الجارية لميزان الأداءات	تحميلات الدين
%3,3 8 سنوات و 4 أشهر	%3,3 7 سنوات و 10 أشهر	التكلفة المتوسطة للدين المدة الزمنية المتبقية للسداد	مؤشرات التكلفة و المخاطر

2012	2011	سوق المزادات
248,8 مليار درهم	557,4 مليار درهم	حجم العروض
120,3 مليار درهم	103,5 مليار درهم	اكتتابات الخزينة
2,1 مرات	5,4 مرات	تغطية الإصدارات

2012	2011	السوق الثانوية لسندات الخزينة
142 مليار درهم	188 مليار درهم	حجم المعاملات الباتة
%35	%53	معدل دوران سندات الخزينة
99 مليون درهم	106 مليون درهم	الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة

عمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخرينة



عمليات الإستحفاظ	عمليات التوظيف في السوق القائمة ما بين البنوك	
209	76	العمليات المنجزة
3 064 مليون درهم	1 268 مليون درهم	الحجم المتوسط الموظف في اليوم
2,86%	3,26%	سعر الفائدة المتوسط



على غرار السنة الماضية، تم تمويل الخزينة خلال سنة 2012 في ظروف صعبة سواء على المستوى الدولي أو المستوى المحلي.

فعلى الصعيد الدولي، أثر تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي واستمرار أزمة الديون السيادة بمنطقة اليورو وكذا السياق الجيواستراتيجي الإقليمي المتذبذب بشكل سلبي على الأسواق المالية كما ساهمت هذه العوامل في تشديد شروط تمويل البلدان المحيطة في منطقة اليورو وكذا الدول الناشئة.

أما على الصعيد الوطني، فقد تميز سوق الدين الداخلي طوال سنة 2012 بعدم وضوح الرؤية لدى المستثمرين فيما يخص تطور حاجيات تمويل الخزينة وذلك في سياق تفاقم عجز الميزانية والحساب الجاري لميزان الأداءات. كما أن تأخر المصادقة على قانون المالية إلى أواخر شهر ماي 2012 وتفاقم عجز السيولة البنكية، ساهما في خلق وضعية من الانتظار والحذر لدى جل المستثمرين والمتدخلين في السوق الداخلي، مما أدى إلى انخفاض الطلب على سندات الخزينة مقابل تزايد مهم للحاجيات التمويلية للخزينة وارتفاع مطرد لمعدلات الفائدة.

أمام هذه الصعوبات، ارتكزت إستراتيجية التمويل المتبعة من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية على اليقظة والتتبع المستمر للأسواق المالية معتمدة على ثلاث دعائم رئيسية :

1. التحكم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية بغية التخفيف من حدة الضغط على الموارد المالية الوطنية وتجنب مزاحمة القطاع الخاص وكذا من أجل الرفع النسبي من احتياطات العملة الصعبة ،

2. اللجوء إلى تدبير دقيق لمالية الخزينة،

3. مواصلة التدبير النشط للدين الخارجي بغية التخفيف من المخاطر المالية المرتبطة بمحفظة دين الخزينة عبر تقريب بنية محفظة هذا الدين من المحفظة المعيارية.

وفي هذا الإطار، تم القيام خلال سنة 2012 بمجموعة من الإجراءات أهمها:

- ملاءمة السياسة التمويلية للخزينة مع معطيات السوق الداخلي من خلال تركيز الإصدارات على الأجل القصيرة والمتوسطة بغية الاستجابة لعروض المستثمرين والتي همت بالأساس هاته الأجل ،

- إصدار ناجح لسندات بالسوق المالي الدولي في 5 دجنبر 2012 بقيمة 1.5 مليار دولار على شطرين. الشطر الأول بقيمة مليار دولار وعلى فترة سداد تمتد لأجل 10 سنوات وهامش فائدة يعادل 275 نقطة أساس ومعدل عائد قدره 4,346%، والشطر الثاني بقيمة 500 مليون دولار وعلى مدى 30 سنة وهامش فائدة يعادل 290 نقطة أساس ومعدل عائد قدره 5,677% ،

- اللجوء إلى إصدار سندات الخزينة ذات أمد جد قصير بمبلغ إجمالي يقدر ب 25 مليار درهم أي حوالي 21% من حجم الإصدار السنوي ،

- القيام بعمليات قروض بالسوق القائمة بين البنوك من أجل سد خصاص آني للخزينة بمبلغ إجمالي ناهز 50,9 مليار درهم سنة 2012 ،
- إنجاز عملية تبادل للعملات من الدولار إلى اليورو همت الشطر الأول للسندات التي تم إصدارها في السوق المالي الدولي في 5 دجنبر 2012 بقيمة مليار دولار وفترة سداد 10 سنوات ،
- مواصلة عمليات تحويل الديون إلى استثمارات عمومية خصوصاً مع دولتي إيطاليا و إسبانيا حيث تم تحويل مبلغ 75,3 مليون درهم من الديون إلى استثمارات عمومية.

المناخ الدولي

المناخ الدولي

اتسمت سنة 2012 باستمرار أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو بالرغم من تضائل أثارها ابتداء من الشطر الثاني من السنة. كما اتسمت أيضا بتباطؤ النمو الاقتصادي العالمي و تزايد الشكوك حول سياسة التقشف المالي. وعرفت السوق المالية الدولية خلال هذه السنة استمرار المحادثات حول سياسة الميزانية في الولايات المتحدة الأمريكية إضافة إلى اتخاذ عدة إجراءات من طرف البنوك المركزية من أجل مواجهة آثار انكماش النمو الاقتصادي.

وقد شهدت بداية السنة ارتفاعا في مستويات تجنب المجازفة خصوصا في أوروبا في سياق اتسم بتزايد المخاوف بشأن الوضع المالي في إيطاليا وإسبانيا وكذلك إمكانية خروج اليونان من منطقة اليورو بعد فشل المفاوضات لتشكيل الحكومة الجديدة. وقد أدت هذه المخاوف إلى ارتفاع مهم في معدلات فائدة السندات التي بلغت مستويات قياسية، حيث بلغت معدلات سندات الخزينة الإسبانية لعشر سنوات 7,62% في يوليو 2012 مقارنة بمعدل جد منخفض للسندات الألمانية حيث بلغ 1,16% أي بفارق 646 نقطة أساس. وبشكل عام، فقد عرف منحى معدلات سندات البلدان المحيطة في منطقة اليورو ارتفاعا ملحوظا نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة القصيرة الأمد، حيث بلغ معدل فائدة السندات الإسبانية ذات أجل سداد سنتين ذروته مسجلا بذلك 6,7% خلال شهر يوليو 2012.

كما ساهم استمرار سياسة التقشف و تدهور سوق الشغل في البلدان المحيطة في انكماش النمو الاقتصادي نتيجة الصعوبات التي واجهتها هاته الدول من أجل الحفاظ على التزاماتها المتعلقة أساسا بالحد من العجز في ميزانياتها. فعلى عكس ألمانيا التي حققت نموا اقتصاديا إيجابيا، بقيت إسبانيا و إيطاليا تعانيان من الركود الاقتصادي وذلك منذ الشطر الثاني من سنة 2011.

وشكل نمو البطالة عاملا سلبيا آخر حيث شهدت المنطقة تدهورا في سوق الشغل تمثل في ارتفاع معدل البطالة والذي انتقل من 10,8% في بداية السنة إلى 11,9% في نهاية شهر دجنبر، مع وجود تباين واضح بين دول المنطقة. فبينما عرف معدل البطالة في ألمانيا انخفاضا طفيفا من 5,6% إلى 5,4%، ارتفعت البطالة بشكل قياسي في بعض الدول المحيطة (26,5% في إسبانيا).

في ظل اشتداد أزمة الديون السيادية والشلل الشبه التام الذي عرفته السوق القائمة بين البنوك، قام البنك المركزي الأوروبي (BCE) في يوليو 2012 بخفض سعر فائدته الرئيسي ب 25 نقطة أساس، ليبلغ 0,75% وهو أدنى مستوى له منذ نشأة البنك. كما تم الإعلان عن سلسلة من الإجراءات غير التقليدية بهدف خفض معدلات الفائدة على السندات الحكومية والتي بلغت مستويات جد مرتفعة، الشيء الذي لا يعكس الأسس الاقتصادية لهاته البلدان.

وهكذا، وبعد اعتماد عمليات التوزيع اللامحدود للسيولة (في إطار عمليات التمويل الطويلة الأمد- VLTRO)، قام البنك المركزي الأوروبي بإنشاء أداة جديدة وهي عمليات شراء السندات أو ما يطلق عليها اسم (المعاملات النقدية الصريحة - OMT).

ويتضمن هذا البرنامج عمليات شراء غير محدودة لديون ذات أمد قصير ومتوسط (من 1 إلى 3 سنوات) في السوق الثانوية وذلك بهدف دعم بلدان المنطقة التي تواجه بعض الصعوبات. وعلى الرغم من الإعلان رسمياً عن هاته العمليات في شهر شنتبر، إلا أن تأثيرها الإيجابي على الأسواق لوحظ ابتداء من نهاية شهر يوليو.

وقد مكن تنفيذ هذه العمليات، التي تمت مواكبة مع تصريحات رئيس البنك المركزي الأوروبي الذي أشار إلى أنه سيقوم خلال ولايته بكل ما يلزم للحفاظ على اليورو، من طمأنة السوق الدولية وخفض معدلات سندات البلدان المحيطة بما فيها إسبانيا وإيطاليا والتي تمكنت من العودة إلى نسب ملائمة.

أما فيما يخص الولايات المتحدة الأمريكية، فقد عمد البنك الاحتياطي المركزي (FED) إلى تبني سياسة الشفافية عبر إعلانه عن إبقاء معدلات فوائده في نفس المستوى وذلك حتى منتصف عام 2015 مع تحديد نسبة للتضخم في مستوى لا يزيد عن 2.5% ومعدل للبطالة أقل من 6.5%. كما لجأ البنك الاحتياطي المركزي إلى اتخاذ إجراءات واسعة النطاق مقارنة مع باقي البنوك المركزية وذلك لتعزيز النمو في الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تخفيف الشروط النقدية من خلال اتخاذ تدابير غير تقليدية مثل الرفع من حجم ميزانيتها. وقد شملت هذه التدابير تمديد عملية تويست (Twist) والتي تهدف إلى بيع الأوراق المالية ذات أمد قصير وشراء أخرى ذات آجال طويلة، بمبلغ إضافي قدره 267 مليار دولار أمريكي إضافة إلى إطلاق البرنامج الثالث لشراء الأوراق المالية عبر عملية التيسير النقدي (QE3).

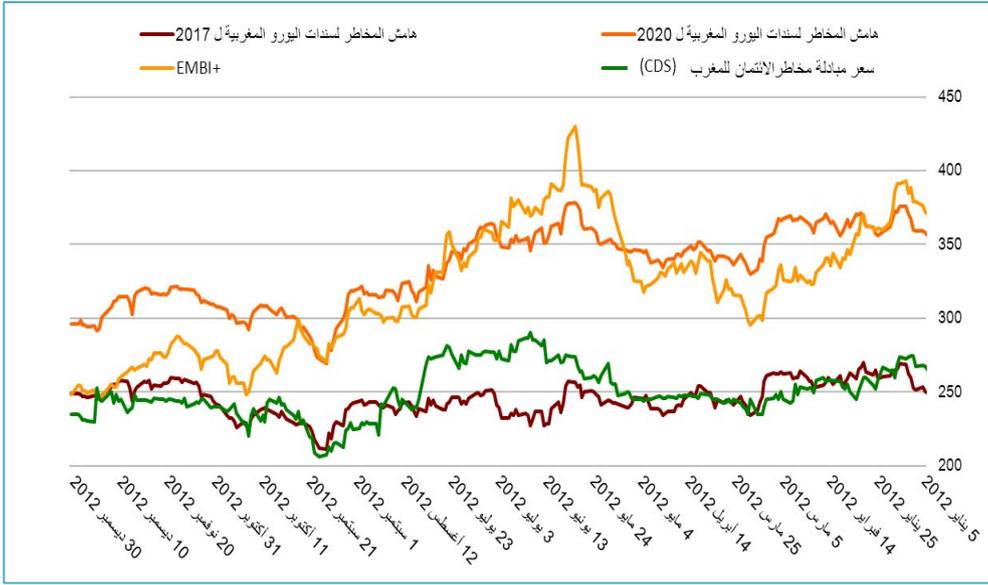
على غرار البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي المركزي، قامت البنوك المركزية الأخرى باتخاذ إجراءات مماثلة وذلك عبر القيام بعمليات ضخ للسيولة كما هو الشأن بالنسبة لبعض البلدان المتقدمة وخفض معدلات الفائدة بالنسبة لبعض الدول الناشئة. وقد تمت هذه الإجراءات في سياق اتسم بانتعاش اقتصادي بطيء في الولايات المتحدة الأمريكية وانكماش في الاقتصاد العالمي.

وهكذا، قام البنك المركزي البريطاني (BoE) والبنك المركزي الياباني (BoJ) بتمديد برامجهما لإعادة شراء ديونهما السيادية، فيما أعلنت الصين، ولأول مرة منذ عام 2008، عن خفض غير متوقع لأسعار فائدها الرئيسية. كما قامت بنوك مركزية لدول أخرى (ككوريا الجنوبية والهند والبرازيل وجنوب أفريقيا) بخفض معدلات فوائدها الرئيسية وذلك من أجل دعم النمو الاقتصادي.

تطور هامش المخاطر

ساهمت الإجراءات المنسقة للبنوك المركزية بما فيها التدابير التقليدية وغير التقليدية في تحسين شروط التمويل بالنسبة للدول المحيطة وكذا البلدان الناشئة مما أدى إلى تقلص هامش المخاطر المتعلقة بها في النصف الثاني من سنة 2012. كما عرف مؤشر EMBI + والذي يعكس الاتجاه العام للمخاطر المرتبطة بسندات البلدان الناشئة انخفاضا ملحوظا في نهاية السنة حيث بلغ 248 نقطة أساس أي بفارق كبير مقارنة مع سنة 2011 بلغ 182 نقطة أساس.

وفي السياق نفسه، شهدت مستويات أسعار مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) للمغرب على خمس سنوات وكذا هامش المخاطر لسندات اليورو 2017 و 2020 منحي تناقصيا خلال النصف الثاني من السنة.



الإجراءات المتخذة من طرف وكالات التصنيف الائتماني خلال سنة 2012

في سياق اتسم باستمرار أزمة الديون السيادية وتدهور الاقتصاد العالمي، واصلت وكالات التصنيف الائتماني، لكن بوتيرة اقل، سلسلة التخفيضات التي ضمت تصنيفات ائتمانية لمجموعة من الدول المتقدمة وكذا الدول الناشئة. وبالتالي، قامت وكالة ستاندار اند بورز (S&P) بخفض التصنيف الائتماني "AAA" بدرجة واحدة لكل من فرنسا والنمسا، كما قامت وكالة فيتش (Fitch Ratings) بخفض تصنيف اليابان بدرجة واحدة.

كما تم خفض تصنيفات كل من إيطاليا وإسبانيا واليونان، مع تباين من حيث التقدير حسب الوكالات. وهكذا، تم خلال عام 2012 خفض التصنيف الائتماني لإيطاليا بدرجتين من طرف وكالة موديز (Moody's) في حين خفضت وكالة ستاندار اند بورز (S&P) وفيتش راتينغز (Fitch Ratings) هذا التصنيف بدرجة واحدة فقط. كما تم خفض تصنيف إسبانيا بست درجات من طرف وكالة ستاندار اند بورز (S&P) و5 درجات من طرف فيتش وموديز. وفي هذا السياق، تم تأكيد تصنيف المغرب "BBB-" من قبل كل من وكالاتي ستاندر أند بورز وفيتش، ولكن مع تغيير في النظرة المستقبلية من مستقرة إلى سلبية من طرف ستاندار اند بورز بينما حافظت فيتش راتينغز على نظرة مستقبلية مستقرة.

أسس إستراتيجية تمويل الخزينة

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

ضمان تمويل مستقر ودائم لخزينة الدولة

تهدف استراتيجية تدبير الدين أولاً تمكين خزينة الدولة من تعبئة الموارد المالية الكافية لتغطية احتياجاتها التمويلية و بالتالي تحقيق التزاماتها المالية. و يكتسي هذا الهدف أهمية كبيرة نظراً لأنه يتعلق بمصداقية الدولة اتجاه الدائنين المحليين والدوليين واتجاه الرأي العام خصوصاً بعد اعتماد القانون الأساسي الجديد للبنك المركزي (منذ سنة 2006) والذي يمنح لهذه المؤسسة المزيد من الاستقلالية في تدبير السياسة النقدية للبلاد، فإرضاء بذلك على الخزينة الحفاظ بصفة دائمة على رصيد دائم في حسابها الجاري لدى بنك المغرب.

التخفيف، على المدى المتوسط والبعيد، من تكلفة الدين والمخاطر المرتبطة به

ينقسم هذا الهدف إلى جزئين :

1- التخفيف، على المدى المتوسط والبعيد، من تكلفة تمويل الخزينة و بالتالي من تحملات الدين، وهو ما سينعكس إيجاباً على المالية العامة للدولة ويساعد على تحقيق مدخرات على مستوى ميزانية الدولة يمكن استغلالها في مجال الاستثمار العام من أجل خلق فرص شغل.

2- التحكم في المخاطر المالية المرتبطة بمحفظة الدين كخطر سعر الفائدة وسعر الصرف (بالنسبة للدين الخارجي) وخطر إعادة التمويل. و تجدر الإشارة إلى أن هذه المخاطر قد ينتج عنها ارتفاع تكلفة تمويل الخزينة وبالتالي عدم تحقيق الهدف الجزئي الأول المذكور أعلاه أو العجز عن تسديد الدين مما قد يسبب في عدم تحقيق الهدف الأول بأكمله.

وترتكز في هذا الإطار استراتيجية تدبير المخاطر التي تم اعتمادها من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية على تحسين بنية محفظة دين الخزينة مع الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المعطيات من بينها:

- مصادر التمويل (الداخلية والخارجية) ،
- بنية الدين آجال ومبالغ السداد ،
- تركيبة الدين حسب العملة ،
- بنية الدين حسب نوعية سعر الفائدة.

التحكيم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية

يأخذ هذا التحكيم بعين الاعتبار الظروف المالية المتاحة في السوق الداخلي والسوق الخارجي من أجل تحقيق الهدف الثاني المتعلق بخفض تكلفة الدين وكذا التحكم في المخاطر المرتبطة به. كما يؤخذ بعين الاعتبار عند اللجوء إلى التمويلات الداخلية أو الخارجية، بعض الجوانب النوعية

المرتبطة بالتمويلات الخارجية من جهة (المساعدة التقنية، الخبرة...) وتطوير السوق الداخلي من جهة أخرى.

كما يراعي التحكيم بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية الظروف الاقتصادية المتعلقة خصوصا بوضعية ميزان الأداءات والاحتياجات الخارجية وسيولة النظام البنكي.

وترتكز في هذا الإطار سياسة تدبير الدين الخارجي للخزينة على ثلاثة محاور:

- اللجوء المتحكم فيه للدين الخارجي مع ترجيح التمويلات ذات شروط مالية تفضيلية (من حيث سعر لفائدة ومدة السماح) الممنوحة من طرف الدائنين الثانئين والمتعددي الأطراف لتمويل مشاريع سوسيواقتصادية وبرامج الإصلاحات،
- اللجوء الحذر للسوق المالي الدولي لتخفيف الضغط على السوق الداخلي أو من أجل إعادة تمويل الديون الخارجية المرتفعة التكلفة،
- التدبير النشط للدين عن طريق تحويل الديون إلى استثمارات وإعادة تمويل الديون المرتفعة التكلفة واللجوء لآليات تغطية المخاطر المالية.

المساهمة في تطوير سوق سندات الخزينة

يشكل هذا الهدف شرطا أساسيا لتحقيق جميع الأهداف السالفة الذكر حيث أن التحسين المتواصل لسيولة وعمق السوق الداخلي من شأنه أن يساعد على المدى المتوسط من خفض تكلفة دين الخزينة ويساهم في نجاعة السوق مما من شأنه أن يوفر للمستثمرين فرصا جيدة للاستثمار ويضمن للخزينة مصدر قار للتمويل.

ولتحقيق هذه الأهداف، تستخدم الخزينة الوسائل التالية :

- **في ما يخص الإصدارات الجديدة**، تتبنى الخزينة استراتيجية تهدف إلى الحد من المخاطر المرتبطة بمديونيتها. حيث تسهر على توزيع إصداراتها على جميع الأجل مع الأخذ بعين الاعتبار احتياجات المستثمرين وشروط السوق كما تستخدم تقنية الإصدار عبر المماثلة على خطوط مستقبلية لتمليس جدول سداد الدين.
- **أما على مستوى التدبير النشط للدين الداخلي**، تلجأ للخزينة، تبعا لظروف السوق، إلى عمليات شراء ومبادلة السندات لتقليص عدد الخطوط المتداولة وتمليس جدول سداد الدين مما يساهم في التقليل من خطر إعادة التمويل، من جهة، وفي تطوير سيولة السوق الثانوي، من جهة أخرى.
- **بالنسبة لتطوير السوق الداخلي**، تهدف الخزينة إلى إدخال، حسب تسلسل مناسب، كل التدابير التي من شأنها تعزيز عمق وسيولة هذا السوق. و من بين التدابير المتخذة نذكر على سبيل المثال، خلق خطوط مرجعية ذات مخزون قد يصل إلى 10 مليار درهم والرفع من مخزون باقي الخطوط ذات الأمد الطويل والمتوسط، وتقليص أجل نشر نتائج حصص المزادات وكذا إدخال أدوات التدبير النشط للدين الداخلي (شراء ومبادلة سندات الخزينة).

و للتأكد من فعالية إستراتيجية التمويل المعتمدة والوسائل المتخذة في تحقيق الأهداف المبرمجة، تعتمد مديرية الخزينة على مؤشرات التكلفة والمخاطر المتعلقة بالدين حيث تمكن هذه المؤشرات من تقييم آثار قرارات الخزينة في سوق السندات التي تأخذ كذلك بعين الاعتبار شروط تمويل الخزينة في هذه السوق على تطور المديونية الداخلية.

