



مشروع قانون المالية لسنة

2022



تقرير حول الدين العمومي



# التقرير السنوي حول المديونية





تتمثل الأهداف الأساسية المتوخاة من استراتيجية تدبير دين الخزينة في ضمان تمويل مستقر ودائم لهذه الأخيرة، والذي من شأنه تغطية جميع احتياجاتها المالية مع التخفيف، على المدى المتوسط والبعيد، من تكلفة الدين، والحد من المخاطر المالية المرتبطة به، والمساهمة في تطوير سوق سندات الخزينة.

## الأرقام الأساسية

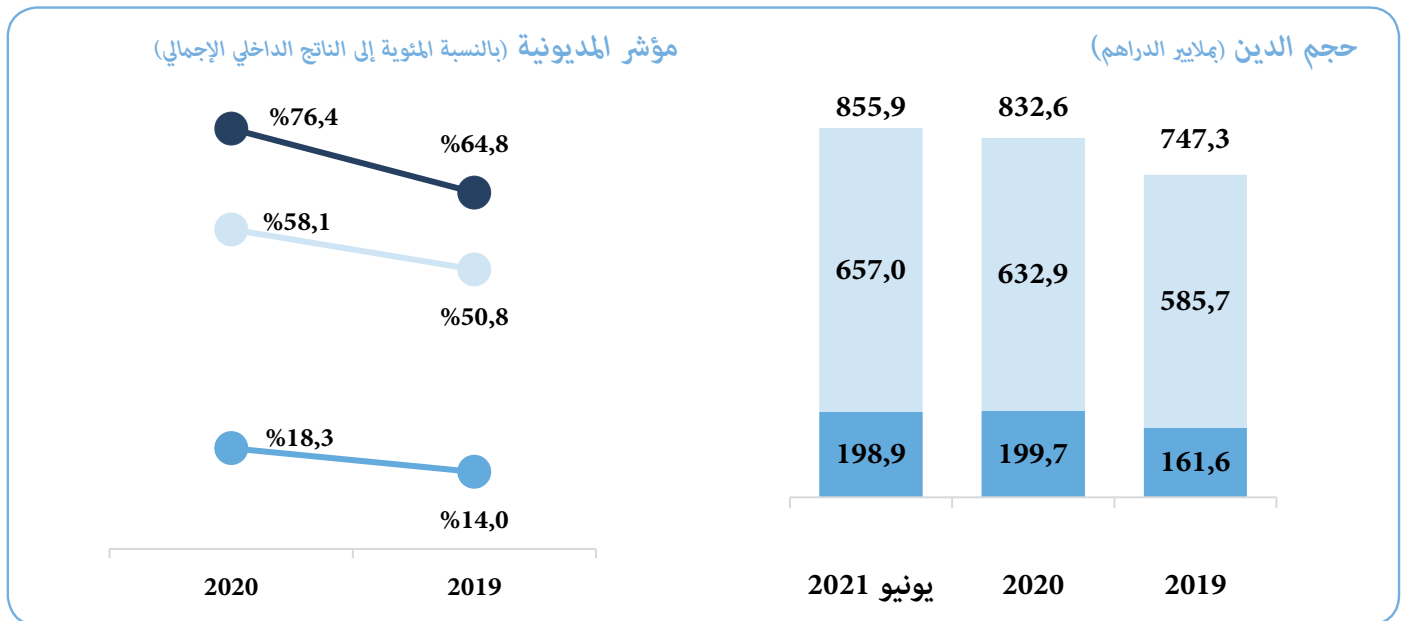
### ❖ الدين الموطد للإدارات العمومية

2020	2019	
761,0	655,1	حجم الدين (بملايير الدراهم)
%69,8	%56,8	بالنسبة المئوية إلى الناتج الداخلي الإجمالي

تجدر الإشارة إلى أن بيانات سنة 2019 قد تم تحيينها في حين أن بيانات سنة 2020 تبقى مؤقتة.

### ❖ مديونية الخزينة

دين الخزينة / الدين الداخلي / الدين الخارجي



### ❖ دين الخزينة المتداول

يونيو 2021	2020	2019	
702,6	679,6	609,6	حجم دين الخزينة المتداول (بملايير الدراهم)
624,9	600,7	557,2	السندات المصدرة في سوق المزادات (بملايير الدراهم)
77,7	78,9	52,4	السندات السيادية المصدرة في السوق المالية الدولية (بملايير الدراهم)

### ❖ الدين الخارجي العمومي

يونيو 2021	2020	2019	
373,3	374,6	340,0	حجم الدين (بملايير الدراهم)
198,9	199,7	161,6	دين الخزينة
170,7	171,1	174,8	دين المؤسسات والمقاولات العمومية
1,2	1,3	1,4	دين القطاع البنكي العمومي
2,0	2,0	1,9	دين الجماعات الترابية
0,5	0,5	0,3	دين المؤسسات ذات المنفعة العامة
	%34,4	%29,5	بالنسبة المئوية للناتج الداخلي الإجمالي