تمويل الخزينة خلال سنة 2012

التمويل الداخلي للخزينة

أوضاع السوق النقدية خلال سنة 2012

شهدت السوق النقدية خلال سنة 2012 استقراراً في أسعار الفائدة المتداولة ما بين البنوك و ذلك رغم استمرار العجز في السيولة البنكية ، حيث ظل مستواها المتوسط قريبا من سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي المحدد في 3,00%، و ذلك بفضل التدخلات الدائمة لهذا الأخير.

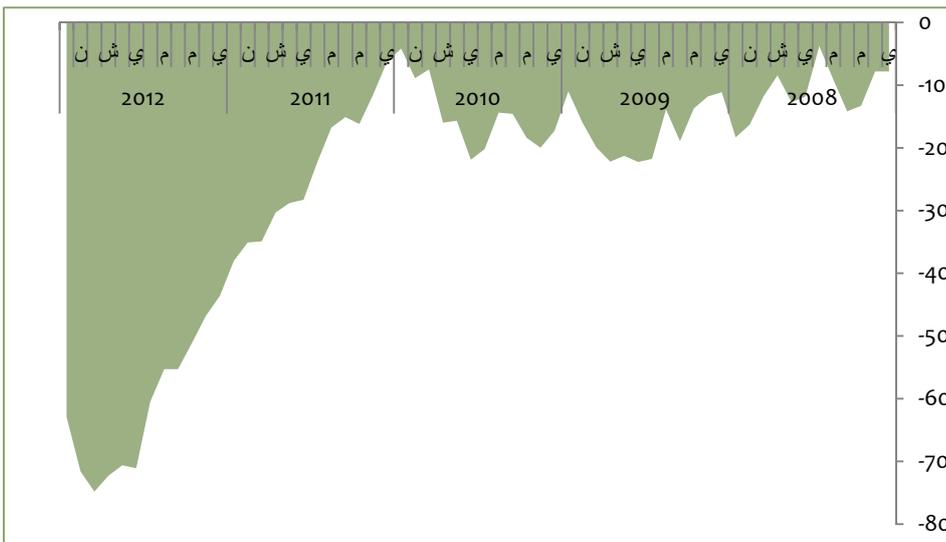
سيولة السوق النقدية

تميزت السوق النقدية خلال سنة 2012، بانخفاض كبير في السيولة البنكية مقارنة مع المستويات المسجلة خلال المدة المتراوحة ما بين 2008-2011، حيث بلغ عجز هذه السيولة سنة 2012 حوالي 61,3- مليار درهم كمتوسط شهري مقابل 23,6- مليار درهم سنة 2011.

ويرجع هذا العجز أساسا الى انخفاض مستوى الموجودات الخارجية حيث انتقلت من 168,4 مليار درهم سنة 2011 إلى 140,3 مليار درهم سنة 2012، مسجلة بذلك انخفاضا قدره 17%. ولولا إصدار سندات بالسوق المالي الدولي في دجنبر 2012 بقيمة 12,8 مليار درهم لكان هذا الانخفاض أشد حدة.

و يعزى انخفاض مستوى الموجودات الخارجية أساسا إلى تفاقم عجز الميزان التجاري بحوالي 8,6%- (أو 18,7- مليار درهم) و انخفاض التحويلات المالية للمغاربة المقيمين بالخارج و مداخيل قطاع السياحة بحوالي 3,9%- و 2,1%- على التوالي.

تطور السيولة البنكية ما بين 2008 و 2012 (بمليار درهم)



المصدر: بنك المغرب

تطور سعر الفائدة اليومي في السوق القائمة ما بين البنوك

رغم تواصل عجز السيولة البنكية، شهد سعر الفائدة اليومي بالسوق القائمة ما بين البنوك شبه استقرار طيلة سنة 2012 حيث ظل مستواه في المتوسط قريبا من سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي. وهكذا، بلغ متوسط سعر الفائدة اليومي في السوق القائمة ما بين البنوك 3,19% مسجلا انخفاضا ب 10 نقاط أساس مقارنة مع السنة الماضية حيث بلغ 3,29%.

و يرجع هذا الاستقرار أساسا إلى السياسة النقدية المتكيفة المتبعة من طرف بنك المغرب للحفاظ على توازن السوق النقدية، حيث تم تخفيض سعر الفائدة الرئيسي ب 25 نقطة أساس ابتداء من 27 مارس 2012، بالإضافة إلى ضخ السيولة اللازمة في السوق النقدية عن طريق التسيبقات لمدة 7 أيام و عمليات استحفاظ السندات ذات أجل 3 أشهر إلى جانب خفض نسبة الاحتياطي النقدي الإجباري.

و هكذا فقد قام بنك المغرب بضخ حوالي 46,6 مليار درهم كمتوسط شهري عن طريق التسيبقات لمدة 7 أيام مقابل 23,6 مليار درهم سنة 2011 و ما يقارب 15 مليار درهم عن طريق عمليات الاستحفاظ بسعر 3% أي نفس المستوى المسجل في سنة 2011 وذلك أخذا بعين الاعتبار الحاجيات المالية للبنوك، الاحتياطي النقدي الإجباري للبنوك و تدخلات الخزينة في السوق النقدية التي بلغت 3,4 مليار درهم كمتوسط يومي.

وتجدر الإشارة إلى أن قرار خفض نسبة الاحتياطي النقدي الإجباري من 6% إلى 4%، المتخذ خلال اجتماع مجلس البنك المركزي يوم 25 شتنبر 2012، مكن من تحرير سيولة إضافية دائمة تقدر بحوالي 8 مليار درهم في السوق النقدية.

شروط تمويل الخزينة داخل سوق المزادات خلال سنة 2012

ساهم تفاقم عجز الميزانية (7,3% سنة 2012 مقابل 6,1% سنة 2011) و عجز الميزان التجاري (201,5 مليار درهم سنة 2012 مقابل 182,8 مليار درهم سنة 2011) بالإضافة إلى الإقرار المتأخر لقانون المالية حتى شهر ماي 2012 في خلق وضع من الترقب والحذر لدى المستثمرين مما انعكس سلباً على السوق الداخلي حيث (1) انخفض طلب المستثمرين أمام تزايد حاجيات تمويل الخزينة مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة المطلوبة و(2) تركزت العروض على السندات ذات أمد سنتين أو أقل.

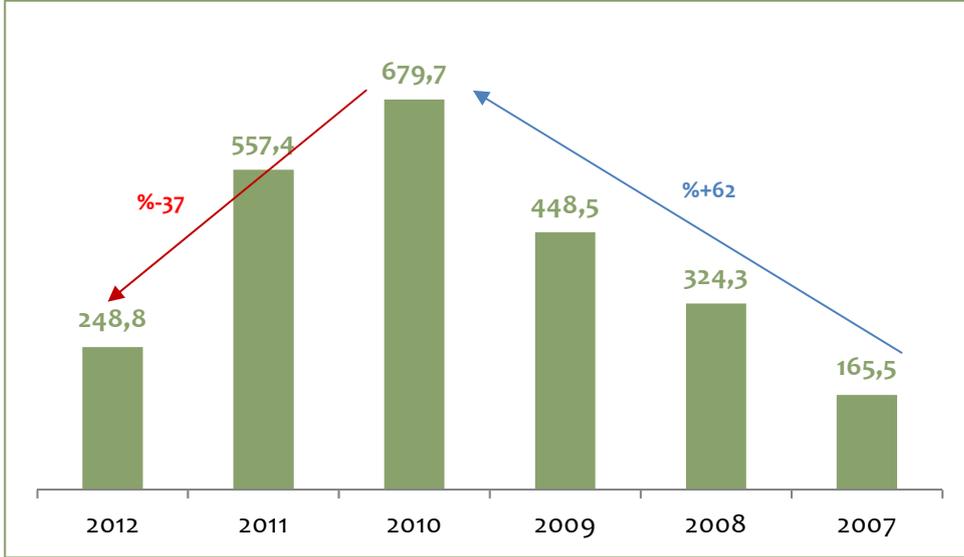
عروض المستثمرين

حجم العروض

بلغ حجم عروض المستثمرين في سوق سندات الخزينة، خلال سنة 2012، 248,8 مليار درهم مقابل 557,4 مليار درهم سنة 2011، مسجلا انخفاضا بحوالي 55%.

و يعزى هذا الانخفاض، إضافة إلى الأسباب المشار إليها أعلاه، إلى (أ) تراجع وتيرة عروض شركات التأمين و صناديق التقاعد التي أصبحت تطلب أسعار فائدة مرتفعة بالنسبة للسندات ذات الأجل المتوسط و الطويل، من جهة، و التي قامت بتقليص مدة استثمار محافظتها تبعا لانخفاض مدة استثمار التزاماتها، من جهة أخرى، و (ب) تمركز طلب أغلب المتدخلين خاصة البنوك و مؤسسات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة على السندات ذات أجل قصير عوض السندات ذات الأجل المتوسط و الطويل لكونها توفر هوامش ربح مقارنتا بالمخاطر المحتملة جد مهمة.

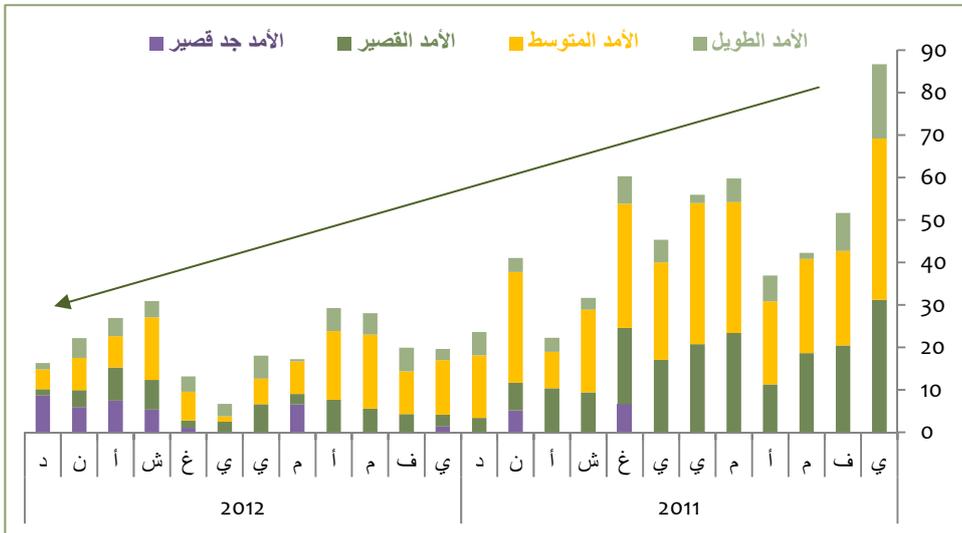
التطور السنوي لعروض المستثمرين بين 2007 و 2012



أما فيما يخص توزيع الطلب على السندات حسب الأجل، فقد تركز طلب المستثمرين، على غرار السنة الماضية، على السندات ذات الأمد سنتان أو أقل و ذلك بحصة 62% من إجمالي العروض مقابل 77% المسجلة سنة 2011 (دون احتساب السندات ذات الأجل جد قصيرة). فيما يخص السندات التي عرفت تزايد الطلب عليها، فقد حضت السندات ذات أمد سنتين حصة بلغت 36% من إجمالي العروض، متبوعة بالسندات ذات أمد 5 سنوات (17%) ثم سندات ذات أمد 10 سنوات (12%) وسندات ذات أمد 52 أسبوع و 13 أسبوع (11% و 10% على التوالي).

و تجدر الإشارة إلى أن الخزينة قامت خلال هذه السنة بإصدار سندات ذات الأجل جد قصيرة لسد حاجياتها المالية الطرفية. وقد حظيت السندات ذات أمد 24 يوم و 45 يوم بإقبال كبير من طرف المستثمرين حيث بلغ الحجم الإجمالي للعروض 36,3 مليار درهم.

توزيع الطلب الشهري على السندات حسب الأجل (بمليون درهم)



أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين

واصلت أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين خلال سنة 2012 ارتفاعها المسجل سنة 2011 وشهدت تطورا على ثلاثة مراحل:

- المرحلة الأولى، المتعلقة بالربع الأول من السنة، تميزت بارتفاع عام للأسعار المطلوبة بلغت +15,3 نقطة أساس في المتوسط. و قد عرفت السندات ذات الأجل الطويل أكبر ارتفاع الذي بلغ +20,2 نقطة أساس في المتوسط مقارنة بالسنة الماضية، متبوعة بالسندات ذات الأجل المتوسط ب +16,4 نقطة أساس و السندات ذات الأجل القصير ب +9,6 نقطة أساس. كما عرفت السندات ذات أمد 20 سنة أكبر ارتفاع ب +32,9 نقطة أساس متبوعة بالسندات ذات أمد سنتان (+19,1 نقطة أساس)، سندات ذات أمد 15 سنة (+15,8 نقطة أساس) و السندات ذات أمد 5 سنوات (+13,7 نقطة أساس).
- المرحلة الثانية، تزامنت مع شهر أبريل وعرفت خلالها أسعار الفائدة المطلوبة انخفاضا شمل جميع السندات باستثناء السندات ذات أمد 20 سنة و ذلك نتيجة لخفض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب أواخر شهر مارس. و قد تراوح فارق سعر الفائدة ما بين 26. نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات أمد سنتين و 7. نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات أمد 10 سنوات.
- المرحلة الثالثة، امتدت للثمانية أشهر الأخيرة من السنة و عرفت خلالها أسعار الفائدة ارتفاعا بسبب تزايد حاجيات تمويل الخزينة نتيجة لارتفاع نفقات المقاصة.

تطور أسعار الفائدة المطلوبة خلال سنة 2012

تغير (ن أ) 2012/2011	السندات					
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول من سنة 2012	الربع الاخير من سنة 2011	
+1	%3,420	%3,650	%3,246	%3,470	%3,410	13 أسبوع
+9	%3,590	%3,700	%3,403	%3,600	%3,500	26 أسبوع
+30,7	%3,870	%3,862	%3,604	%3,690	%3,563	52 أسبوع
+63	%4,435	%4,264	%3,776	%3,996	%3,805	2 سنوات
+66,7	%4,659	%4,468	%4,026	%4,129	%3,992	5 سنوات
+76,1	%5,005	%4,745	%4,346	%4,363	%4,244	10 سنوات
+93,6	%5,384	%5,175	%4,586	%4,606	%4,448	15 سنة
+125	%5,672	%4,969	%4,621	%4,751	%4,422	20 سنة

في متم سنة 2012، سجلت أسعار الفائدة ارتفاعا بلغ +58,1 نقطة أساس في المتوسط (دون احتساب السندات ذات أمد 30 سنة). وقد بلغ هذا الارتفاع +98,2 نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات الأجل الطويل ، +64,9 نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات الأجل المتوسط و +13,6 نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات الأجل القصير.

سياسة التمويل المتبعة من طرف الخزينة

- في ظل ظرفية تميزت بشروط تمويل غير ملائمة و ارتفاع حاجيات تمويل الدولة ارتبطت أساسا بارتفاع نفقات المقاصة، عمدت الخزينة إلى أقلمة سياستها التمويلية عبر :
- تمركز إصدارات الخزينة على الآجال القصيرة و المتوسطة لتلبية طلب السوق التي كانت مرتكزة أساسا على هذه الآجال؛
 - اللجوء إلى إصدار سندات ذات أجل جد قصير بحجم بلغ حوالي 25 مليار درهم، أي ما يقدر ب 21% من الحجم الإجمالي للإصدارات؛
 - انجاز 29 عملية اقتراض في السوق القائمة ما بين البنوك لسد الحاجيات الظرفية للخزينة بحجم 50,9 مليار درهم، مقابل 3 عمليات السنة الماضية بحجم 3,4 مليار درهم؛
 - رفع أسعار فائدة جميع السندات حيث بلغ هذا الارتفاع 71,3 نقطة أساس في المتوسط بالنسبة للسندات ذات الأجل الطويل، 63,3 نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات الأجل المتوسط و 22,8 نقطة أساس بالنسبة للسندات ذات الأجل القصير.
- في متم سنة 2012، سجلت إصدارات سندات الخزينة في سوق المزادات ارتفاعا بلغ 16% مقارنة بسنة 2011. إضافة الى ذلك و بفعل انخفاض طلب المستثمرين، بلغ معدل تغطية طلبات العروض 48% مقابل 19% السنة الماضية. فيما يخص معدل تغطية الاكتتابات بالعروض فقد بلغ 2,1 مرة 2012 مقابل 5,4 مرات 2011.

إصدارات الخزينة سنة 2012

حجم الإصدارات

- بلغ حجم إصدارات الخزينة لسنة 2012 حوالي 120,3 مليار درهم مقابل 103,5 مليار درهم سنة 2011 مسجلا بذلك ارتفاعا يقدر ب 16,7 مليار درهم (16%).
- فيما يخص توزيع اكتتابات الخزينة حسب الآجال، فقد تركزت إصدارات الخزينة، وعلى غرار السنة الماضية، على السندات ذات الأمد سنتين أو أقل (دون احتساب السندات ذات الأجل جد قصير) و ذلك بحصة 51% مقابل 63% سجلت السنة الماضية.
- حسب أمد السندات، شكلت السندات ذات الأمد سنتين 31% من إجمالي إصدارات الخزينة متبوعة بالسندات ذات الأمد 5 سنوات (27%)، السندات ذات الأمد 10 سنوات (15%)، السندات ذات الأمد 13 أسبوع (9%) و السندات ذات الأمد 15 سنة و 52 أسبوع (7% لكل أمد).
- أما فيما يخص السندات ذات الأجل جد قصير، فقد بلغت حصتها 21% من إجمالي إصدارات الخزينة مقابل 4% السنة الماضية.

توزيع العروض و الاكتتابات حسب أقسام الأجل

معدل التغطية	الاكتتابات	العروض	
1,6	4,7	7,4	24 يوم
1,5	4,1	6	35 يوم
1	1,4	1,4	39 يوم
1	1,1	1,1	43 يوم
1,5	7,8	11,9	44 يوم
1,4	6	8,6	45 يوم
1,5	25,1	36,4	أجل جد قصير
2,7	8,1	21,6	13 أسبوع
3,8	2,6	9,9	26 أسبوع
3,6	6,3	22,7	52 أسبوع
3,2	17	54,2	أجل قصير
2,4	31,5	76,5	2 سنوات
1,4	25,5	35,9	5 سنوات
2	57	112,4	أجل متوسط
1,8	14,4	25,9	10 سنوات
2,9	6,5	18,8	15 سنوات
3	0,2	0,6	20 سنة
3	0,2	0,6	30 سنة
2,1	21,2	45,9	أجل طويل
2,1 مرة	120,3	248,8	المجموع

وعلى غرار كل سنة، يترجم التوزيع الربعي لإصدارات الخزينة في سوق المزادات بنية الحاجيات التمويلية للخزينة التي تتميز عموماً بارتفاعها في الربعين الأول و الأخير من السنة.

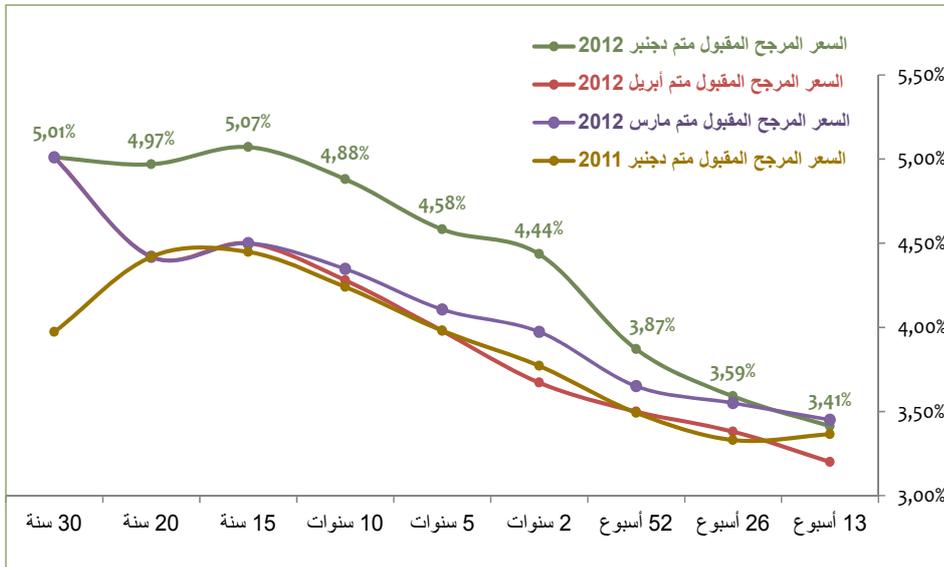
بنية إصدارات الخزينة خلال 2012 (بمليار درهم)

بمليار درهم	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	يونيو	يوليوز	غشت	شتبر	أكتوبر	نونبر	دجنبر	المجموع
24 يوم									4,65				4,65
35 يوم										4,12			4,12
39 يوم	1,4												1,4
43 يوم					1,07								1,07
44 يوم				5,08					2,7				7,78
45 يوم						0,6					6,02		6,62
13 أسبوع	0,95	0,85	1,2	0,76	0,2	1,3	0,2	0,7	1,07	1,6			8,83
26 أسبوع		0,30		0,1	0,2	0,66	0,2			0,3	0,2		1,96
52 أسبوع		0,15		0,32	0,3	1,81	1	0,4	0,95	1,6	0,1	0,5	7,13
5 سنوات	5,25	2,26	6,72	2	1,45	1,7	0,6	1,4	2,54	1,66	2,62	3,49	31,69
5 سنوات	3,27	1,9	1,65	3,35	1,5	0,5		3,6	4,36	2,32	1,85		24,3
10 سنوات		2,45	2	1		1	2	1,68	2,43	2,3			14,86
15 سنوات	0,05	2,12		0,3	0,5			1,6			0,9		5,47
20 سنة								0,2					0,2
30 سنة	0,2												0,2
المجموع	11,12	10,03	11,57	7,83	9,23	7,57	4,00	10,65	12,98	11,3	13,79	10,21	120,28

أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة

على غرار تطور أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين، عرفت أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة خلال سنة 2012، تطورا على ثلاث مراحل حيث شهدت ارتفاعا خلال الربع الأول من السنة تلاه انخفاض في أسعار الفائدة خلال شهر أبريل التي سرعان ما عاودت الارتفاع خلال الأشهر الثمانية الأخيرة من السنة.

أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة



هكذا وفي متم سنة 2012، سجلت أسعار الفائدة ارتفاعا بلغ 53,4 نقطة أساس في المتوسط مقابل +7 نقطة أساس سجلت سنة 2011. و قد عرفت السندات الطويلة الأجل ارتفاعا يقدر ب +71,3 نقطة أساس، متبوعة بالسندات المتوسطة الأجل (+63,3) نقطة أساس ثم السندات القصيرة الأجل (+22,8) نقطة أساس.

أما فيما يخص التوزيع حسب الأمد ، فقد عرف سعر فائدة السندات ذات أمد 30 سنة ارتفاعا مهما وصل إلى 103,8 نقطة أساس لكون هذه السندات لم يتم إصدارها منذ شهر مارس 2007، متبوعة بالسندات ذات أمد سنتين (66,4 نقطة أساس)، السندات ذات أمد 10 سنوات (64,0 نقطة أساس)، السندات ذات أمد 15 سنة (62,3 نقطة أساس) ثم السندات ذات أمد 5 سنوات (60,2 نقطة أساس).

جدول تطور أسعار الفائدة المرجحة للسندات المصدرة عبر الاكتتاب

تغير (ن أ)	دجنبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	يونيو	يوليو	غشت	سنتمبر	أكتوبر	نونبر	دجنبر
+4,7													
+26													
+37,8													
+66,4													
+60,2													
+64													
+62,3													
+55													
+103,8													

التمويل الخارجي للخزينة

إصدار ناجح لسندات بالدولار في السوق المالية الدولية

تمكن المغرب في نهاية السنة من الاستفادة من الظروف الملائمة في السوق المالي الدولي، حيث أصدر في 5 دجنبر 2012 قرضا دوليا بمبلغ 1,5 مليار دولار في شطرين.

الشرط الأول بمبلغ قدره مليار دولار أمريكي ذو أجل سداد 10 سنوات و هامش مخاطر 275 نقطة أساس ومعدل عائد قدره 4,346%. أما الشرط الثاني فقد بلغ حجمه 500 مليون دولار أمريكي مع أجل سداد 30 سنة و هامش مخاطر 290 نقطة أساس ومعدل العائد 5,677% و تجدر الإشارة إلى أن هذا الإصدار شكل أطول أجل إصدار قام به المغرب في السوق المالي الدولي والأول من نوعه في سوق الدولار.

المملكة المغربية		البلد المصدر
(BBB-, BBB-)		التصنيف الائتماني (فيتش راتينغ، ستاندار اند بورز)
المبلغ	1 مليار دولار	500 مليون دولار
سعر الفائدة	4,25 %	5,50 %
الأجل	10 سنوات (11 دجنبر 2022)	30 سنة (11 دجنبر 2042)
تاريخ الإصدار	5 دجنبر 2012	5 دجنبر 2012
هامش المخاطر/ سندات الخزينة الأمريكية	275 نقطة أساس	290 نقطة أساس
سعر الإصدار	99,228 %	97,464 %
البنوك المواكبة	سي تي / ناتيكسيس / باركليز / بي إن بي باريبا	

و جدير بالذكر أن وكالتي التصنيف الائتماني ستاندر اند بورز (S&P) و فيتش راتينغز (Fitch) قد منحتا لهذا الإصدار تصنيف "BBB-" (فئة "درجة الاستثمار") مؤكدة ثقة المنتظم المالي الدولي في جودة الائتمان للمغرب، و هو ما أكدته قوة الطلب من طرف المستثمرين والتي بلغت 6 مليارات دولار أمريكي بالنسبة للشرط الأول ذي أجل سداد 10 سنوات و ملياري دولار بالنسبة للشرط الثاني ذي أجل سداد 30 عاما.

بالإضافة إلى الأهداف المتوخاة من حيث تخفيف الضغوط على السيولة النقدية في السوق المحلية وتعزيز احتياطات العملة الصعبة، فقد مكن هذا الإصدار من توسيع و تنويع قاعدة المستثمرين الأجانب و إنشاء مرجع بالنسبة لباقي المصدرين المحليين.

و تجدر الإشارة إلى أن هذه العملية قد حازت على جائزة "أفضل صفقة في السنة" في منطقة إفريقيا و الشرق الأوسط من طرف مجلة "Euromoney" و جائزة "أفضل سندات سيادية في إفريقيا" من طرف مجلة "EMEA FINANCE".

وعلاوة على ذلك، ومن أجل الحد من تعرض محفظة الدين الخارجي إلى خطر تقلبات أسعار الصرف، قام المغرب بعملية مقايضة العملة من الدولار إلى اليورو مع البنك الدولي، و ذلك في إطار الاستراتيجية التي اعتمدها الخزينة لإدارة المخاطر المالية المتعلقة بمحفظة الدين. وقد همت هذه العملية شطر مليار دولار ذو أجل سداد 10 سنوات

السحوبات على القروض الخارجية

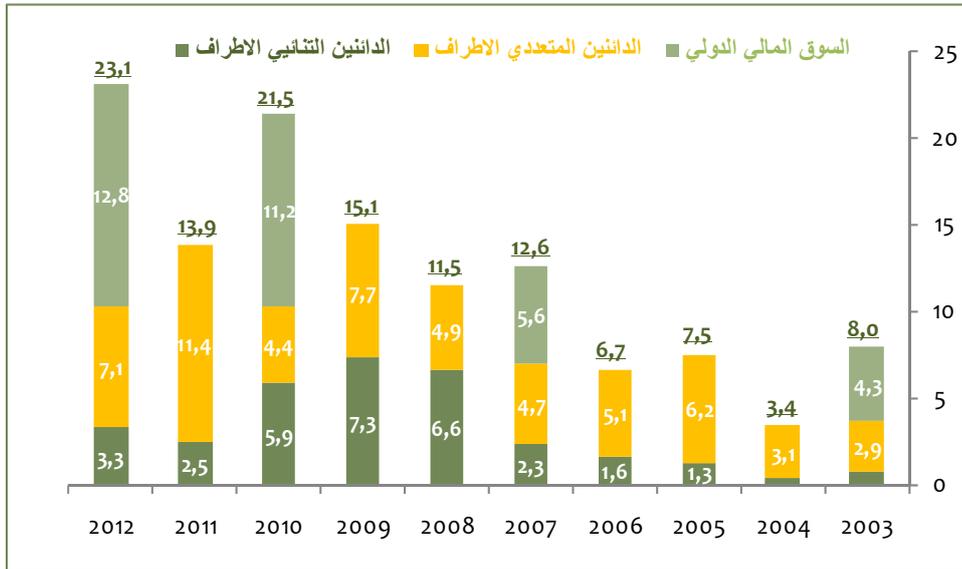
بلغت الموارد الخارجية التي تمت تعبئتها من قبل الخزينة خلال سنة 2012، 23,1 مليار درهم، بارتفاع قدره 66% عن المستوى المسجل سنة 2011. بدون احتساب الإصدار السندي في السوق المالي الدولي، فإن هذه الموارد سجلت انخفاضا بلغ 26% مقارنة مع السنة الفارطة.

تم تخصيص هذه السحوبات لتمويل :

- مشاريع استثمار الميزانية في حدود 3,6 مليار درهم
- برامج الإصلاحات القطاعية والهيكلية في حدود 6,7 مليار درهم منها:

- (أ) 3,0 مليار درهم ممنوحة من طرف البنك الأفريقي للتنمية لدعم القطاع المالي، الحكامة و مخطط المغرب الأخضر،
- (ب) 1,3 مليار درهم ممنوحة من طرف صندوق النقد العربي،
- (ت) 1,3 مليار درهم ممنوحة من طرف البنك الدولي لأجل تنمية الكفاءات والشغل و كذا تمويل المبادرة الوطنية للتنمية البشرية،
- (ث) 0,8 مليار درهم ممنوحة من طرف البنك الأوروبي للاستثمار لفائدة قطاعي التربية و الصحة.

توزيع السحوبات على الاقتراض الخارجي حسب الدائنين الرئيسيين



بنيّة دين الخزيّنة

بنية دين الخزينة

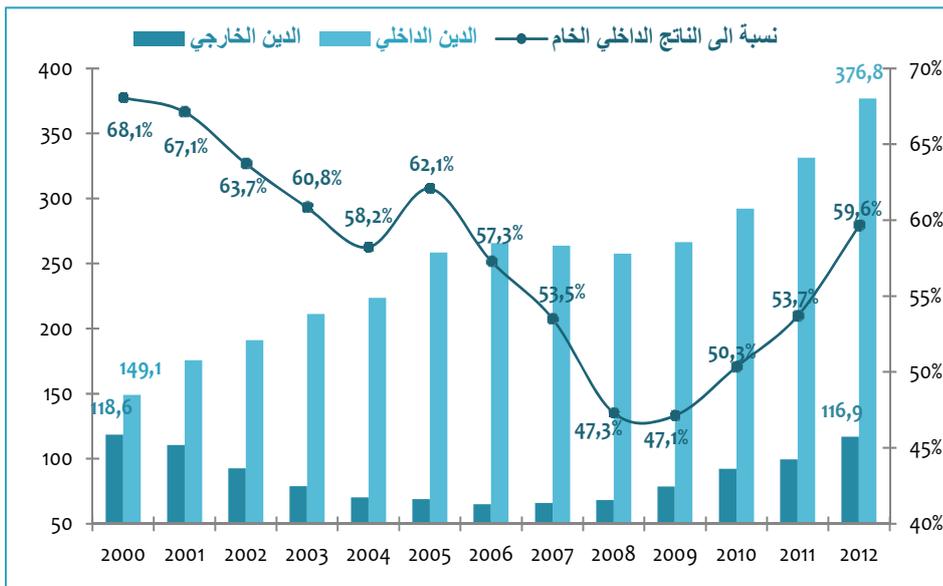
تطور حجم الدين

بلغ حجم دين الخزينة (الدين الداخلي والخارجي) 493,7 مليار درهم في متم سنة 2012، مقابل 430,9 مليار درهم في متم سنة 2011، بزيادة قدرها 62,8 مليار درهم أو 15%. ويعزى هذا التطور إلى الزيادة في حجم الدين الداخلي والخارجي بحوالي 45,5 و 17,3 مليار درهم على التوالي.

أما نسبة دين الخزينة إلى الناتج الداخلي الخام، فقد عرفت ارتفاعا للسنة الثالثة على التوالي بعد التحسن المسجل من سنة 2000 إلى سنة 2009. بالفعل، خلال هذه الفترة سجلت النسبة تراجعا من 68,1% سنة 2000 إلى 47,1% سنة 2009، أي بانخفاض سنوي يقدر ب 2,3 نقطة من الناتج الداخلي الخام في المتوسط، و يعزى ذلك إلى المحافظة على عجز الميزانية في مستوى أقل من 3% من الناتج الداخلي الخام في المتوسط خلال هذه الفترة، من جهة، و إلى النمو الاقتصادي المحقق و كذا التدابير المتخذة من أجل التقليل من حجم الدين الخارجي عبر إتباع سياسة التدبير النشط، من جهة أخرى

مع متم سنة 2012، بلغت نسبة دين الخزينة إلى الناتج الداخلي الخام 59,6%، بارتفاع سنوي متوسط يقدر ب 4,2 نقاط مقارنة مع 2009. ويعود هذا الارتفاع بالأساس إلى عجز الميزانية المسجل خلال السنوات الأخيرة.

تطور دين الخزينة



وتبين بنية دين الخزينة حسب مصدر التمويل أن حصة الدين الخارجي بلغت 24% سنة 2012 أي باستقرار مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2011 (23%) حيث تتوافق هذه البنية مع المحفظة المرجعية (75% دين داخلي/25% دين خارجي).

مثلت نسبة الدين الداخلي للخزينة إلى الناتج الداخلي الخام 45,5% سنة 2012 مقابل 41,3% سنة 2011 فيما بلغت نسبة الدين الخارجي للخزينة إلى الناتج الداخلي الخام 14,1% سنة 2012 مقابل 12,4% سنة 2011.

بنية الدين حسب الأدوات

وحسب نوع الأدوات، فإن الدين المتداول يشكل 78% من مجموع حجم دين الخزينة منه 72% من السندات المصدرة في سوق المزادات و 6% من الإصدارات السندية بالسوق المالي الدولي. بالنسبة للدين الغير متداول فهو يشكل 22% من محفظة دين الخزينة و يتكون أساسا من القروض الخارجية المتعاقد عليها مع الدائنين الثنائيين و المتعددي الأطراف.

توزيع حجم دين الخزينة حسب أدوات الإصدار (بمليون درهم)

فرق	2012		2011		
	حصة	حجم	حصة	حجم	
56 361	78%	386 661	77%	330 300	دين متداول
42 510	72%	356 721	72%	314 211	مزاو علني
13 850	6%	29 939	4%	16 089	إصدارات سندية
6 392	22%	107 016	23%	100 624	دين غير متداول
3 740	4%	18 204	3%	14 464	دين داخلي
2 652	18%	88 812	20%	86 160	دين خارجي
60 085	100%	493 677	100%	430 923	مجموع

توزيع حجم الدين حسب آجال الاستحقاق الأصلية

يبين توزيع حجم الدين المتداول حسب آجال الاستحقاق الأصلية أن ما يقرب من 78% من تلك الديون تمت تعبئتها بآجال استحقاق تساوي 5 سنوات أو أكثر وأن الباقي يوزع بين سندات ذات أجل سنتين (19,1%) وسندات ذات أجل 52 أسبوع (1,6%) و سندات ذات أجل 26 أسبوع (0,2%) وسندات ذات أجل 13 أسبوع (0,7%).

وتضم الديون الداخلية (الغير المتداولة) أساسا سندات سوسيو اقتصادية ذات أمد سنة وسندات التجهيز. و قد بلغ حجم هذه الديون في متم سنة 2012 حوالي 18 مليار درهم.

و فيما يخص محفظة الدين الخارجي، فإنها تتكون بالأساس من الدين المتوسط والطويل الأجل.

توزيع حجم الدين المتداول للخزينة حسب آجال الاستحقاق الأصلية

حصة	(مليون درهم) الرصيد	مدة الاستحقاق
1,6%	6 022	الأمد جد قصير
0,7%	2 670	13 أسبوع
0,2%	700	26 أسبوع
1,6%	6 279	52 أسبوع
19,1%	73 896	سنتان
21,4%	82 880	5 سنوات
28,3%	109 276	10 سنوات*
19,8%	76 465	15 سنة
5,6%	21 461	20 سنة
1,8%	7 012	30 سنة*
100%	386 661	المجموع*

*باحتساب إصدارات سندات الخزينة في السوق المالي الدولي

بنية الدين حسب آجال الاستحقاق المتبقية

تبرز بنية دين الخزينة حسب آجال الاستحقاق المتبقية أهمية الدين ذي الأجل المتوسط والطويل والذي يمثل، متم سنة 2012، ما يقارب 84% من مجموع هذا الدين مقابل 86% في السنة الماضية.

و قد حقق حجم الدين الداخلي التطور التالي:

- تراجع في حصة الدين الداخلي ذي الأجل المتوسط الذي بلغ 45% في نهاية 2012 مقابل 48% في نهاية 2011.
- الزيادة في حصة الدين الداخلي ذي الأجل القصير الذي انتقل من 16% سنة 2011 الى 18% سنة 2012.
- استقرار في حصة الدين الداخلي ذي الأجل الطويل (36%).

وفيما يتعلق بالدين الخارجي للخزينة، تنبغي الإشارة إلى أنه بفضل التسديد بالتقسيم للقروض الخارجية المتعاقد عليها مع الدائنين الثنائيين و الدائنين المتعددي الأطراف، فإن حوالي 93,4% من حجم هذا الدين له أجل استحقاق متبقي ذو مدى أكثر من سنة.

توزيع حجم دين الخزينة حسب آجال الاستحقاق المتبقية

فرق	2012		2011		أجل الاستحقاق المتبقي
	حصة	حجم	حصة	حجم	
16 773	16%	76 671	14%	59 898	المدى القصير [0 - 1 سنة]
17 024	41%	204 045	43%	187 021	المدى المتوسط [1 - 5 سنوات]
28 957	43%	212 961	43%	184 004	المدى الطويل [5 - 30 سنة]
62 754	100%	493 677	100%	430 923	المجموع

بنية الدين حسب سعر الفائدة

مثل حجم الدين ذو سعر فائدة ثابت، نسبة 92,5% من إجمالي دين الخزينة متم سنة 2012، أي نفس النسبة المسجلة السنة الماضية.

ويبين توزيع الدين الداخلي للخزينة حسب مجال أسعار الفائدة أن 94% من الدين سعر فائدته يتراوح بين 3% و 6% مقابل 90% سنة 2011. وقد ارتفعت هذه الحصة بنسبة 4% مقارنة مع سنة 2011 في حين انخفضت حصة الدين ذي سعر فائدة أكبر من 6% لتنتقل من 9% سنة 2011 إلى 5% سنة 2012. ويعزى ذلك أساساً إلى تجديد الديون القديمة ذات أسعار فائدة مرتفعة عن طريق إصدار سندات ذات أسعار فائدة أقل ارتفاعاً.

وفي ما يتعلق بالدين الخارجي للخزينة، فإن بنيته حسب نوع سعر الفائدة تتمثل كالتالي:

- 68,2% من الديون بأسعار فائدة ثابتة منها 14,6% بأسعار فائدة أقل من 3% و 52,4% بين 3% و 5%؛
- 31,8% من الديون بأسعار فائدة عائمة منها 28,3% على أساس أوريبيور لستة أشهر و 2,7% على أساس ليبور على الدولار لستة أشهر.

بنية الدين حسب العملات

رغم الانخفاض الطفيف الذي سجلته نسبة الديون بالدرهم خلال سنة 2012 مقارنة مع سنة 2011 (75,9% مقابل 76,3%)، تظل هذه النسبة مهمة وتعكس الحصة الكبيرة من الإصدارات في السوق الداخلي الشيء الذي يقلل من تأثير تقلبات العملة على دين الخزينة.

بنية دين الخزينة حسب العملات

2012		2011		مليون درهم
حصة	حجم	حصة	حجم	
76%	374 925	76%	328 673	الدرهم المغربي
18%	91 461	18%	78 168	الأورو
3%	15 487	3%	12 344	الدولار الأمريكي
1%	3 627	1%	3 548	الدينار الكويتي
1%	3 737	1%	3 661	الين الياباني
1%	4 439	1%	4 529	أخرى
100%	493 677	100%	430 923	المجموع

فيما يتعلق بالدين الخارجي للخزينة، اتسم تطور بنيته حسب العملات خلال العشر سنوات الأخيرة بتعزيز حصة اليورو على حساب الدولار الأمريكي والين الياباني وذلك من أجل جعل هذه البنية تتطابق مع بنية المحفظة المعيارية (80/75% بالأورو و 20/15% بالدولار الأمريكي والعملات المرتبطة به) الشيء الذي يمكن من تقليص مخاطر سعر الصرف و من تقليل تأثير تقلبات أسعار العملات المختلفة على حجم وخدمة الدين.

وهكذا، فقد ارتفعت حصة اليورو في محفظة الدين الخارجي للخزينة ب 23,4 نقطة على مدى العشر السنوات الماضية منتقلة إلى 76,6%، في حين انخفضت جليا حصة الدولار الأمريكي والعملات المرتبطة به والين الياباني حيث أصبحت لا تشكل سوى 19,6% بتم 2012.

وقد تم تحقيق هذا التحسن في بنية محفظة الدين الخارجي للخزينة بفضل السياسة المتبعة لأجل تعبئة التمويلات الخارجية و المرتكزة على اختيار اليورو كعملة أساسية للقروض الجديدة المبرمة خصوصا مع البنك الدولي والبنك الأفريقي للتنمية، وكذا بفضل سياسة التدبير النشط للدين الخارجي عبر اللجوء إلى عمليات تحويل العملات إلى اليورو لبعض قروض البنك الدولي و للإصدار السندي في السوق المالي الدولي المنجز في 2012 بمبلغ قدره مليار دولار أمريكي.

خدمة دين الخزينة

بلغت تحملات دين الخزينة من أصل الدين والفوائد والعمولات 106 مليار درهم سنة 2012، بارتفاع قدره 10% مقارنة مع سنة 2011 (96 مليار درهم).

تحملات الدين من فوائد و عمولات

بلغت فوائد و عمولات دين الخزينة 19,9 مليار درهم سنة 2012، بارتفاع قدره 1,8 مليار درهم مقارنة مع سنة 2011 (18,1 مليار درهم). و قد مثلت هذه التكاليف 10,2% من الإيرادات العادية لسنة 2012 مقابل 9,6% سنة 2011. في حين بلغت فوائد و عمولات دين الخزينة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام 2,4% مقابل 2,3% سنة 2011.

عرفت فوائد و عمولات الدين الداخلي، خلال سنة 2012، ارتفاعا قدره 1492 مليون درهم لتستقر في 16,6 مليار درهم، أي أكثر ب 10% مقارنة مع سنة 2011. و يعزى هذا التطور بالأساس إلى الارتفاع المسجل في حجم سندات الخزينة سنة 2012 حيث بلغت الاكتتابات الصافية للدين الداخلي 42,5 مليار درهم.

و قد بلغت فوائد الدين الداخلي برسم السندات المصدرة في سوق المزادات 91% من مجموع تحملات الفوائد سنة 2012، وهو نفس المعدل المسجل سنة 2011.

و فيما يخص نسبة تحقيق الفوائد والعمولات نسبة إلى توقعات قانون المالية لسنة 2012، فقد بلغت حوالي 96%.

وفما يتعلق بفوائد و عمولات الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت 3,3 مليار درهم سنة 2012 مقابل 3,0 مليار درهم سنة 2011، أي بارتفاع قدره 0,3 مليار درهم أو 9%. ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى ارتفاع حجم الدين الخارجي للخزينة و خصوصا الدين تجاه البنك الدولي للإئشاء و التنمية (+152 مليون درهم) و البنك الأفريقي للتنمية (+54 مليون درهم).

توزيع تكاليف الدين من فوائد و عمولات حسب مصدر التمويل ونوع الأداة

فرق	2012		2011		مليون درهم
	حصة	حجم	حصة	حجم	
1 492	83%	16 591	83%	15 099	الدين الداخلي
1 411	91%	15 067	90%	13 656	مزداد
81	9%	1 524	10%	1 443	أخرى
286	17%	3 323	17%	3 037	الدين الخارجي
61	34%	1 114	35%	1 053	داننوت ثنائيون
222	42%	1 394	39%	1 172	مؤسسات دولية
3	25%	815	27%	812	السوق المالي الدولي
1 778	100%	19 914	100%	18 136	إجمالي التكاليف

تحميلات أصل الدين

بلغت تحميلات أصل دين الخزينة 85,7 مليار درهم سنة 2012 مقابل 77,8 مليار درهم سنة 2011، بارتفاع قدره 7,9 مليار درهم أو 10%.

بلغ مجموع تحميلات أصل الدين الداخلي المسددة سنة 2012 ما يقرب 77,8 مليار درهم منها حوالي 41,9 مليار درهم أو 54% مسددة على السندات القصيرة الأجل والتي تم إصدارها في سوق المزادات مقابل 71,1 مليار درهم سنة 2011.

في ما يخص تحميلات أصل الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت 7,9 مليار درهم سنة 2012 مقابل 6,7 مليار درهم سنة 2011، بزيادة قدرها 1,2 مليار درهم. وتعزى هذه الزيادة إلى بداية سداد بعض القروض وخاصة تلك المبرمة مع صندوق النقد العربي وهولندا و الصين.

توزيع تحميلات أصل الدين حسب مصدر التمويل والأداة

تدفق	2012		2011		مليون درهم
	حصة	حجم	حصة	حجم	
6 672	91%	77 769	91%	71 097	الدين الداخلي
10 621	100%	77 768	84%	67 147	مزداد
-3 949	0%	1	6%	3 950	أخرى
-1 222	9%	7 897	9%	6 675	الدين الخارجي
897	4%	3 258	3%	2 361	دائنون ثنائيون
325	5%	4 639	6%	4 314	مؤسسات دولية
		-	-	-	السوق المالي الدولي
7 894	100%	85 666	100%	77 772	المجموع

التدفقات الصافية لدين الخزينة

بلغ الاقتراض الصافي للخزينة في متم سنة 2012 ما يقرب من 61,5 مليار درهم بما فيها 46,3 مليار درهم (75% من المجموع) كإكتتابات صافية للدين الداخلي و 15,2 مليار درهم كصافي الديون الخارجية (25% من المجموع).

الإكتتابات الصافية للدين الداخلي

سجلت الإكتتابات الصافية للدين الداخلي ارتفاعاً قدره 7,2 مليار درهم حيث انتقلت من 39,1 مليار درهم سنة 2011 إلى 46,3 مليار درهم سنة 2012. وتميزت الإكتتابات الصافية الشهرية بـ:

- تناقص الدين الصافي المتراكم بمبلغ 2 مليار درهم خلال شهر يوليو، و
 - تزايد الدين خلال الأشهر الأخرى من السنة بـ 48,2 مليار درهم.
- وفي ما يتعلق بالإكتتابات الصافية لسندات ذات أمد 5 سنوات وأكثر، فقد بلغت 31,9 مليار درهم ناتجة عن التدفقات الصافية الإيجابية لسندات ذات أمد 5 سنوات حيث تزايد حجمها بـ 23 مليار درهم.

الإكتتابات الصافية للسندات ذات الامد 5 سنوات وأكثر المصدرة في سوق المزادات

تدفقات	تحميلات أصل الدين	إكتتابات	
23 097	2 405	25 502	5 سنوات
4 963	9 397	14 360	10 سنوات
3 423	3 047	6 470	15 سنة
200	-	200	20 سنة
200	-	200	20 سنة
31 883	14 849	46 732	الاجمالي

التدفقات الصافية للدين الخارجي للخزينة

بلغت التدفقات الصافية للاقتراض الخارجي للخزينة 15,3 مليار درهم سنة 2012، مسجلة بذلك ارتفاعا بحوالي 7,8 مليار درهم مقارنة مع التدفقات المسجلة سنة 2011.

صافي الدين الخارجي للخزينة حسب مجموعة الدائنين

2012		2011		ملليون درهم
حصة	حجم	حصة	حجم	
%84	12 839	-	-	السوق المالي الدولي
-	-	%2	152	دائنون ثنائيون
%16	2 411	%98	7 127	مؤسسات دولية
%100	15 250	%100	7 279	المجموع

مؤشرات تكلفة و مخاطر دين الخزينة

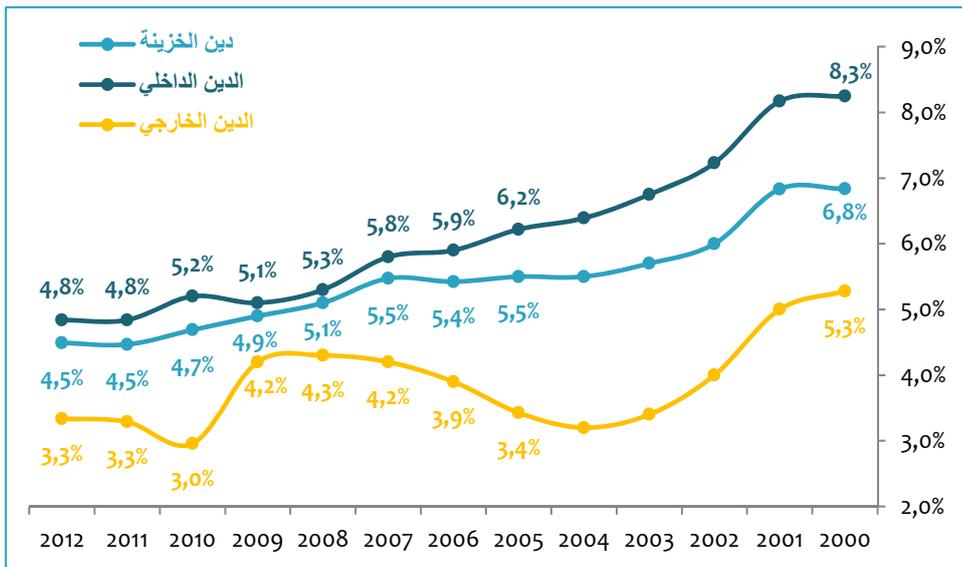
مؤشرات التكلفة

التكلفة المتوسطة لدين الخزينة

بلغت التكلفة المتوسطة لدين الخزينة 4,5% في متم سنة 2012 مسجلة بذلك استقرارا مقارنة مع السنة الماضية.

فيما يخص التكلفة المتوسطة للدين الداخلي، فقد انخفضت ب 5 نقاط لتنتقل من 4,84% خلال سنة 2011 الى 4,79% سنة 2012 نتيجة تجديد الدين الطويل الأجل ذو سعر فائدة مرتفع بإصدارات جديدة ذات أسعار فائدة أقل ارتفاعا.

تطور التكلفة المتوسطة لدين الخزينة



أما فيما يخص الدين الخارجي فيعزى ارتفاع تكلفته بالأساس إلى ارتفاع مستويات أسعار الفائدة المتغيرة بعملة الأورو في سنة 2012 و التي ارتفعت بحوالي 10 نقاط أساس في المتوسط مقارنة مع مستواها في السنة الماضية.

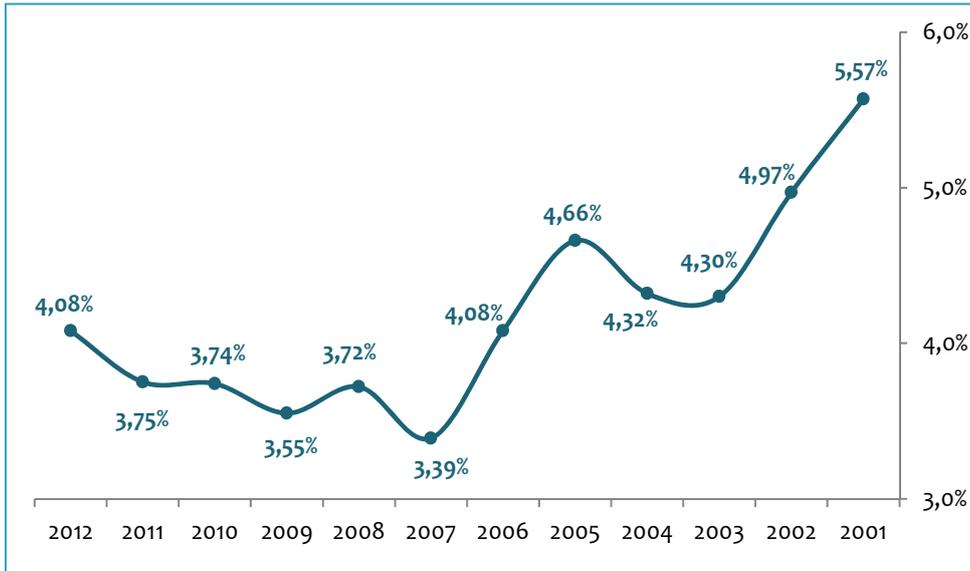
سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار

بلغ سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات خلال سنة 2012، دون احتساب الإصدارات ذات الأجل الجد قصير، 4,08% مسجلا بذلك ارتفاعا يقدر ب 33 نقطة أساس مقارنة مع السنة الماضية (3,74%).

حسب الأجل، بلغ هذا المؤشر 3,51% بالنسبة للسندات ذات الأجل القصير و 4,08% بالنسبة للسندات ذات الأجل المتوسط و 4,55% بالنسبة للسندات ذات الأجل الطويل مقابل 3,38% و 3,73% و 4,26% على التوالي مسجلة سنة 2011.

و يعزى ارتفاع سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار بالأساس إلى ارتفاع أسعار الفائدة المرجحة في سوق سندات الخزينة خلال هذه السنة حيث بلغ +53,4 نقطة أساس في المتوسط.

تطور سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات



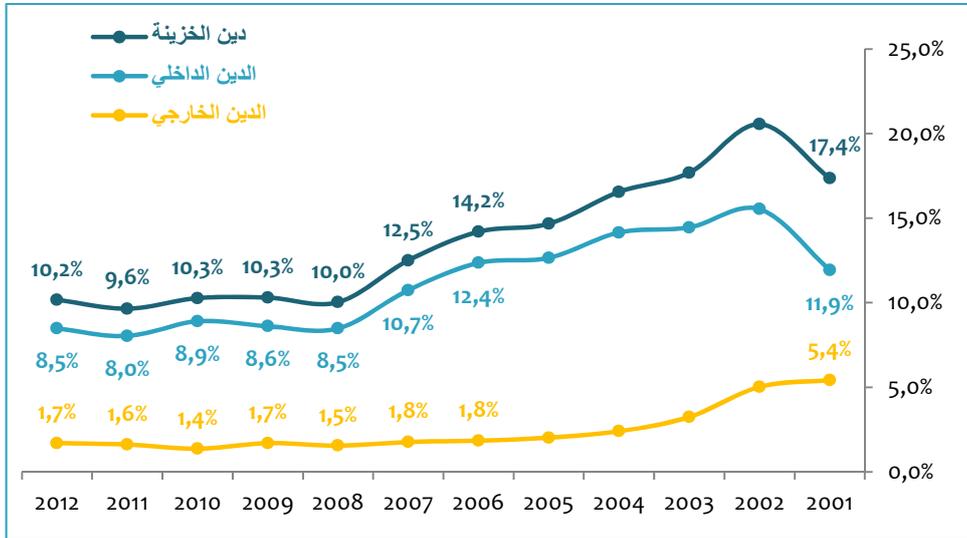
نسب خدمة دين الخزينة

حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية

وصلت حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية ، دون احتساب القيمة المضافة للجماعات المحلية ومداخل الصناديق الخصوصية للخزينة، إلى 10,2% في متم سنة 2012 مقابل 9,6% سنة 2011 مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 0,6 نقطة مئوية.

و بلغت حصة تحملات فائدة الدين الداخلي بالنسبة للموارد العادية 8,5% في متم سنة 2012 مقابل 8,0% السنة الماضية.

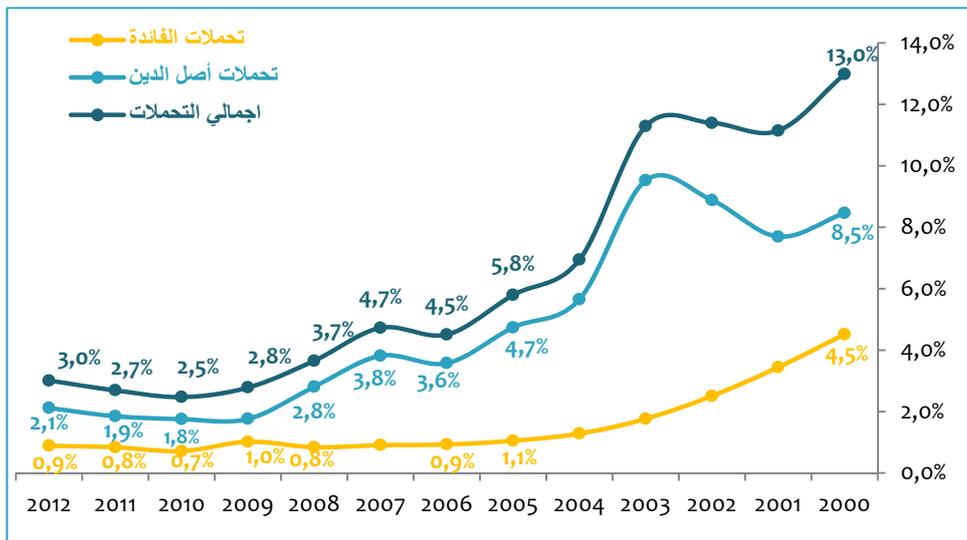
تطور حصة تحملات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة للموارد العادية



التحملات الإجمالية للدين الخارجي للخزينة بالنسبة للمداخيل الجارية لميزان الأداءات

بلغت التحملات الإجمالية للدين الخارجي للخزينة نسبة إلى المداخيل الجارية لميزان الأداءات 3,0% في متم سنة 2012 مقابل 2,7% سنة 2011 مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 0,3 نقطة.

تطور التحملات الإجمالية للدين الخارجي للخزينة بالنسبة للمداخيل الجارية لميزان الأداءات



مؤشرات المخاطر

خطر إعادة التمويل

يتعلق هذا الخطر بظروف تجديد الدين الذي يصل موعد استحقاقه و الذي قد يتم تسديده عبر تعبئة موارد مالية بكلفة أكبر. و يمكن رصد هذا الخطر عبر تحديد سقف للمؤشرين التاليين قصد حصر حصة الدين الذي يتم تجديده على المدى القصير.

حصة الدين قصير الأجل

بلغت حصة الدين قصير الأجل 16% في متم سنة 2012 مقابل 14% سنة 2011 مسجلة ارتفاعا يقدر بحوالي 2 نقاط.

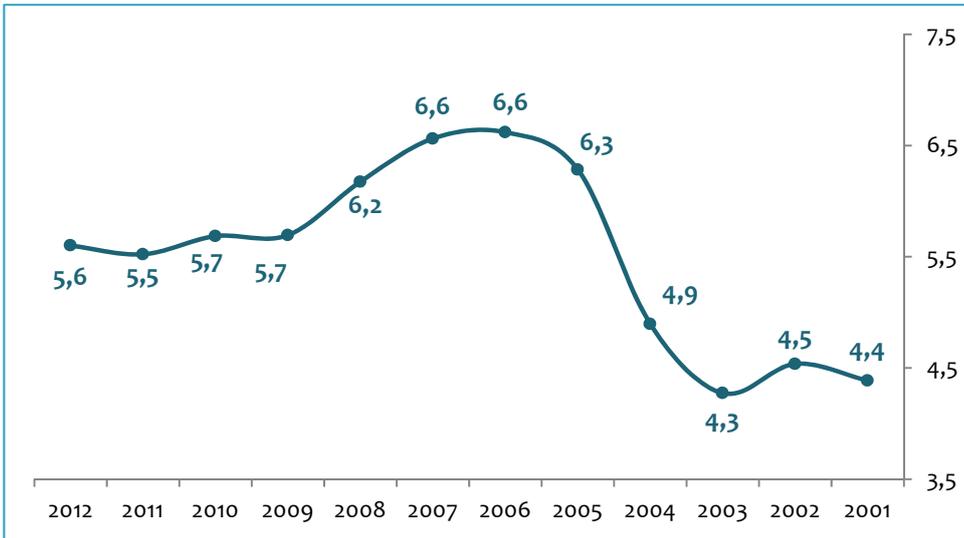
و يعزى هذا الارتفاع اساسا إلى ارتفاع حصة الدين قصير الأجل في محفظة الدين الداخلي حيث انتقلت من 16% السنة الماضية إلى 18% خلال سنة 2012 و ذلك نتيجة تكثيف الإصدارات ذات أمد سنتان أو أقل خلال السنتين الفارقتين.

أما فيما يخص الدين الخارجي، فقد استقرت حصة سداد أصل الدين ذو أجل أقل من سنة في حدود 6,6% من مجموع حجم هذا الدين.

متوسط المدة المتبقية للسداد

بلغ متوسط المدة المتبقية لسداد دين الخزينة 5 سنوات و 7 أشهر، مسجلا ارتفاعا بشهر واحد مقارنة مع سنة 2011.

تطور المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة



حسب نوعية الدين، بلغ متوسط المدة المتبقية لسداد الدين الداخلي 4 سنوات و 8 اشهر مسجلة بذلك انخفاضا قدره 3 أشهر مقارنة مع السنة الفارطة. و يعزى هذا الانخفاض أساسا إلى أهمية اكتتابات الخزينة للسندات ذات الأمد سنتين أو أقل.

أما بالنسبة للدين الخارجي للخزينة، ونظرا لطبيعة القروض المبرمة مع الدائنين الثنائي والمتعددي الأطراف و التي تتميز بتوزيع سداد أصل الدين على فترة السداد ، فقد بلغ متوسط المدة المتبقية للسداد، مئتم سنة 2012، 8 سنوات و 5 أشهر.

خطر التمويل أو السيولة

معدل التغطية الشهري للإصدارات

انخفض معدل التغطية الشهري للإصدارات خلال سنة 2012 حيث بلغ 2,1 مرة مقابل 5,4 مرات 2011 و ذلك راجع إلى انخفاض طلب المستثمرين ب 55% مقارنة مع سنة 2011.

خطر تقلبات أسعار الصرف

تمثل حصة الدين بالدرهم في محفظة الخزينة حوالي 76% متوافقة مع تركيبة المحفظة المرجعية لدين الخزينة مما يجعلها أقل عرضة لتقلبات أسعار الصرف.

وتمثل الحصة المتبقية الدين الخارجي للخزينة (24%) وتبقى من حيث تركيبها حسب العملات قريبة من تركيبة المحفظة المرجعية للدين الخارجي للخزينة (75 إلى 80% باليورو و 20 إلى 25% بالدولار) وذلك نتيجة الحرص على اختيار الأورو كعملة أساسية بالنسبة للقروض الجديدة، خصوصا التي تمت تعبئتها لدى البنك الدولي والبنك الأفريقي للتنمية، و كذا اللجوء لعملية مقايضة العملة (من الدولار إلى اليورو) التي همت الشطر الأول من السندات التي تم إصدارها في السوق المالي الدولي في 5 دجنبر 2012 بمبلغ مليار دولار ولأجل سداد مدته عشر سنوات.

خطر تقلبات أسعار الفائدة

تمكنت مديرية الخزينة والمالية الخارجية من التحكم في خطر تقلبات أسعار الفائدة حيث لا تمثل نسبة الفوائد العائمة سوى 6,5% ونسبة الديون القصيرة المدى (أقل من سنة) سوى 16% في مئتم 2012. وتعتبر هذه التركيبة نتيجة للحصة المهمة التي يمثلها الدين الداخلي في محفظة الخزينة وكذا للتدبير النشط للدين الخارجي عن طريق اللجوء لعمليات تثبيت سعر الفائدة حيث تجدر الإشارة أنه تم خلال سنتي 2010 و 2011 القيام بسبع عمليات في هذا الإطار.

الدين الداخلي المضمون

بلغ حجم الدين الداخلي المضمون من طرف الدولة 18,1 مليار درهم في متم سنة 2012 مقابل 15,5 مليار درهم في متم سنة 2011 مسجلا بذلك ارتفاعا يقدر ب 2,6 مليار درهم أو 17%.

و يرجع هذا الارتفاع إلى إصدار قرضين مضمونين من طرف الدولة لصالح الطرق السيارة بالمغرب بمبلغ 1,7 مليار درهم و شركة السلطة المينائية طنجة المتوسط بمبلغ 1,5 مليار درهم.

و يبرز توزيع حجم هذا الدين حسب المدة المتبقية، إلى متم سنة 2012، أن حجم الدين طويل الأجل يمثل نسبة 82% من حجم الدين الكلي مقابل 15% لحجم الدين متوسط الأجل و 4% لحجم الدين قصير الأجل، أي نفس البنية الملاحظة منذ سنة 2010.

لا يزال يستفيد من ضمان الدولة للقروض الداخلية مؤسستان هما الطرق السيارة بالمغرب و الوكالة الخاصة لطنجة المتوسط. و تبقى الطرق السيارة بالمغرب المستفيد الرئيسي بحصة تقدر ب 67% و حجم إجمالي يقدر ب 12,1 مليار درهم.

و قد بلغت تحملات خدمة الدين الداخلي المضمون 1,5 مليار درهم سنة 2012 منها 655 مليون درهم لأصل الدين (بانخفاض قدره 8% بالنسبة إلى 2011) و 810 مليون درهم للفوائد (بارتفاع قدره 10% بالنسبة إلى 2011).

تتمثل المؤشرات الرئيسية للدين الداخلي المضمون في ما يلي:

- بلغت حصة الدين الداخلي المضمون من الناتج الداخلي الخام 2,16% في متم سنة 2012، أي بارتفاع بلغ 0.23 نقطة مقارنة مع السنة الماضية؛
- بلغ متوسط المدة المتبقية لسداد الدين 12 سنة و شهر بارتفاع يقدر ب 11 أشهر مقارنة مع سنة 2011 (11 سنوات و 2 أشهر)؛
- سجلت التكلفة المتوسطة للدين انخفاضاً قدره 26 نقطة أساس بالنسبة لسنة 2011 حيث بلغت 5,13% في متم سنة 2012 مقابل 5,39% سنة 2011.
- و هكذا فقد ارتفع حجم الدين الداخلي العام ب 14% سنة 2012 ليبلغ 394,9 مليار درهم مقابل 346,8 مليار درهم نهاية 2011.
- و يشكل الدين الداخلي المضمون 4,6% من الدين الداخلي الكلي مقابل 4,5% سنة 2011.