❖ **تحميلات الفوائد**

يونيو 2021	2020	2019	
18,3	29,6 %12,9	30,5 %12,2	دين الخزينة (بملايير الدراهم) بالنسبة المئوية للمداخيل العادية
15,7	25,5 %11,1	26,6 %10,7	الدين الداخلي (بملايير الدراهم) بالنسبة المئوية للمداخيل العادية
2,6	4,1 %1,8	3,8 %1,5	الدين الخارجي (بملايير الدراهم) بالنسبة المئوية للمداخيل العادية
4,7	8,5 %1,9	8,5 %1,7	الدين الخارجي العمومي (بملايير الدراهم) بالنسبة المئوية للمداخيل الجارية لميزان الأداءات

❖ **مؤشرات التكلفة والمخاطر لدين الخزينة**

يونيو 2021	2020	2019	
-	%3,6	%3,9	التكلفة المتوسطة لدين الخزينة
7 سنوات و 4 أشهر	7 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 11 شهرا	المدة الزمنية المتوسطة المتبقية للسداد
%11,9	%11,5	%13,2	حصة الدين ذي الأمد القصير

❖ **سوق المزادات\***

يونيو 2021	2020	2019	
73,4	152,7	104,4	حجم اكتتابات الخزينة (بملايير الدراهم)
197,8	380,1	407,0	حجم عروض المستثمرين (بملايير الدراهم)
2,8	2,6	5,0	معدل تغطية الإصدارات**
24,1	43,6	11	الاكتتابات الصافية (بملايير الدراهم)

\* باحتساب عمليات التدبير النشط للدين الداخلي  
\*\* بدون احتساب عمليات التدبير النشط للدين الداخلي

❖ **التدبير النشط للدين الداخلي**

يونيو 2021		2020		2019		
المبلغ المشتري*	عدد العمليات	المبلغ المشتري*	عدد العمليات	المبلغ المشتري*	عدد العمليات	(بملايير الدراهم)
-	-	14	3	6,3	1	إعادة شراء السندات
12,4	6	22	9	37,7	10	تبادل السندات
12,4	6	36	12	44	11	المجموع

\* بالقيمة الإسمية



## ❖ السوق الثانوية لسندات الخزينة

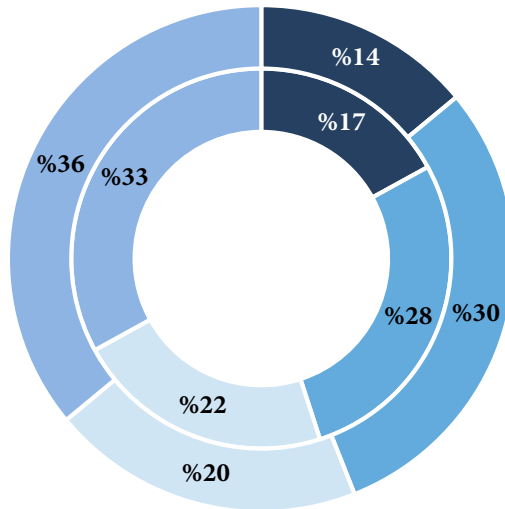
يونيو 2021	2020	2019	
235,3	372,4	421,2	حجم المعاملات الباتة (بملايير الدراهم)
%36	%55	%70	معدل دوران سندات الخزينة*
83	76	78	الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة (بملايين الدراهم)

\* يتم احتساب معدل الدوران بقسمة حجم المعاملات المسجل خلال فترة معينة على الحجم الكلي للخطوط المتداولة خلال نفس الفترة.

## ❖ توزيع حجم سندات الخزينة حسب نوعية المستثمرين

الحلقة الخارجية : 2020

الحلقة الداخلية : 2019



■ مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ■ شركات التأمين و صناديق التقاعد ■ البنوك ■ مؤسسات أخرى

## ❖ التدبير النشط للخزينة العمومية - عمليات التوظيف

يونيو 2021		2020		2019		
سوق الاستحفاظ	السوق القائمة بين البنوك	سوق الاستحفاظ	السوق القائمة بين البنوك	سوق الاستحفاظ	السوق القائمة بين البنوك	
165	51	300	81	316	34	عدد العمليات
8,1	0,6	6,6	0,9	6,1	0,8	الحجم الجاري المتوسط الموظف في اليوم (بملايير الدراهم)
%1,36	%1,50	%1,76	%1,69	%2,21	%2,28	متوسط سعر الفائدة المرجح

## سياسة إصدار سندات الخزينة

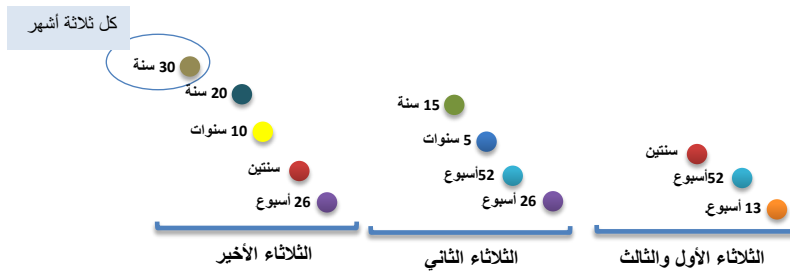
تعتمد سياسة إصدارات الخزينة في السوق الداخلي على مبادئ الانتظام والشفافية لزيادة سيولة وعمق سوق قيم الخزينة وذلك لتخفيض تكلفة دين الدولة.