التدبير النسيط للدين الخارجي للخزينة

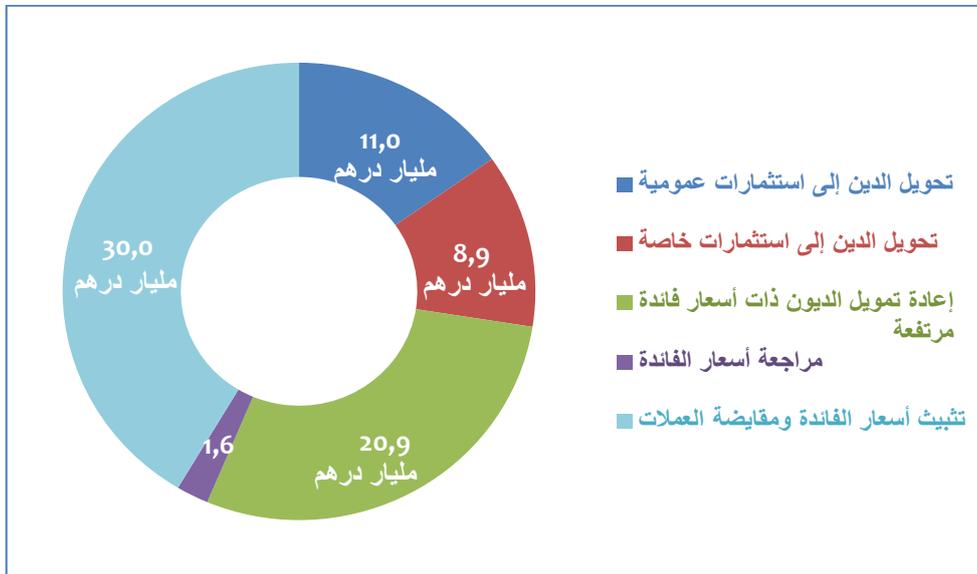
التدبير النشط للدين الخارجي للخزينة

نهج المغرب منذ سنة 1996 سياسة التدبير النشط للمديونية الخارجية قصد التخفيف من عبئها على الاقتصاد الوطني والحد من تأثيرات المخاطر المالية المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف ونسب الفائدة وكذا إعادة التمويل.

وتعتمد سياسة التدبير النشط للمديونية الخارجية، التي مكنت من معالجة ما يزيد عن 72 مليار درهم، على مجموعة من الآليات من بينها:

- تحويل الدين إلى استثمارات عمومية وخاصة،
- إعادة تمويل الديون ذات نسب فائدة مرتفعة،
- إعادة التفاوض مع بعض الدائنين حول نسب الفائدة المطبقة على القروض،
- اللجوء إلى عمليات مقايضة العملات وتثبيت أسعار الفائدة.

حصيلة سياسة التدبير النشط للمديونية الخارجية منذ 1996



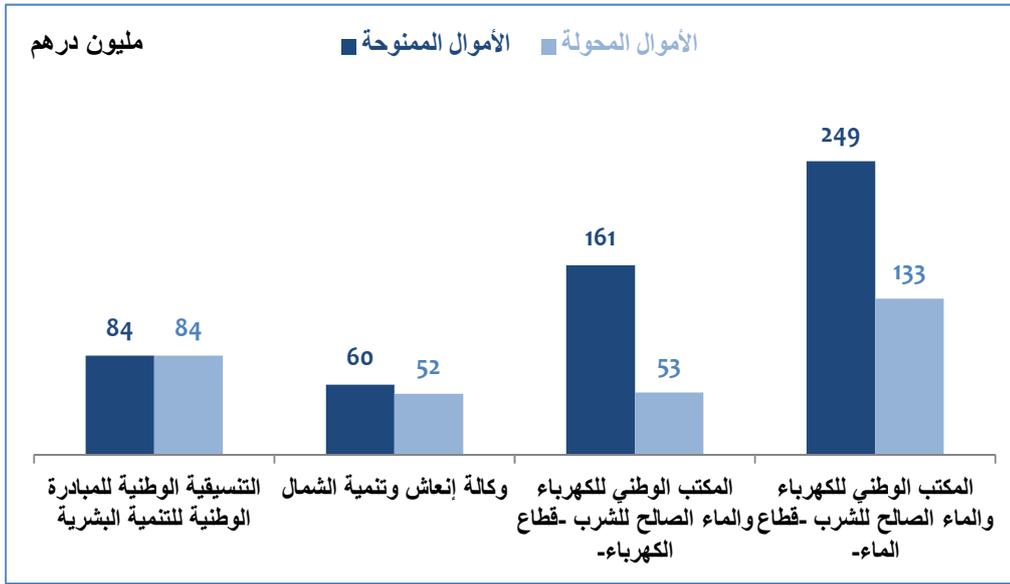
في سنة 2012، تمت معالجة حوالي 8,5 مليار درهم من خلال مواصلة إنجاز المشاريع الممولة في إطار اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية المبرمتين مع كل من إسبانيا وإيطاليا وكذا من خلال اللجوء إلى عملية مقايضة للعملة (من الدولار إلى اليورو) همت الشطر الأول من السندات التي تم إصدارها في السوق المالي الدولي في 5 دجنبر 2012 بمبلغ مليار دولار وأجل سداد مدته عشر سنوات.

تحويل الدين إلى استثمارات عمومية

في إطار مواصلة إنجاز المشاريع الممولة من خلال اتفاقيتي تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعتين مع كل من إسبانيا في 9 دجنبر 2003 بغلاف مالي قدره 50 مليون أورو وإيطاليا في 13 مايو 2009 بغلاف مالي قدره 20 مليون أورو، عرفت سنة 2012 تحويل ما يعادل 75,3 مليون درهم موزعة كما يلي :

- 73,2 مليون درهم في إطار برنامج تحويل الدين الموقع مع إسبانيا وذلك من خلال مشاريع المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب المرتبطة بالتطهير السائل لمدينتي شفشاون والسعيدية واقتناء تجهيزات كهربائية لتعزيز الشبكة الوطنية للكهرباء.

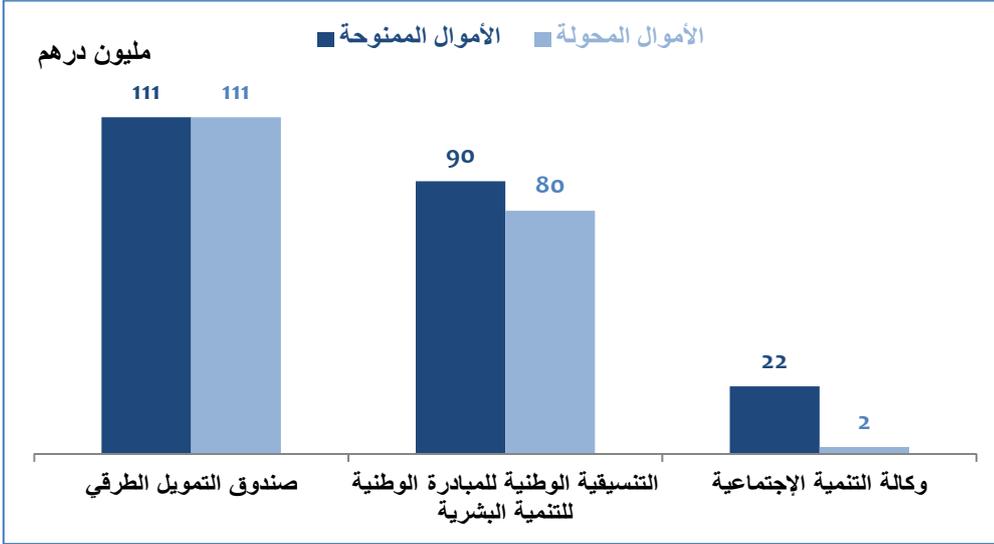
الوضعية المالية لبرنامج تحويل الدين الموقع مع إسبانيا



- 2,1 مليون درهم في إطار اتفاقية تحويل الدين الموقعة مع إيطاليا. وقد تم صرف هذا المبلغ في إطار مشاريع المبادرة الوطنية للتنمية البشرية وكذا برنامج تنمية قدرات الجمعيات المغربية الذي يتم إنجازه عن طريق وكالة التنمية الاجتماعية.

وقد تميزت سنة 2012 كذلك بإتمام مشروع إنجاز وتهيئة 8 طرق قروية تمتد على مسافة 106 كلم بمنطقة أزيلال والمندرج في إطار البرنامج الوطني الثاني للطرق القروية. وقد ساهم هذا المشروع المنجز عن طريق صندوق التمويل الطرقي والذي استفادت منه ساكنة تقدر بحوالي 33 800 نسمة، في تعزيز المجهودات المبذولة من طرف الدولة لفك العزلة عن الساكنة القروية لجهة تادلة- أزيلال.

الوضعية المالية لاتفاقية تحويل الدين الموقعة مع إيطاليا



تدبير مخاطر الدين الخارجي للخزينة

واصلت مديرية الخزينة و المالية الخارجية خلال سنة 2012 سياسة تدبير المخاطر التي تهدف من خلالها إلى الحد من تأثيرات المخاطر المالية المرتبطة بتدبير الديون الخارجية للخزينة خصوصا منها المتعلقة بتقلبات أسعار الصرف ونسب الفائدة.

وتعتمد مديرية الخزينة و المالية الخارجية في هذا الصدد، بالإضافة إلى الحرص على اختيار ملائم للعملات ونوعية أسعار فائدة (ثابتة أو متغيرة) القروض الجديدة، على آليات مقايضة العملات وتثبيت أسعار الفائدة للحفاظ على تركيبة محفظة الدين الخارجي للخزينة قريبة من التركيبة المرجعية سواء من حيث العملات (75 إلى 80% باليورو و 20 إلى 25% بالدولار) أو من حيث نسبة القروض ذات أسعار فائدة متغيرة (25 إلى 30%).

وفي هذا الإطار، لجأت مديرية الخزينة و المالية الخارجية، خلال سنة 2012، لعملية مقايضة للعملة (من الدولار إلى اليورو) همت الشطر الأول من السندات التي تم إصدارها في السوق المالي الدولي في 5 دجنبر 2012 بمبلغ مليار دولار ولأجل سداد مدته عشر سنوات. وقد تم اللجوء لهذه العملية لتقليص نسبة الدين الخارجي بالدولار التي بلغت 22% مقابل 68% بالنسبة لليورو بعد هذا الإصدار الذي بلغ مجموع قيمته 1,5 مليار دولار (الشطر الأول بقيمة مليار دولار بسعر فائدة 4,25% وأجل سداد مدته 10 سنوات والثاني بقيمة 500 مليون دولار بسعر فائدة 5,5% وأجل سداد مدته 30 عاما).

وقد تم اختيار البنك الدولي لإجراء هذه العملية من أجل الاستفادة من تصنيفه الائتماني « AAA » وهو الشيء الذي مكن من الحصول على سعر فائدة منخفض حيث تمت مقايضة مبلغ الشطر الأولى من السندات أي مليار دولار بسعر فائدة 4,25% بمبلغ إجمالي قدره حوالي 753 مليون يورو بسعر فائدة 3,75%.

كما مكنت هذه العملية من رفع نسبة الديون الخارجية للخزينة باليورو من 68% إلى 76,6% وبالتالي الاقتراب من أهداف المحفظة المرجعية من حيث تركيبتها فيما يخص العملات.

وتجدر الإشارة إلى أن الإصدار الذي قام به المغرب في السوق المالي الدولي بقيمة 1,5 مليار دولار بسعر فائدة ثابت قد مكن من تقليص نسبة القروض ذات أسعار فائدة متغيرة حيث انخفضت نسبتها في محفظة الدين الخارجي من 33% إلى 31,8% مما مكن من الاقتراب من أهداف المحفظة المرجعية من حيث نسبة القروض ذات أسعار فائدة متغيرة وهو الشيء الذي يجعلها أقل عرضة لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

الدين الخارجي العمومي

حجم الدين الخارجي العمومي

بلغ حجم الدين الخارجي العمومي في نهاية 2012 حوالي 212,7 مليار درهم بزيادة قدرها 23,6 مليار درهم أو 12,5% عن المستوى المسجل بتم سنة 2011. وتعزى هذه الزيادة إلى:

- الرصيد الايجابي للتدفقات الصافية للاقتراض الخارجي والذي بلغ 23,8 مليار درهم خلال 2012؛

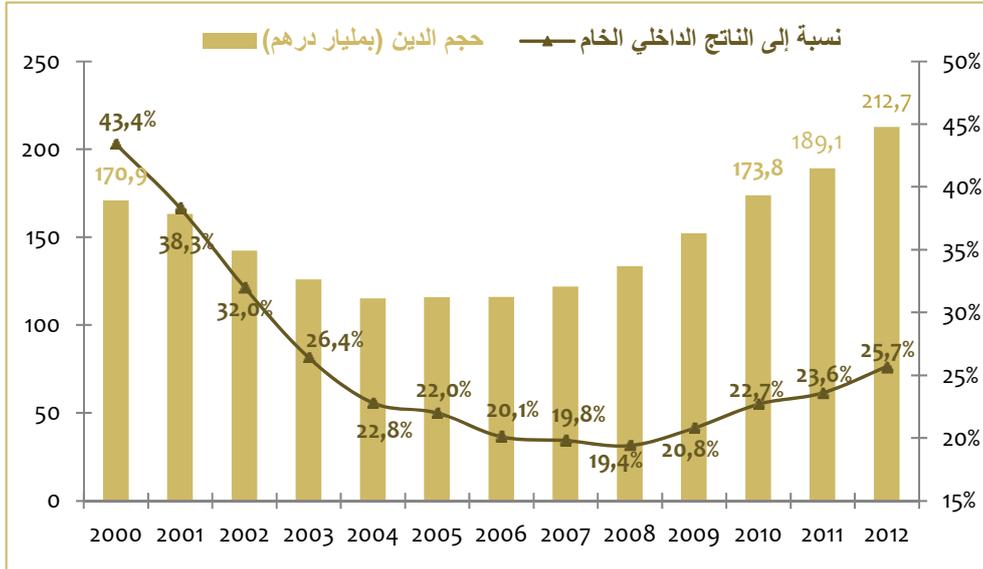
- ارتفاع أسعار السندات المصدرة باليورو في السوق المالي الدولي سنة 2007 و 2010؛

- تأثير سعر الصرف نتيجة ارتفاع قيمة العملات الأجنبية الرئيسية مقابل الدرهم خاصة الين الياباني (+12%) و الدولار الأمريكي و العملات المرتبطة به (+1,7%).

من جانبها، بلغت نسبة الدين الخارجي العمومي إلى الناتج الداخلي الخام 25,7% بزيادة 2.1 نقطة مئوية من الناتج الداخلي الخام مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2011 (23,6%).

يبين الرسم أدناه تطور المؤشرات الرئيسية للدين الخارجي العمومي منذ سنة 2000.

تطور حجم الدين الخارجي العمومي



إذا قيم بالدولار الأمريكي واليورو، فإن حجم الدين الخارجي العمومي يقدر، في نهاية 2012، بمبلغ 25,2 مليار دولار و 19,1 مليار أورو على التوالي.

بنية الدين حسب الدائنين

تحتل المؤسسات الدولية للتنمية المرتبة الأولى بين مجموعة الدائنين للمغرب بحجم دين بلغ 104,7 مليار درهم أي ما يعادل 49,2% من الدين الخارجي العمومي مقابل 52,4% عام 2008 و 40,1% عام 2003.

هذا الترتيب يؤكد، للسنة التاسعة على التوالي، المجهودات المبذولة من طرف المغرب لتعبئة التمويلات الخارجية من هذه المؤسسات لإنجاز برامج الإصلاحات الهيكلية والقطاعية.

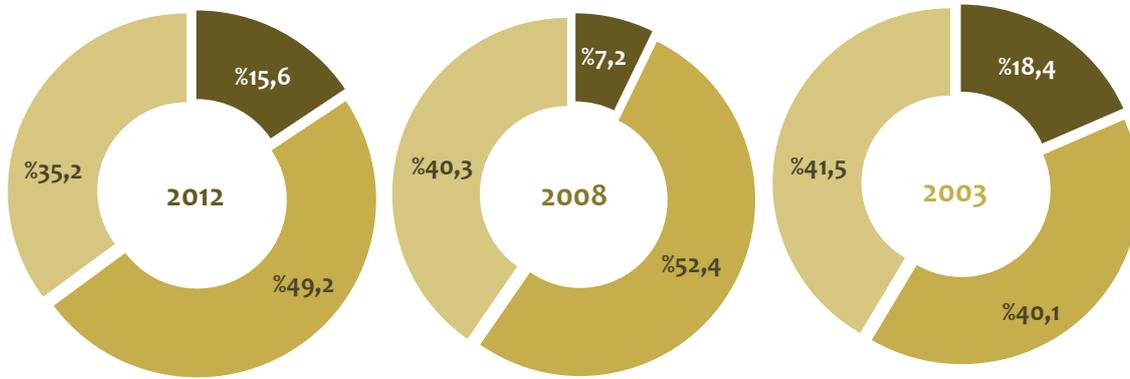
تجدر الإشارة إلى أن البنك الإفريقي للتنمية يتصدر الدائنين المتعددي الأطراف، للسنة الرابعة على التوالي، بنسبة 29,1% من الديون المتعددة الأطراف، أمام البنك الدولي للإنشاء والتعمير ب 23,8% من الديون والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 20,5%.

وفيما يتعلق بالديون الثنائية، فقد بلغ حجمها سنة 2012 مبلغ 74,8 مليار درهم أو 35,2% من مجموع الدين الخارجي العمومي. تحتل فرنسا المرتبة الأولى ب 38,4% من هذه الديون، تليها اليابان بنسبة 15,1% وهولندا ب 8,42%.

ومن جانبه، بلغ حجم الدين اتجاه الأبنك التجارية و السوق المالي الدولي مبلغ 33,2 مليار درهم، أي 15,6% من مجموع الدين الخارجي العمومي.

الرسوم أدناه، تبين تطور توزيع حجم الدين حسب المجموعات الدائنة.

تطور توزيع حجم الدين حسب المجموعات الدائنة



■ الأبنك التجارية و السوق المالي الدولي ■ الدائنون متعددي الأطراف ■ الدائنون ثنائيي الأطراف

في نهاية سنة 2012، وبدون احتساب السوق المالي الدولي، بلغت حصة خمسة مقرضين ما يقرب الثلث من مجموع الدين الخارجي العمومي. ويتعلق الأمر ب:

الدائنون	الحصة (%)
البنك الإفريقي للتنمية	17,0%
فرنسا	16,0%
البنك الدولي للإنشاء و التعمير	13,9%
البنك الأوروبي للاستثمار	12,0%
الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية	6,9%

بنية الدين حسب المدينين

حسب المقترضين، بلغ دين الخزينة، التي تعتبر أول مقترض، مبلغ 116,9 مليار درهم وهو ما يعادل 54,9% من مجموع الدين الخارجي العمومي. وقد اتسم تطور دين الخزينة في نهاية عام 2012 بمواصلة التوجه التصاعدي الذي بدأ عام 2007 بمعدل سنوي متوسط بلغ 10,3%. هذا التطور يعزى إلى سياسة التحكم المتبعة بين الموارد الداخلية والخارجية من أجل الحد من استنزاف الموارد الداخلية، تجنب مزاحمة القطاع الخاص وكذا المساهمة في إعادة بناء مستوى مريح من احتياطات الصرف.

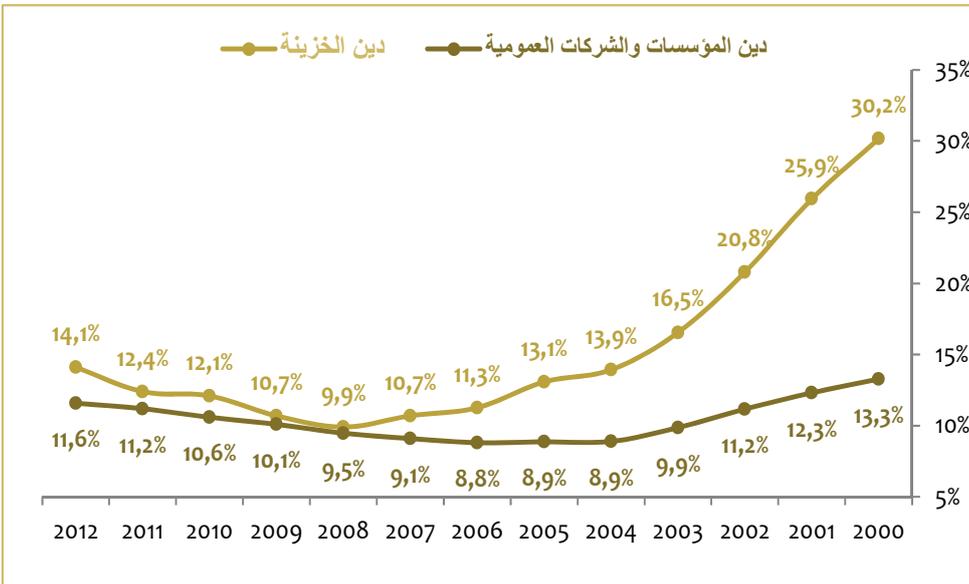
اللجوء إلى الموارد الخارجية يتم بشكل متحكم فيه ويخضع إلى معايير انتقائية تعطي الأولوية إلى القروض ذات الشروط الميسرة (سعر الفائدة، أجل الاستحقاق، فترات السماح..). كذلك التي يتم منحها من طرف الدائنين متعددي الأطراف. باقي حاجيات التمويل يتم تعبئتها من السوق المالي العالمي مع اختيار توقيت مناسب من أجل الحصول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

من جانبها، بلغت ديون المؤسسات والشركات العمومية 95,8 مليار درهم وهو ما يعادل 45,1% من حجم الدين الخارجي العمومي. هذه الديون تخص بالأساس:

المدينون	المبلغ (مليار درهم)
المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب	36,0
الطرق السيارة بالمغرب	22,3
صندوق تمويل الطرق	6,2
مجموعة المكتب الشريف للفوسفاط	6,1

و قد شهدت ديون المؤسسات والشركات العمومية أيضا إتجاها تصاعديا منذ سنة 2005 و ذلك بزيادة سنوية متوسطة بنسبة 9,9%. و يعود ذلك إلى لجوء هذه المؤسسات المتزايدة إلى التمويلات الخارجية لتغطية حاجيات برامجها الاستثمارية الطموحة.

تطور نسبة الدين الخارجي للخزينة و المؤسسات والشركات العمومية نسبة إلى الناتج الداخلي الخام

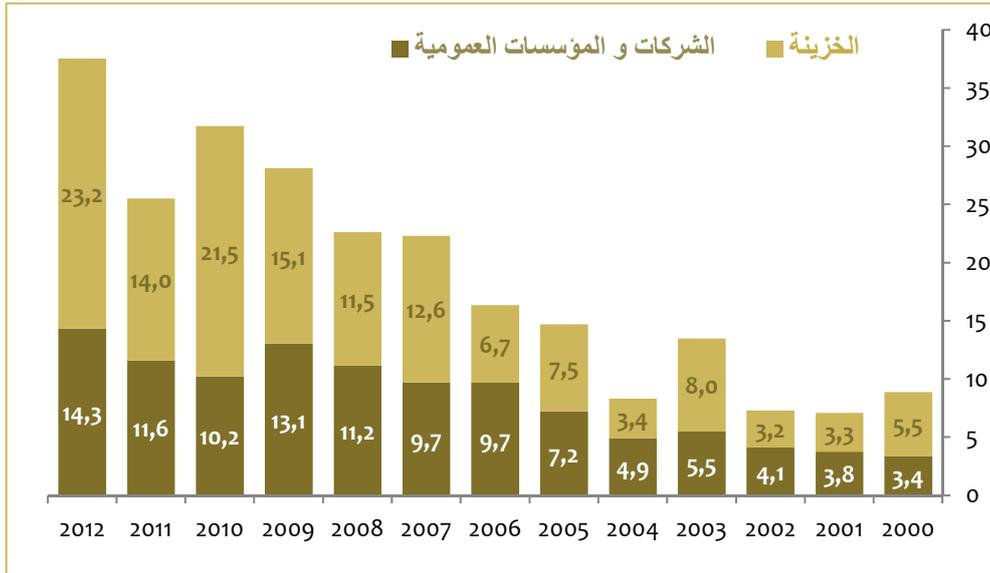


السحوبات على القروض الخارجية

بلغت الموارد الخارجية التي تمت تعبئتها خلال سنة 2012 من قبل القطاع العام مبلغ 37,5 مليار درهم، مقابل 25,5 مليار درهم سنة 2011 أي بزيادة بلغت 47%. وإذا لم يؤخذ في الحسبان الإصدار السندي في السوق المالي الدولي لسنة 2012 (1,5 مليار دولار) ، فتكون هذه الموارد بلغت 24,7 مليار درهم أي بزيادة 3% مقارنة مع السنة الفارطة.

يوضح الرسم البياني أدناه تطور السحوبات على الاقتراض الخارجي العمومي حسب المدينيين الرئيسيين.

تطور السحوبات على الاقتراض الخارجي العمومي (بمليار درهم)

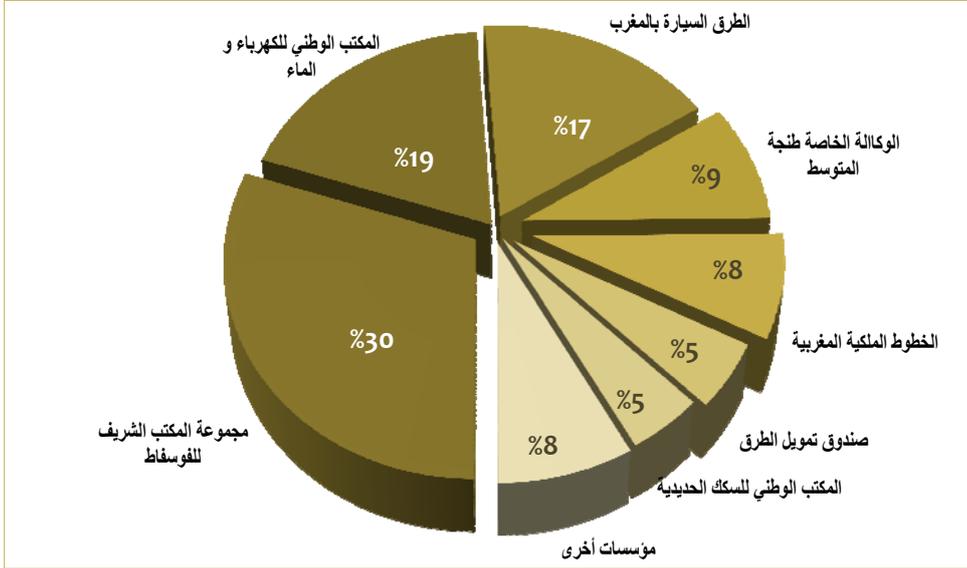


فيما يخص السحوبات المعبأة من طرف الخزينة، فقد بلغت سنة 2012 ما يعادل 23,2 مليار درهم خصصت 6,7 مليار درهم منها لدعم برامج الإصلاحات الهيكلية والقطاعية فيما خصصت 3,6 مليار درهم لتمويل المشاريع الاستثمارية.

وبالنسبة للمؤسسات العمومية، فقد بلغت السحوبات المعبأة حوالي 14,3 مليار درهم، مسجلة انخفاضا قدره 23% مقارنة مع سنة 2011 (11,6 مليار درهم). وقد استفاد من هاته السحوبات كل من مجموعة المكتب الشريف للفوسفات (4,3 مليار درهم)، المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (2,7 مليار درهم)، الطرق السيارة بالمغرب (2,4 مليار درهم) والوكالة الخاصة لطنجة المتوسط (1,3 مليار درهم).

يوضح الرسم البياني أدناه توزيع السحوبات على الاقتراض الخارجي للمؤسسات العمومية خلال 2012 حسب المدينيين الرئيسيين.

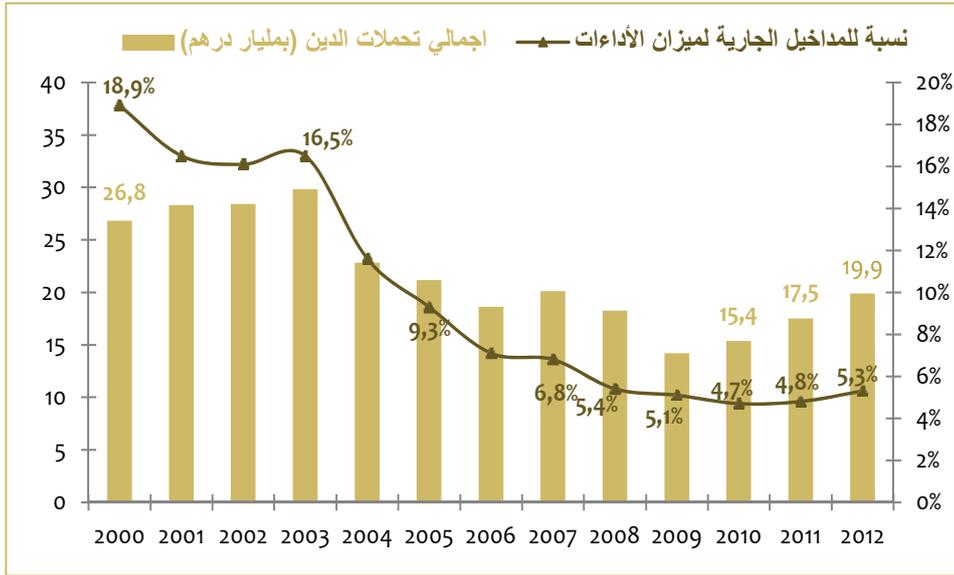
توزيع السحوبات المعبأة حسب المؤسسات و الشركات العمومية



خدمة الدين الخارجي العمومي

بلغت تحملات الدين الخارجي العمومي من أصل الدين و فوائد و عمولات سنة 2012 ما مقداره 19,9 مليار درهم مقابل 17,5 مليار درهم سنة 2011 مسجلة بذلك ارتفاعا بـ 2,4 مليار درهم. و قد مثلت خدمة الدين الخارجي العمومي سنة 2012 نسبة 5,3% من المداخيل الجارية لميزان المدفوعات مقابل 4,8% سنة 2011 و 18,9% سنة 2000.

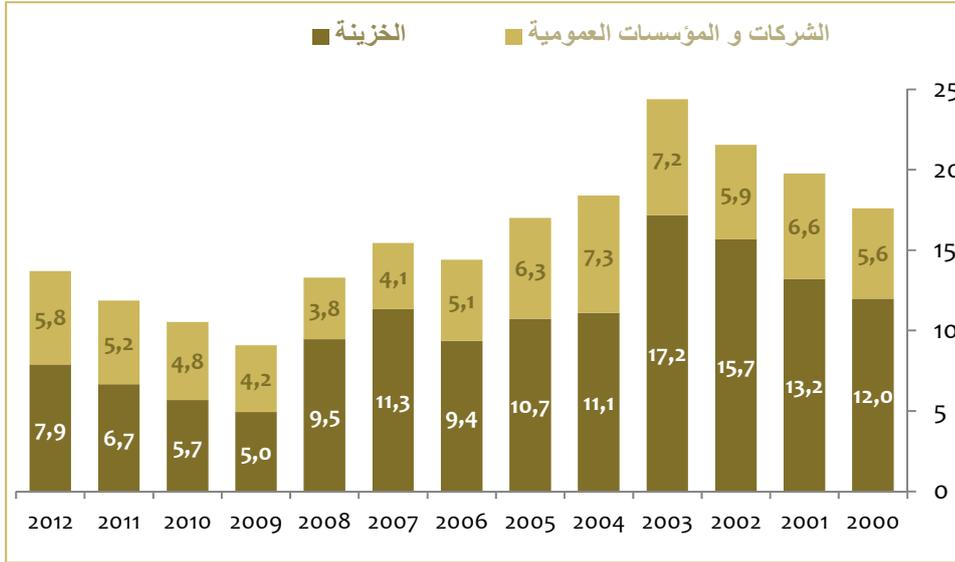
تطور تحملات الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



أصل الدين

بلغت دفعات أصل الدين الخارجي العمومي لسنة 2012 ما مقداره 13,7 مليار درهم مقابل 11,9 مليار درهم سنة 2011 أي بزيادة قدرها 1,8 مليار درهم همت أساسا الدائنين متعددي و ثنائي الأطراف وذلك نتيجة بداية سداد أصل الدين لبعض القروض الممنوحة من طرفهم.

تطور تحملات أصل الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



وفيما يتعلق بدين المؤسسات العمومية، فقد بلغت تحملات أصل الدين مبلغ 5,8 مليار درهم أي بارتفاع 0,6 مليار درهم مقارنة مع المستوى المسجل سنة 2011. ويهم هذا الارتفاع أساسا دفعات أصل الدين المسددة من طرف المكتب الوطني للماء و الكهرباء (+393 مليون درهم) و الطرق السيارة بالمغرب (+201 مليون درهم).

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

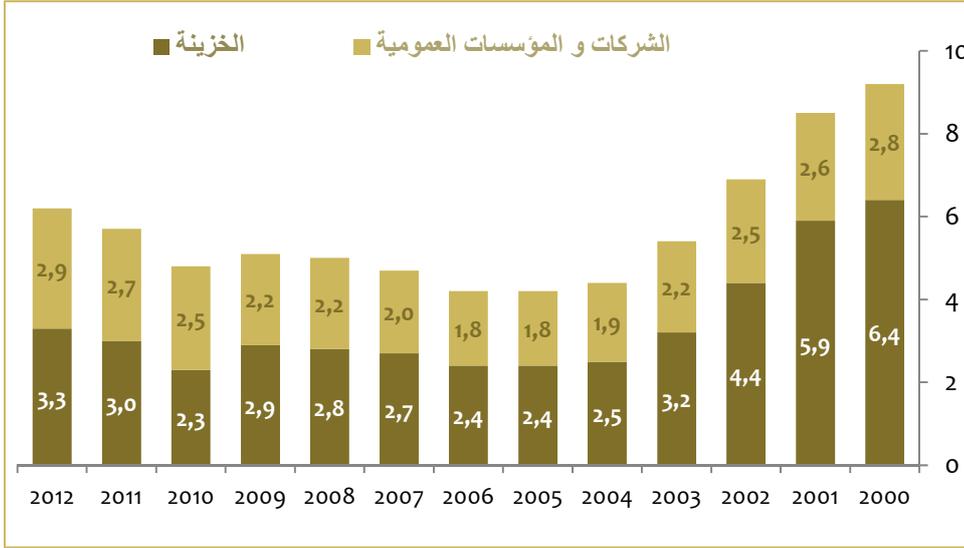
(%)	الأقساط المدفوعة	الدائنون
40%	5,5 مليار درهم	الدائنون ثنائيو الأطراف
13%	1,8 مليار درهم	فرنسا
54%	7,4 مليار درهم	الدائنون متعددو الأطراف
12%	1,7 مليار درهم	البنك الدولي
6%	0,8 مليار درهم	السوق المالي الدولي و الأبنك التجارية

الفوائد والعمولات

بلغت فوائد و عمولات الدين الخارجي العمومي، سنة 2012، 6,2 مليار درهم مقابل 5,7 مليار درهم سنة 2011 مسجلة بذلك ارتفاعا بـ 0,5 مليار درهم.

و يعزى هذا التطور إلى ارتفاع حجم الدين الخارجي العمومي لسنة 2011 وبداية سداد الفوائد المرتبطة بسحوبات النصف الأول من سنة 2012.

تطور فوائد وعمولات الدين الخارجي العمومي (بمليار درهم)



وتتوزع دفعات الفوائد لسنة 2012، حسب المدينين، بين الخزينة ب 3,3 مليار درهم مقابل 2,9 مليار درهم للمؤسسات العمومية همت أساسا المكتب الوطني للماء والكهرباء بما مقداره 1 مليار درهم والطرق السيارة بالمغرب ب 0,8 مليار درهم.

وتتوزع دفعات الفوائد والعمولات لسنة 2012 حسب فئات الدائنين كما يلي:

(%)	فوائد وعمولات	الدائنون
%34	2,1 مليار درهم	الدائنون ثنائيي الأطراف
%49	3,1 مليار درهم	الدائنون متعددو الأطراف
%17	1,0 مليار درهم	السوق المالي الدولي و الأبناء التجارية

السوق الثانوية لسندات الخزينة

السوق الثانوية لسندات الخزينة

في ظرفية صعبة اتسمت بعدم وضوح الرؤية فيما يخص تطور وضعية المالية العامة، عرف نشاط السوق الثانوي لسندات الخزينة، سنة 2012، ركودا رافقه تقلص في مدد السندات المتداولة، حيث أن حجم المعاملات الباتة وصل إلى ما يناهز 142,3 مليار درهم مقابل 188,5 مليار درهم سنة 2011 في حين وصلت حصة المعاملات التي همت السندات ذات الأجل القصير نسبة 49%.

بخصوص سيولة السوق الثانوي، فقد تميزت بانخفاض مؤشراتها حيث أن معدل الدوران بلغ 35% متم سنة 2012 مقابل 53% سنة 2011 في حين سجل متوسط حجم المعاملات الباتة 99 مليون درهم مقابل 106 مليون سنة 2011.

فيما يتعلق بتطور أسعار الفائدة في السوق الثانوي، فقد سجلت ارتفاعا بلغ 41 نقطة أساس في المتوسط. و قد هم هذا الارتفاع بالخصوص السندات ذات الأجل المتوسط والطويل.

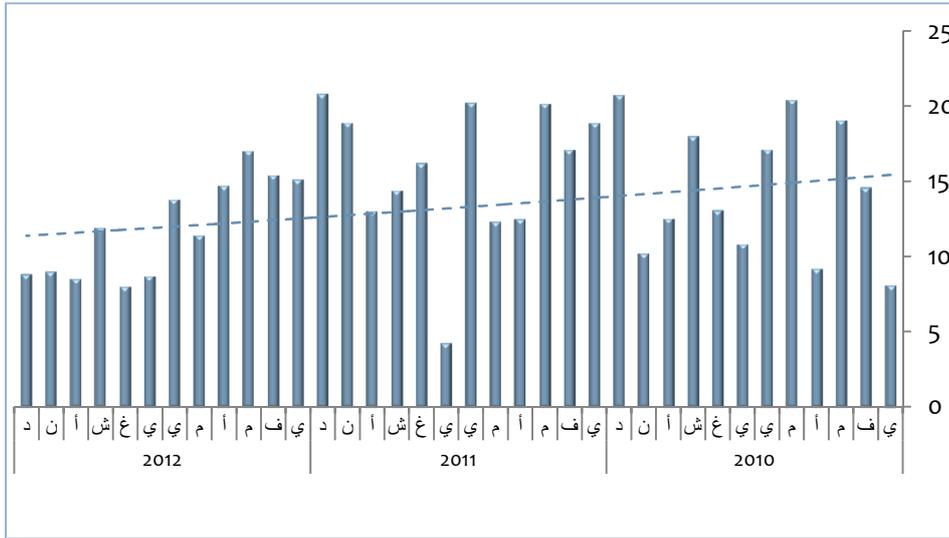
حجم المبادلات الباتة

تأثر نشاط السوق الثانوي لسندات الخزينة خلال سنة 2012 بظرفية صعبة اتسمت، من جهة ، بعدم وضوح الرؤية فيما يخص تطور وضعية المالية العامة خصوصا فيما يتعلق بحاجيات تمويل الخزينة و، من جهة أخرى ، باستمرار تفاقم عجز السيولة البنكية.

على الرغم من تزويد السوق الثانوي بأوراق مالية جديدة على إثر الإصدارات المهمة التي قامت بها الخزينة في السوق الأولى خلال هذه السنة حيث بلغ الحجم الصافي للإصدارات 42,5 مليار درهم سنة 2012 مقابل 36,4 مليار درهم سنة 2011، فقد عرف حجم المعاملات الباتة تراجعا ناهز 24% بالمقارنة مع 2011 حيث وصل إلى 142,3 مليار درهم سنة 2012 مقابل 188,5 مليار درهم سنة 2011.

يعزى هذا التطور إلى التراجع الهام الذي سجل على مستوى طلب المستثمرين لسندات الخزينة و الذي يعكس حالة الترقب و الحذر اللذان سادا في ظل توقعات ارتفاع لأسعار الفائدة.

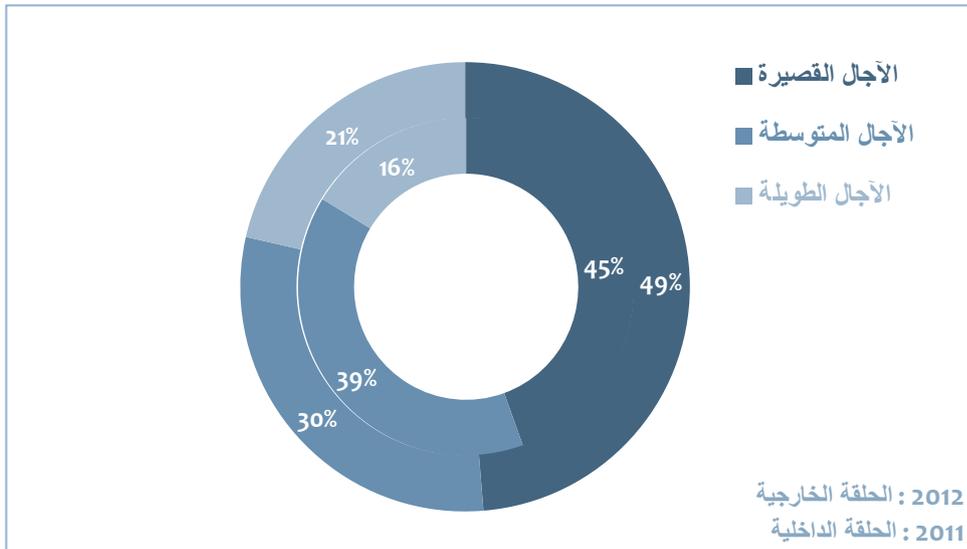
الحجم الشهري للمعاملات الباتة (بمليار درهم)



تميزت بنية المبادلات بارتفاع المعاملات التي أجريت على السندات ذات الأجل القصير، إذ ارتفعت حصتها من 45 % سنة 2011 إلى ما يناهز 49% سنة 2012، أي بزيادة قدرها 4 نقاط. وتعزى هذه الزيادة إلى التطور الملحوظ الذي عرفته إصدارات الخزينة للسندات ذات الأجل القصير في السوق الأولى و التي وصلت إلى 21% من مجموع الإصدارات، من جهة، و إلى محدودية المخاطر المرتبطة بالسندات ذات الأجل القصير والناجمة عن ضعف حساسيتها لتقلبات سعر الفائدة، من جهة أخرى.

في نفس الوقت، عرفت المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية ذات الأجل الطويل تحسنا، إذ ارتفعت حصتها من 16 % سنة 2011 إلى 21 % سنة 2012 في حين سجلت المعاملات التي همت الأوراق المالية ذات الأجل المتوسط تراجعاً بحيث انخفضت حصتها من 39 % سنة 2011 إلى 30 % سنة 2012، أي بتراجع ناهز 9%.

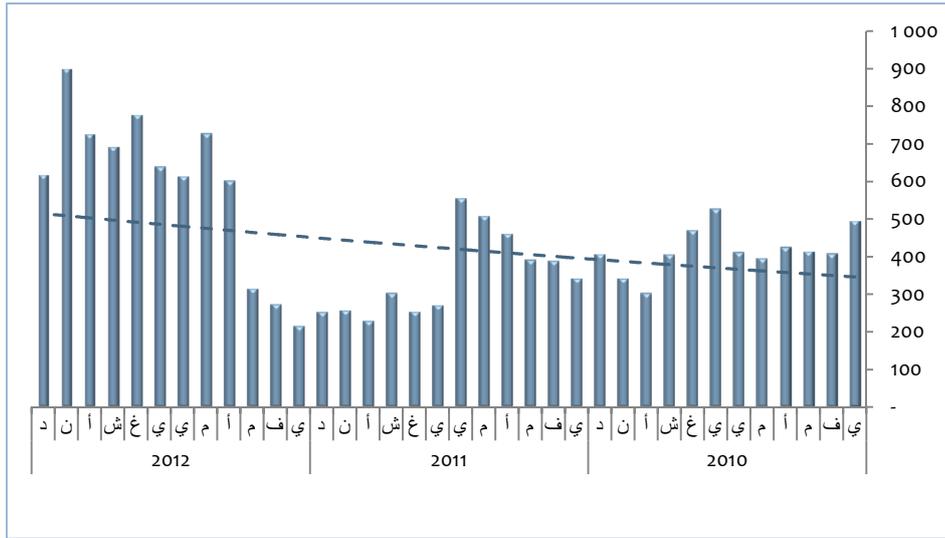
توزيع حجم المعاملات الباتة حسب الأجل



معاملات الاستحفاظ (Repos)

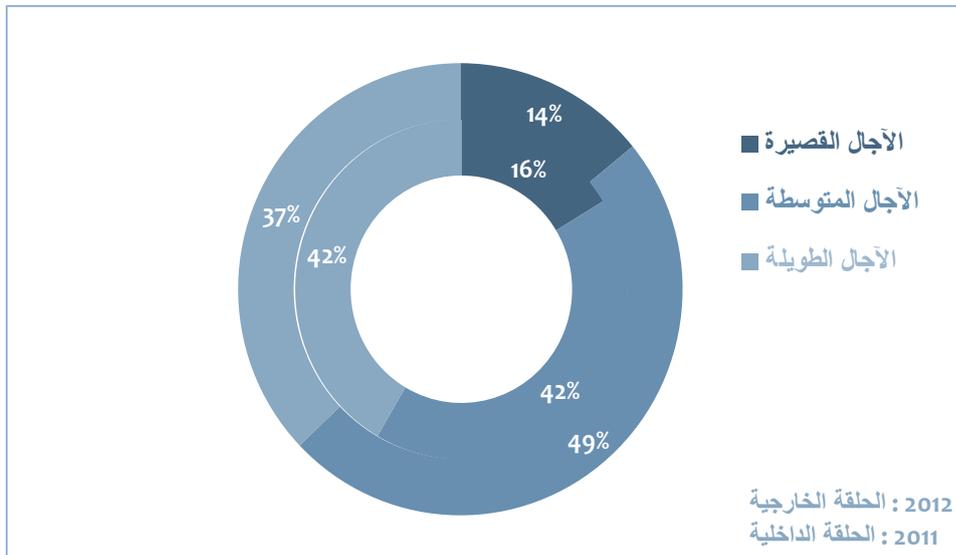
على غرار السنوات الماضية، ظلت معاملات الاستحفاظ تهيمن بشكل كبير على نشاط السوق الثانوي لسندات الخزينة بحيث غطت 98% من مجموع المعاملات متم سنة 2012. عرف حجم هذه المعاملات تحسنا ملحوظا ناهز 75% مقارنة بسنة 2011، إذ بلغ حجم المعاملات 7084 مليار درهم (بيع و شراء).

الحجم الشهري لمعاملات الاستحفاظ (بمليار درهم)



بالنسبة للسندات التي تم استعمالها كضمان لهذه المعاملات، يلاحظ أنه تم استعمال أكبر للسندات ذات الأجل المتوسط في المبادلات بين المستثمرين، إذ بلغت حصتها 49% من مجموع المبادلات بينما لم تتعدى حصة معاملات الاستحفاظ التي همت السندات ذات الأجل القصير والطويل 14% و 38%، تباعا.

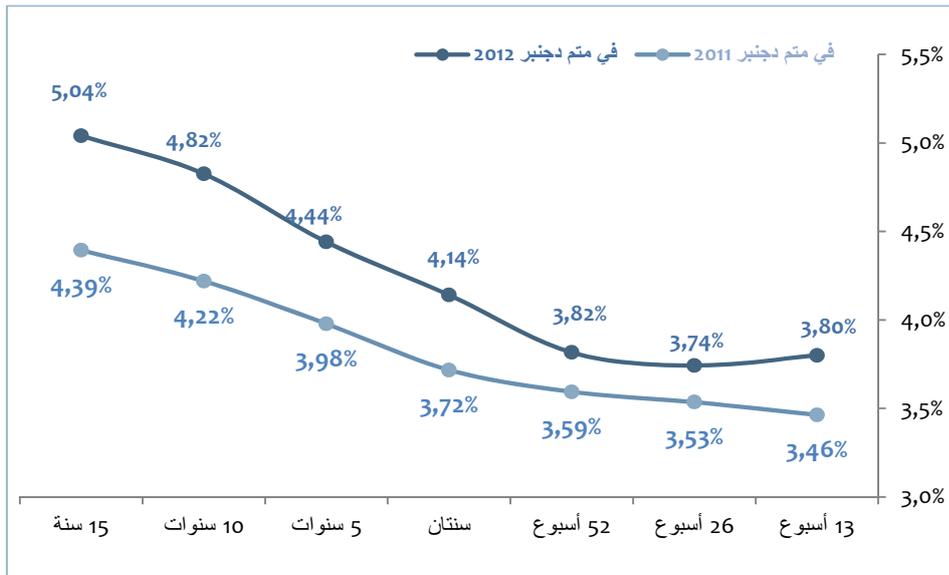
توزيع عمليات الاستحفاظ حسب أجل السندات المستعملة كضمان



مستويات أسعار الفائدة المتداولة في السوق الثانوية

خلال سنة 2012 ، كان لارتفاع حاجيات تمويل الخزينة، من جهة، و عدم وضوح الرؤية فيما يتعلق بتوقعات مستويات سعر الفائدة، من جهة أخرى، الأثر العميق على تطور أسعار الفائدة، حيث سجلت ارتفاعا هم جميع أطراف منحنى أسعار الفائدة مقارنة بالمستويات المسجلة متم سنة 2011، إذ ناهز 41 نقطة أساس في المتوسط. في هذا الصدد، سجلت أكثر الارتفاعات لدى السندات ذات أمد 5 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة إذ بلغت 46 نقطة أساس ، 61 نقطة أساس و 65 نقطة أساس، على التوالي.

تطور سعر الفائدة في السوق الثانوية ما بين 2011 و 2012



مرت مستويات معدلات الفائدة في السوق الثانوية، خلال سنة 2012، عبر مرحلتين رئيسيتين:

- المرحلة الأولى الموافقة للنصف الأول من السنة والتي اتسمت بتباين تطور مستويات أسعار الفائدة، حيث سجل سعر فائدة سندات ذات الأجل القصير تراجعا طفيفا بلغ في المتوسط 4 نقاط أساس نتيجة لخفض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب ، في حين سجلت مستويات سعر فائدة سندات ذات الأجل المتوسط والطويل ارتفاعا ناهز في المتوسط 4 و11 نقطة أساس على التوالي.
- المرحلة الثانية تميزت بارتفاع هم جميع أطراف منحنى أسعار الفائدة. بدأ هذا الارتفاع مع نهاية الفصل الأول من السنة ليصير أكثر حدة مع متم سنة 2012 حيث بلغ في المتوسط 38 نقطة أساس.

سيولة السوق الثانوية لسندات الخزينة

تأثرت السيولة في السوق الثانوية لسندات الخزينة سلبا بسبب عدم وضوح الرؤية لدى المستثمرين حيال احتياجات الخزينة من التمويلات و كذا الارتفاع المهم في مستويات سعر الفائدة مما خلق حالة من الترقب في السوق. ويتجلى تراجع سيولة السوق الثانوي في انخفاض المؤشرات التالية :

معدل الدوران

- للتذكير يتم احتساب معدل الدوران بقسمة حجم المعاملات المسجل خلال فترة معينة على حجم الدين الذي تمثله الخطوط المتداولة. بالنسبة لهذه السنة، وصل معدل الدوران إلى 0,35 مقابل 0,53 سنة 2011، مما يعني أن 35% من مجموع الدين تم تداوله في السوق الثانوي.

معدل حجم المعاملات الباتة

- يتم احتساب معدل حجم المعاملات الباتة بقسمة الحجم الكلي للمعاملات الباتة على عدد العمليات المسجلة خلال فترة معينة. يمكن هذا المؤشر من قياس قدرة المتدخلين على انجاز معاملات ذات حجم اكبر. خلال سنة 2012، بلغ هذا المعدل 99 مليون درهم مقابل 106 مليون درهم سنة 2011، ليسجل بذلك انخفاضا قدره 6%.

معدل الحجم اليومي للمعاملات

- في أعقاب تراجع ديناميكية السوق الثانوية سنة 2012، سجل معدل الحجم اليومي للمعاملات الباتة انخفاضا ليستقر في 593 مليون درهم عوض 784 مليون درهم سنة 2011.

التدبير النشيط لمالية الخزينة

أهداف و أدوات التدبير النشيط لمالية الخزينة

يهدف تدبير مالية الخزينة إلى ضمان تدبير أمثل للمال العام و التأكد من أن الدولة تتوفر، في كل وقت و تحت أي ظرف، على موارد مالية كافية لأداء التزاماتها المالية و تجنب وجود رصيد مدين في نهاية اليوم على مستوى الحساب الجاري للخزينة المفتوح لدى بنك المغرب.

هذا الحرص على التدبير الجيد للمال العام يتجلى يوميا في التدبير العملي لمالية الخزينة عن طريق القيام بعمليات توظيف الفائض المؤقت من الحساب الجاري للخزينة في السوق النقدية، من ناحية، و بعمليات اقتراض السيولة في السوق القائمة ما بين البنوك على مدى جد قصير لمواجهة النفقات الغير متوقعة، من جهة أخرى.

أدوات التدبير النشيط لمالية الخزينة

تتمثل أدوات التدبير النشيط لمالية الخزينة في العمليات التالية :

- استحفاظ سندات الخزينة لمدة لا تتعدى 7 أيام عمل ؛
- توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة في السوق القائمة ما بين البنوك لمدة يوم واحد ؛ و
- اقتراض السيولة في السوق القائمة ما بين البنوك (يوم واحد) Emprunts en blanc.

حصيلة تدخلات الخزينة في السوق النقدية خلال سنة 2012

قامت الخزينة خلال سنة 2012 بعمليات التدبير النشط لمالية الخزينة في ظرفية تميزت باستمرار تفاقم عجز السيولة البنكية و الذي تم امتصاصه من طرف بنك المغرب عبر تدخلاتها المنتظمة.

في هذه الظرفية، تراجع قليلا حجم طلب المستثمرين لعمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة بحوالي 6% ليصل إلى 559,3 مليار درهم مقابل 596,0 مليار درهم سنة 2011 موازاة مع انخفاض أسعار الفائدة المقترحة نتيجة انخفاض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب ب 25 نقطة أساس في أواخر شهر مارس 2012.

العمليات المنجزة سنة 2012

في متم سنة 2012، قامت الخزينة ب314 عملية تدبير نشيط لمالية الخزينة منها 285 عملية توظيف فائض الحساب الجاري و 29 عملية اقتراض في السوق القائمة ما بين البنوك. و بالمقارنة مع سنة 2011، فإن اللجوء إلى أدوات الخزينة يبين استعمالا أكبر للاقتراض في السوق القائمة ما بين البنوك مما يشهد بتدبير أكثر دقة للخزينة العمومية وتدبير أمثل للدين.

عمليات الاقتراض	عمليات التوظيف		
في السوق القائمة بين البنوك	عن طريق الاستحفاظ	في السوق القائمة بين البنوك	
29	221	84	عدد العمليات المعلنة
29	209	76	العمليات المنجزة
9%	67%	24%	التوزيع
يوم واحد	ما بين يوم واحد و 7 أيام	يوم واحد	المدة

الحجم الموظف و أسعار الفائدة خلال سنة 2012

الحجم الموظف

بلغ الحجم الإجمالي الموظف من طرف الخزينة في السوق النقدية خلال سنة 2012 حوالي 411,6 مليار درهم مقابل 429,3 مليار درهم سنة 2011.

أما بخصوص نوع العمليات، فقد سجل حجم عمليات التوظيف عبر استحفاظ سندات الخزينة استقرارا مقارنة مع السنة الماضية حيث بلغ حوالي 315,8 مليار درهم. وقد بلغ الحجم اليومي المتوسط لهذه العمليات 3,1 مليار درهم مقابل 2,5 مليار درهم خلال السنة الماضية.

من جهة أخرى، بلغ الحجم الموظف في السوق القائمة ما بين البنوك حوالي 95,8 مليار درهم مسجلا بذلك انخفاضا قدره 16% مقارنة مع السنة الماضية، في حين بلغ الحجم الجاري الموظف يوميا 1,3 مليار درهم في المتوسط، مقابل 1,2 مليار درهم سنة 2011.

و تجدر الإشارة إلى أن عمليات التوظيف في السوق القائمة ما بين البنوك المنجزة هذه السنة، لم تمثل سوى 12% من إجمالي الحجم المتداول في هذه السوق و هو نفس المستوى المسجل السنة الماضية. و يرجع ذلك إلى أن الخزينة تفضل اللجوء إلى عمليات استحفاظ السندات التي تحد بشكل كبير من مخطر الطرف المقابل (risque de contrepartie) (أو خطر التخلف عن الدفع (défaut de règlement) مقارنة بعمليات التوظيف في السوق القائمة ما بين البنوك.

توزيع حجم عمليات التوظيف حسب نوعيتها

معدل التغير 2011/2012	إجمالي 2012	عمليات التوظيف عن طريق الاستحفاظ		عمليات التوظيف في السوق القائمة ما بين البنوك		بملايين درهم		
		معدل التغير	2012	2011	معدل التغير		2012	2011
-4% ▼	411 590	-	315 760	315 169	-16%	95 830	114 100	الحجم الإجمالي الموظف
-	100%	▲	77%	73%	▼	23%	27%	النسبة
+24% ▲	3 428	+25%	3 064	2 454	+4%	1 268	1 218	الحجم المتوسط الموظف في اليوم

أسعار فائدة عمليات التوظيف

تراوحت أسعار فائدة عمليات توظيف فائض مالية الخزينة (بكل أنواعها) ما بين 2% و 3,92% باستثناء 8 عمليات أنجزت خلال 18 و 19 من شهر شتنبر و 12، 15 و 16 من شهر أكتوبر التي بلغت أسعار فائدتها ما بين 4% و 4,3% نتيجة لارتفاع الحاجيات المالية للبنوك وسطاء الخزينة. كما بلغ سعر الفائدة اليومي 2,99% لهاته العمليات، مسجلا بذلك انخفاضا قدره 19 نقطة أساس مقارنة مع السنة الماضية (3,18%). و يعزى هذا الانخفاض أساسا إلى انخفاض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب ب 25 نقطة أساس في أواخر شهر مارس 2012.

حسب نوعية عمليات التوظيف، بلغ سعر الفائدة اليومي لعمليات استحفاظ سندات الخزينة 2,86% مقابل 3,11% سنة 2011 بانخفاض قدره 24,9 نقطة أساس.

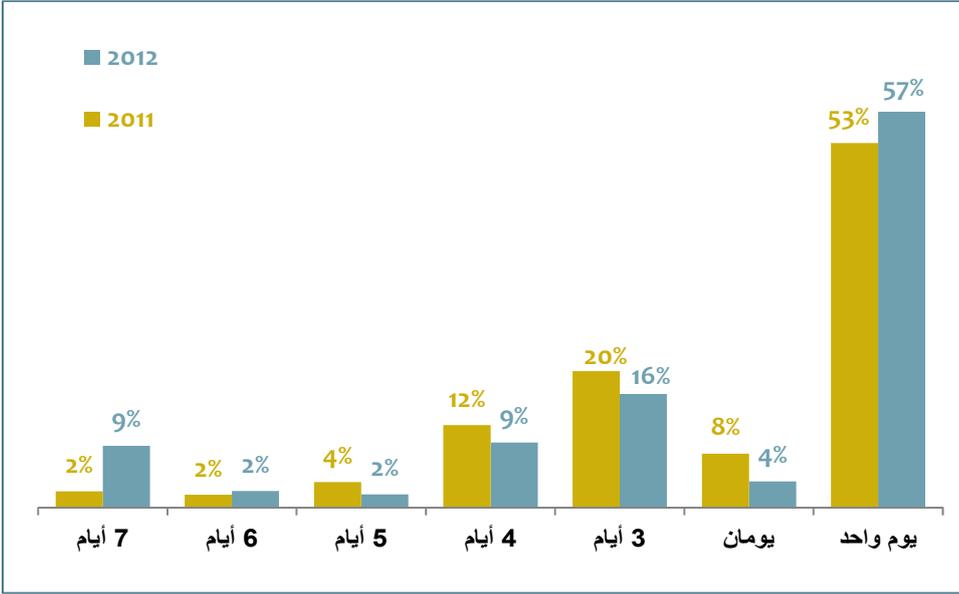
أما فيما يخص عمليات التوظيف في السوق القائمة ما بين البنوك، فقد بلغ سعر فائدتها اليومي 3,26% مقابل 3,32% سنة 2011، أي بانخفاض قدره 5,4 نقطة أساس.

مدة عمليات توظيف فائض مالية الخزينة

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

وهكذا، بلغت حصة عمليات الاستحفاظ ذات آجال يوم واحد، 57% من الحجم الإجمالي الموظف في متم سنة 2012 مقابل 53% سنة 2011، في حين لم تتجاوز حصة عمليات التوظيف ذات آجال 3 أيام و ما فوق 22%.

توزيع عمليات استحقاق سندات الخزينة حسب المدة



عمليات الاقتراض من السوق القائمة ما بين البنوك

قامت الخزينة خلال سنة 2012 بإنجاز 29 عملية اقتراض في السوق القائمة ما بين البنوك حيث بلغ الحجم الإجمالي المقترض 50,9 مليار درهم بسعر فائدة متوسط وصل إلى 3,31% وحجم متوسط بلغ 1,8 مليار درهم.

الفوائد المحصل عليها من عمليات التدبير النشط لمالية الخزينة

مكن التدبير النشط لمالية الخزينة خلال سنة 2012 (توظيف فائض مالية الخزينة و مداخيل الحساب الجاري) من تحصيل عائدات تقدر بحوالي 113,4 مليون درهم (صافية من الضرائب) منها 56 مليون درهم (أو 49% من إجمالي العائدات) على شكل فوائد عمليات التوظيف.

وقد بلغت محاصيل التدبير النشط للدين منذ بداية العمليات حوالي 427,7 مليون درهم منها 247,6 مليون درهم (أو 57,9% من المحاصيل الإجمالية) كفوائد محصلة عن الرصيد الجاري لدى بنك المغرب.

تدابير الإصلاح
المنجزة خلال سنة

2012

تدابير الإصلاح المنجزة خلال سنة 2012

خلال سنة 2012 تم اتخاذ مجموعة من التدابير يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- انجاز المشاريع المدرجة في اطار المساعدة التقنية الممنوحة من طرف البنك الدولي والتي تتمثل في:

أ- وضع إستراتيجية لخلق الخطوط المرجعية على مستوى السوق الداخلي. وقد نتج عن الأشغال المنجزة في إطار هذا المشروع اقتراح تدابير جديدة من شأنها تعزيز شفافية سياسة إصدار سندات الخزينة في السوق الأولية. وتتجلى هذه التدابير فيما يلي:

1. إعادة تنظيم جدول إصدار سندات الخزينة وذلك عن طريق تقليص الخطوط المقترحة خلال حصص المزاد، الفصل بين حصص إصدار سندات الخزينة ذات الأجل القصير و حصص إصدار سندات الخزينة ذات الأجل المتوسط و الطويل، إلغاء السندات ذات أمد 20 سنة و تنظيم أشهر استحقاق سندات الخزينة؛
2. استشارة البنوك و سطاء الخزينة قبل القيام بإصدار سندات الخزينة؛
3. الإعلان أسبوعيا عن الحجم التقديري للإصدارات ذات الأجل المتوسط و الطويل؛
4. الإعلان عند بداية كل سنة عن المخطط التمويلي للخزينة و نشر بنية و جدول استحقاق الدين.

ب- خلق نظام إلكتروني لتسعير سندات الخزينة. ومن بين التدابير المتخذة في إطار هذا المشروع نذكر :

- 1- تحديد الوظائف المتعلقة بالنظام الإلكتروني لتسعير سندات الخزينة مع البنوك و سطاء الخزينة وجمعية مؤسسات التدبير و صناديق الاستثمار المغربي؛
- 2- اختيار منصة التداول الإلكتروني E-bond التي تمتلكها شركة Bloomberg؛
- 3- توقيع اتفاقيات بين وزارة الاقتصاد و المالية و شركة Bloomberg لاقتناء منصة التداول الإلكتروني E-bond و
- 4- إعداد المساطر المتعلقة بتنظيم النظام الإلكتروني لتسعير سندات الخزينة.

ج- ادخال عمليات تسهيل إقراض سندات الخزينة (Repo facility). في هذا الخصوص تم وضع كل الشروط الأساسية المتعلقة بهذا المشروع و التي تتجلى بالخصوص في إدخال بند في قانون المالية لسنة 2012 يرخّص للخزينة إصدار سندات الخزينة قصد استحقاقها، تحديد قواعد و شروط اللجوء إلى عمليات تسهيل

إقراض سندات الخزينة وصياغة مشروع اتفاقية مع البنوك وسطاء الخزينة بخصوص هذه العمليات.

لكن يبقى اللجوء النهائي لهذه العملية رهينا بالتدابير القانونية المتوجب إدخالها لحل الإشكالية المتعلقة بحيازة الخزينة للسندات التي يتم إصدارها قصد استحقاقها. من أجل ذلك، تم التحضير لدراسة قانونية بهذا الشأن سوف يتم القيام بها في غضون سنة 2013 من طرف مكتب محاماة متخصص يتم اختياره من بين المكاتب التي أبدت رغبتها في القيام بهته الدراسة.

د- مراجعة الاتفاقية التي تربط بين الخزينة و البنوك وسطاء الخزينة. في هذا الإطار تمت إعادة صياغة هذه الاتفاقية و ذلك عبر تعزيز التزامات البنوك وسطاء الخزينة من جهة، ومنحهم امتيازات من جهة أخرى، إضافة الى وضع نظام لتقييم أنشطة هذه البنوك في سوق السندات.

2- تتبع مشروع تهيئة قاعة المعاملات المالية لمديرية الخزينة و المالية الخارجية. يتم انجاز هذا المشروع على مرحلتين : المرحلة الأولى تتمثل في انجاز كل الأشغال المتعلقة بعمليات الهدم، البناء و الإنارة. أما المرحلة الثانية فتخص تجهيز القاعة بجميع المعدات اللوجستكية اللازمة (حواسب، مكاتب و أجهزة السلامة). وتجدر الإشارة الى أنه تم الانتهاء من المرحلة الأولى لهذا المشروع خلال شهر دجنبر 2012 على أن تبدأ المرحلة الثانية في غضون سنة 2013.

3- الانتهاء من المرحلة الرابعة المتعلقة ب"الإعداد والتطوير" لمشروع النظام المعلوماتي المدمج لتدبير الدين و مالية الخزينة.

4- منح هبة مالية بقيمة 7,2 مليون درهم من طرف البنك الإفريقي للتنمية من أجل إنجاز مشروع عصرنة الإطار التنظيمي لتدبير الدين و سوف يتم انجاز هذا المشروع على ثلاث مراحل مختلفة هي:

أ. المرحلة الأولى تتعلق بالقيام بتشخيص شامل للهيكلة الحالية لقطب الدين و اقتراح مخطط عمل لوضع إطار تنظيمي جديد يتماشى مع المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال إضافة إلى إعداد مخطط لتكوين الأطر المكلفة بتسيير الدين و مالية الخزينة.

ب. المرحلة الثانية تتعلق بوضع أدوات العمل التي تتماشى مع الإطار التنظيمي الجديد و تهم (1: انجاز دليل إجراءات الأنشطة التي يقوم بها قطب الدين، 2) خلق إطار للتحكم في المخاطر وذلك بالاعتماد على خريطة المخاطر المتعلقة بعمليات تدبير الدين و مالية الخزينة و تحديد الإطار المفاهيمي لتقييم مخاطر الطرف المقابل، 3) اعتماد نظام المراقبة الداخلية، 4) خلق نظام التدقيق الداخلي و 5) تحديد أدوات تقييم النشاط و نشر المعلومة.

ج. المرحلة الثالثة تهم تطبيق المخطط المقترح لتكوين الأطر.

ملحق إحصائيات الدين

إحصائيات دين الخزينة

يونيو 2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	بمليون درهم
529 502	493 677	430 923	384 605	345 177	325 806	329 779	330 834	327 529	293 972	290 121	دين الخزينة
%7,3	%14,6	%12,0	%11,4	%5,9	%-1,2	%-0,3	%1,0	%11,4	%1,3	%2,2	تغير
	%59,6	%53,7	%50,3	%47,1	%47,3	%53,5	%57,3	%62,1	%58,2	%60,8	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام
407 000	376 805	331 342	292 352	266 439	257 547	263 833	265 777	258 488	223 616	211 197	الدين الداخلي
%8,0	%13,7	%13,4	%9,7	%3,5	%-2,4	%-0,7	%2,8	%15,6	%5,9	%10,4	تغير
	%45,5	%41,3	%38,3	%36,4	%37,4	%42,8	%46,0	%49,0	%44,3	%44,3	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام
122 502	116 872	99 581	92 353	78 738	68 259	65 946	65 057	69 041	70 356	78 924	الدين الخارجي
%4,8	%17,4	%7,8	%17,3	%15,4	%3,5	%1,4	%-5,8	%-1,9	%-10,9	%-14,7	تغير
	%14,1	%12,4	%11,8	%10,7	%9,9	%10,7	%11,3	%13,1	%13,9	%16,5	نسبة للناتج الداخلي الخام

تحميلات الفوائد

12 963	19 915	18 144	17 522	17 429	18 404	19 203	18 802	17 369	17 406	17 393	دين الخزينة
	%9,8	%3,6	%0,5	%-5,3	%-4,2	%2,1	%8,2	%-0,2	%0,1	%-4,2	تغير ب%
	%2,4	%2,3	%2,2	%2,4	%2,7	%3,1	%3,3	%3,3	%3,4	%3,6	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام
	%10,2	%9,6	%10,3	%10,3	%10,0	%12,5	%14,2	%14,7	%16,6	%17,7	نسبة إلى الموارد العادية
11 177	16 591	15 107	15 193	14 566	15 562	16 494	16 362	14 980	14 879	14 211	الدين الداخلي
	%9,8	%-0,6	%4,3	%-6,4	%-5,7	%0,8	%9,2	%0,7	%4,7	%3,6	تغير ب
	%2,0	%1,9	%2,0	%2,0	%2,3	%2,7	%2,8	%2,8	%2,9	%3,0	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام
	%8,5	%8,0	%8,9	%8,6	%8,5	%10,7	%12,4	%12,7	%14,1	%14,5	نسبة إلى الموارد العادية
1 786	3 324	3 037	2 329	2 863	2 842	2 709	2 440	2 389	2 527	3 182	الدين الخارجي
	%9,4	%30,4	%-18,7	%0,7	%4,9	%11,0	%2,1	%-5,4	%-20,6	%-28,3	تغير ب
	%0,4	%0,4	%0,3	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,5	%0,5	%0,7	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام
	%1,7	%1,6	%1,4	%1,7	%1,5	%1,8	%1,8	%2,0	%2,4	%3,2	نسبة إلى الموارد العادية

مؤشرات التكلفة والمخاطر

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

بنية دين الخزينة

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

إحصائيات الدين الداخلي للخزينة



يونيو 2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	بمليون درهم
---------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	-------------

حجم الدين الداخلي

407 000	376 805	331 342	292 252	266 439	257 547	263 833	265 777	258 488	223 616	211 197	الدين الداخلي
	%45,5	%41,3	%38,3	%36,4	%37,4	%42,8	%46,0	%49,0	%44,3	%44,3	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام

توزيع الدين الداخلي حسب الأدوات

387 443	356 721	314 211	277 815	257 937	252 677	259 625	259 954	251 518	214 825	197 100	سوق السندات
50	50	50	50	50	50	50	1 029	1 218	1 398	2 873	سندات 6 أشهر
-	-	-	-	-	-	623	1 894	3 165	4 763	7 503	القروض التعاقدية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	730	القروض الوطنية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	286	886	القروض القديمة
19 507	20 033	17 082	14 387	8 452	4 821	3 534	2 900	2 588	2 344	2 106	أدوات أخرى

توزيع مديونية الخزينة حسب الأجل (دين الخزينة)

97 540	68 958	52 539	61 171	76 102	61 105	46 619	42 793	33 509	43 808	60 836	دين الخزينة
177 487	170 853	159 962	121 307	75 118	69 143	83 685	84 648	104 444	108 776	9 3758	الأجل القصيرة
131 973	136 994	118 842	109 774	115 219	127 300	133 529	138 336	120 535	71 032	56 602	الأجل المتوسطة
											الأجل الطويلة

خدمة الدين الداخلي

54 800	77 768	71 097	84 907	71 117	57 359	47 133	36 261	49 753	69 650	54 534	تحملات أصل الدين
54 800	77 768	67 147	81 236	67 651	53 418	42 215	30 318	42 861	57 471	39 319	المزادات
-	0	3 950	3 671	3 466	3 941	4 918	5 943	6 892	12 179	15 215	أدوات أخرى
11 177	16 591	15 107	15 193	14 566	15 562	16 494	16 362	14 980	14 879	14 211	تحملات الفوائد
10 415	15 067	13 656	13 592	12 968	13 944	15 213	14 832	13 403	12 599	11 368	المزادات
762	1 524	1 450	1 601	1 598	1 618	1 281	1 530	1 577	2 280	2 843	أدوات أخرى

مؤشرات التكلفة والمخاطر

4 سنوات و شهران	4 سنوات و 8 أشهر	4 سنوات و 11 شهرا	5 سنوات و شهرين	5 سنوات و 3 أشهر	5 سنوات و 10 أشهر	6 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 9 أشهر	6 سنوات و 5 أشهر	4 سنوات و 10 أشهر	3 سنوات و 9 أشهر	المدة الزمنية المتوسطة المتبقية
-	%4,8	%4,8	%5,2	%5,1	%5,3	%5,8	%5,9	%6,2	%6,4	%6,8	التكلفة المتوسطة للدين
%4,29	%4,08	%3,75	%3,74	%3,55	%3,72	%3,39	%4,08	%4,66	%4,32	%4,39	معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار
%24	%18	%16	%21	%29	%24	%18	%18	%13	%20	%29	حصة الدين ذو الأمد القصير

السوق الثانوية لسندات الخزينة (بمليار درهم)

3 581	7 226	4 246	5 068	5 419	6 213	7 128	4 307	4 595	4 423	2 775	الحجم الإجمالي للتداولات
68	142	188	173	121	74	131	124	98	100	68	المعاملات البتة
3 513	7 084	4 058	4 995	5 298	6 139	6 997	4 183	4 497	4 323	2 707	عمليات الإستحفاظ (بمليار درهم)

مؤشرات السيولة

20	35	53	55	44	25	27	17	19	21	15	معدل الدوران (%)
80	99	106	115	95	70	74	102	119	126	105	الحجم المتوسط للمعاملات

إحصائيات الدين الداخلي للخزينة



يونيو 2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	بمليون درهم
---------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	-------------

حجم الخطوط المصدرة عبر المزاد

387 443	356 721	314 211	277 815	257 937	252 677	259 625	259 954	251 518	214 825	197 100	
-	6 022										الأمم جد قصير
4 283	2 670	4 540	1950	800	1 150	2 180	400	-	1 010	700	13 أسبوع
26 114	700	1 200	3 300	3 900	1 925	2 000	1 600	470	1 153	5 210	26 أسبوع
13 194	6 279	10 620	28 962	54 246	31 855	17 128	4 350	8 064	15 892	17 621	52 أسبوع
79 132	73 896	62 581	33 673	11 993	6 700	10 536	4 437	4 823	12 611	26 942	2 سنوات
85 180	82 880	59 783	48 286	29 436	41 501	55 799	76 020	83 974	83 849	69 154	5 سنوات
76 555	83 574	78 610	70 050	64 589	71 391	73 777	80 896	76 044	55 499	48 521	10 سنوات
78 750	76 465	73 042	69 658	71 608	76 790	76 840	72 890	66 031	42 193	28 927	15 سنة
21 461	21 461	21 261	19 361	18 791	18 791	18 791	17 361	1 2111	2 619	24	20 سنة
2 775	2 775	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 000	-	-	-	30 سنة

اكتتابات الخزينة

85 522	120 279	103 543	101 114	72 911	46 469	41 887	38 754	79 553	75 196	65 929	
4 958	25 042	4 100	3 000	3 500							الأمم جد قصير
16 434	8 130	8 490	4 187	2 650	9 538	3 860	700	450	2 376	6 798	13 أسبوع
26 114	2 600	1 200	7 132	8 827	4 539	4 313	1 900	626	2 145	9 197	26 أسبوع
9 640	6 279	11 650	27 962	34 903	29 842	17 128	4 350	10 844	17 545	17 049	52 أسبوع
23 641	31 496	40 401	21 680	11 993	100	6 600	3 037	1 400	4 323	8 288	2 سنوات
2 300	25 502	19 857	25 483	11 038	2 450	2 350	4 965	11 141	22 395	14 947	5 سنوات
-	14 360	9 730	9 925	-	-	1 682	9 693	21 763	10 553	5 869	10 سنوات
2 435	6 470	6 215	1 175	-	-	3 950	6 859	23 838	13 265	3 780	15 سنة
-	200	1 900	570	-	-	1 430	5 250	9 491	2 595	-	20 سنة
-	200	-	-	-	-	575	2 000	-	-	-	30 سنة

التطور السنوي لسعر الفائدة المرجح لسندات الخزينة

%4,295	%4,08	%3,75	%3,74	%3,55	%3,72	%3,39	%4,08	%4,66	%4,32	%4,30	
%3,93	%3,37	%3,32	%3,36	%3,28	%3,51	%3,58	%2,56	%2,48	%2,42	%3,40	13 أسبوع
%4,10	%3,45	%3,33	%3,44	%3,49	%3,69	%3,48	%2,63	%2,61	%2,65	%3,54	26 أسبوع
%4,24	%3,72	%3,46	%3,56	%3,47	%3,78	%3,30	%2,98	%2,88	%3,02	%3,85	52 أسبوع
%4,62	%3,98	%3,65	%3,67	%3,66	%3,65	%3,27	%3,10	%3,21	%3,44	%4,00	2 سنوات
%4,75	%4,20	%3,88	%3,93	%3,82	%3,92	%3,17	%3,75	%3,96	%4,50	%4,83	5 سنوات
-	%4,510	%4,16	%4,17	-	-	%3,40	%4,28	%4,78	%5,10	%5,71	10 سنوات
%5,54	%4,64	%4,36	%4,34	-	-	%3,65	%4,91	%5,34	%5,69	%6,15	15 سنة
-	%4,97	%4,41	%4,45	-	-	%3,81	%5,20	%5,99	%6,08	-	20 سنة
-	%5,010	-	-	-	-	%3,97	%3,98	-	-	-	30 سنة

إحصائيات الدين الخارجي للخرينة



يونيو 2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	بمليون درهم
122 502	116 872	99 581	92 353	78 738	68 259	65 946	65 057	حجم الدين
14 407	13 858	11 610	11 051	10 017	8 429	8 550	7 693	بملايين الدرهم
11 009	10 484	8 966	8 268	6 958	6 070	5 806	5 839	بملايين الدولار
	%14,1	%12,4	%12,1	%10,8	%9,9	%10,7	%11,3	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام

البنية (النسبة المئوية)

حسب المقرضين								
%100	%100	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	متوسط وطول الأمد
%26,2	%28,5	%33,6	%35,6	%36,6	%35,5	%28,9	%30,8	المقرضين الثنائيين
%17,4	%18,8	%21,5	%22,9	%26,6	%24,0	%18,7	%18,8	دول الإتحاد الأوروبي
%1,7	%1,9	%2,2	%2,4	%2,8	%3,5	%3,2	%3,5	الدول العربية
%7,1	%7,8	%9,9	%10,3	%7,2	%8,0	%7,0	%8,5	دول أخرى
%46,9	%47,5	%52,9	%49,5	%55,9	%58,1	%55,6	%54,4	المؤسسات الدولية
%26,9	%24,0	%13,5	%14,9	%7,5	%6,4	%15,5	%14,8	البنوك التجارية
	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	قصير الأمد
%75,0	%76,6	%75,8	%75,0	%76,8	%75,9	%77,6	%65,5	اليورو
%16,3	%13,3	%12,4	%13,2	%12,0	%13,6	%13,0	%22,7	الدولار الأمريكي و العملات المرتبطة
%2,9	%3,1	%3,6	%3,8	%4,5	%6,2	%6,2	%6,8	الدينار الكويتي
%2,8	%3,2	%3,7	%3,6	%3,3	%3,9	%2,7	%4,0	الين الياباني
%3,0	%3,8	%4,5	%4,4	%3,4	%0,4	%0,5	%1,0	أخرى
%67,4	%68,2	%66,5	%67,3	%57,1	%54,0	%59,3	%53,7	ثابت
%32,6	%31,8	%33,5	%32,7	%42,9	%46,0	%40,7	%46,3	عائم

خدمة الدين

5 457	11 220	9 712	8 025	7 817	12 311	14 058	11 802	مجموع خدمة الدين
641	1 297	1 198	950	963	1 579	1 710	1 336	بالدولار الأمريكي
3 671	7 897	6 675	5 696	4 954	9 469	11 349	9 362	تحميلات أصل الدين
1 382	3 258	2 362	2 571	2 305	2 085	3 053	3 550	المقرضين الثنائيين
854	1 867	1 561	1 774	1 605	1 417	1 904	1 964	دول الإتحاد الأوروبي
128	281	247	238	227	213	288	902	الدول العربية
400	1 110	554	559	473	455	861	684	دول أخرى
2 289	4 639	4 313	3 125	2 649	2 776	3 079	3 485	المؤسسات الدولية
-	-	-	-	-	4 608	5 217	2 327	البنوك التجارية
1 786	3 323	3 037	2 329	2 863	2 842	2 709	2 440	تحميلات الفائدة
462	1 114	1 053	930	1 024	624	795	698	المقرضين الثنائيين
296	699	661	638	790	406	555	425	دول الإتحاد الأوروبي
34	78	67	74	75	72	75	69	الدول العربية
132	337	325	218	159	146	165	204	دول أخرى
598	1 394	1 172	1 086	1 535	1 677	1 438	1 197	المؤسسات الدولية
726	815	812	313	304	541	476	545	البنوك التجارية

سحوبات الدين

11 400	23 146	13 954	21 533	15 055	11 482	12 597	6 663	مجموع السحوبات
399	3 257	2 514	5 941	7 348	6 627	2 348	1 603	المقرضين الثنائيين
132	2 157	1 943	1 999	6 364	5 491	1 927	1 162	دول الإتحاد الأوروبي
32	237	188	65	191	408	232	390	الدول العربية
235	863	383	3 877	793	728	189	51	دول أخرى
4 579	7 050	11 440	4 406	7 707	4 855	4 669	5 060	المؤسسات الدولية
6 422	12 839	0	11 186	0	0	5 580	0	البنوك التجارية

إحصائيات الدين الخارجي العمومي

يونيو 2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	بمليون درهم
224 815	212 713	189 108	173 805	152 267	133 557	122 043	115 927	بملايين الدرهم
26 440	25 222	22 048	20 798	19 372	16 492	15 823	13 709	بملايين الدولار
20 204	19 082	17 028	15 559	13 456	11 876	10 744	10 405	بملايين اليورو
	%25,7	%23,6	%22,7	%20,8	%19,4	%19,8	%20,1	نسبة إلى الناتج الداخلي الخام

بنية الدين

حسب المقرضين								
%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	دين متوسط وطويل الأمد
%34,2	%35,2	%38,7	%39,6	%40,1	%40,4	%36,4	%37,0	المقرضين الثنائيين
%23,6	%23,4	%24,4	%25,1	%27,8	%26,6	%24,3	%24,4	دول الإتحاد الأوروبي
%3,0	%3,2	%3,9	%3,8	%4,0	%4,7	%4,3	%4,0	الدول العربية
%7,6	%8,6	%10,4	%10,7	%8,3	%9,1	%7,8	%8,6	دول أخرى
%48,7	%49,2	%51,7	%49,4	%52,4	%52,4	%50,7	%49,7	المؤسسات الدولية
%17,1	%15,6	%9,6	%11,0	%7,5	%7,2	%12,9	%13,3	البنوك التجارية
%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	دين قصير الأمد
%54,5	%54,9	%52,7	%53,1	%51,7	%51,1	%54,0	%56,1	دين الخزينة
%45,5	%45,1	%47,3	%46,9	%48,3	%48,9	%46,0	%43,9	الدين المضمون
%45,0	%44,5	%46,5	%45,8	%46,9	%46,9	%43,5	%40,8	المؤسسات العمومية
%0,3	%0,4	%0,6	%0,8	%1,1	%1,6	%2,0	%2,5	القطاع البنكي
%0,2	%0,2	%0,2	%0,3	%0,3	%0,4	%0,5	%0,6	الجماعات المحلية
%72,5	%72,7	%71,3	%70,8	%72,7	%70,4	%72,3	%65,5	الأورو
%12,9	%11,1	%9,7	%10,4	%10,0	%11,4	%11,0	%17,0	الدولار الأمريكي و العملات المرتبطة
%7,7	%8,0	%8,8	%8,5	%8,2	%9,7	%9,5	%9,3	الدينار الكويتي
%4,7	%5,6	%7,0	%7,0	%6,2	%6,9	%5,5	%6,2	الين الياباني
%2,2	%2,6	%3,2	%3,3	%2,9	%1,6	%1,7	%2,0	أخرى
%76,5	%77,1	%77,5	%78,0	%73,1	%72,4	%75,3	%70,7	ثابت
%23,5	%22,9	%22,5	%22,0	%26,9	%27,6	%24,7	%29,3	عائم

خدمة الدين

مجموع خدمة الدين								
9 724	19 886	17 533	15 372	14 225	18 279	20 141	18 617	نسبة إلى المدخول الجارية لميزان الاداءات
	%5,3	%4,8	%4,7	%5,1	%5,4	%6,8	%7,1	بالدولار الأمريكي
1 189	2 298	2 163	1 819	1 752	2 345	2 449	2 107	تحميلات أصل الدين
6 857	13 721	11 866	10 545	9 104	13 311	15 455	14 419	المقرضين الثنائيين
2 490	5 488	4 382	4 477	3 964	3 633	4 576	5 269	دول الإتحاد الأوروبي
1 586	3 374	2 947	3 135	2 819	2 551	3 068	3 359	الدول العربية
344	623	566	547	487	458	541	1 147	دول أخرى
560	1 491	869	795	658	624	967	763	المؤسسات الدولية
3 943	7 408	6 652	5 217	4 341	4 305	4 428	5 894	البنوك التجارية
424	825	832	851	799	5 373	6 451	3 256	تحميلات الفوائد
2 867	6 165	5 667	4 827	5 121	4 968	4 686	4 198	المقرضين الثنائيين
997	2 102	1 961	1 781	1 778	1 332	1 429	1 273	دول الإتحاد الأوروبي
668	1 316	1 224	1 186	1 264	862	987	830	الدول العربية
113	250	235	219	210	184	165	133	دول أخرى
216	536	502	376	304	286	277	310	المؤسسات الدولية
1 446	3 045	2 686	2 505	2 810	2 852	2 508	2 122	البنوك التجارية
424	1 018	1 020	541	533	784	749	803	

سحوبات الدين

مجموع سحوبات الدين								
22 035	37 495	25 533	31 751	28 114	22 633	22 320	16 361	المقرضين الثنائيين
5 647	9 030	7 096	9 793	11 881	11 098	6 426	5 178	دول الإتحاد الأوروبي
4 698	7 015	5 543	4 499	9 660	8 653	4 087	3 185	الدول العربية
255	306	786	566	668	1 221	1 397	1 338	دول أخرى
694	1 709	767	4 728	1 553	1 224	942	655	المؤسسات الدولية
9 169	14 513	18 160	10 086	15 191	10 918	9 224	9 413	البنوك التجارية
7 219	13 952	277	11 872	1 042	617	6 670	1 770	