### ❖ الشفافية

- برنامج تمويل سنوي.
- الإعلان عن الاحتياجات الشهرية في الاثنين الأول من كل شهر.
- الإعلان عن الاحتياجات الأسبوعية عشية كل حصة مزاد.
- نظام إلكتروني لاستقبال عروض المستثمرين خلال حصص المزادات.
- توفير معلومات اقتصادية ومالية شاملة ومتواصلة للمستثمرين.
- قنوات تواصل متعددة: الموقع الإلكتروني للوزارة، بلومبرغ « Bloomberg »، مؤتمرات، اجتماعات، نشرات، تقارير...
- اجتماعات منتظمة مع البنوك وسطاء قيم الخزينة وجمعية شركات التدبير وصناديق الاستثمار المغربية « ASFIM ».

### ❖ الانتظام

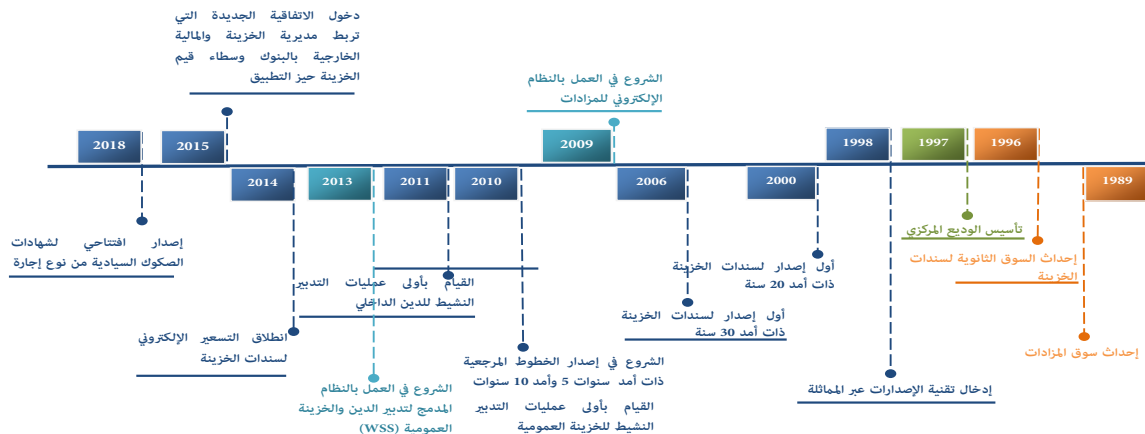
- جدول إصدار معد مسبقا:



### ❖ التنسيق مع بنك المغرب

- عقد اجتماعات تنسيقية شهرية رفيعة المستوى لمناقشة جميع المواضيع ذات الاهتمام المشترك.
- إبلاغ بنك المغرب كل أسبوع بتوقعات الخزينة العمومية.
- التوصل من طرف بنك المغرب عدة مرات في اليوم بالرصيد المؤقت للحساب الجاري للخزينة وبالرصيد لنهاية اليوم.
- تبادل يومي بين المكاتب الأمامية والمكاتب الخلفية للمؤسستين.

### ❖ دينامية متواصلة لتطوير سوق سندات الخزينة



## المحيط الدولي

## ❖ السياق الدولي

تميزت سنة 2020 بتفاقم الأزمة الصحية جراء تفشي وباء فيروس كوفيد-19 في جميع أنحاء العالم، حيث أدت تدابير التباعد التي اتبعت للحد من هذه الجائحة إلى صدمة اقتصادية ومالية واسعة النطاق نتج عنها ركود عالمي استثنائي. وقد استلزمت هذه الأزمة جهوداً مكثفة من طرف السلطات النقدية وخصوصاً المالية التي اعتمدت عدة سياسات للتخفيف من أثرها على الوضع المالي للأسر والشركات. وتضمنت هذه السياسات خفض أسعار الفائدة لدعم الولوج للاقتراض وضح كميات هائلة من السيولة في الأسواق وتقديم مساعدات مباشرة للشركات الأكثر تضرراً. وقد ساعدت هذه الإجراءات على التخفيف من حدة المخاوف في الأسواق المالية وتسهيل الولوج للتمويل.

كما تميزت سنة 2020 بإجراء الانتخابات الرئاسية الأمريكية في شهر نونبر وإبرام اتفاق تجاري بين المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي بعد خروج هذه الأخيرة من الاتحاد.

وفي هذا السياق، عرف الاقتصاد العالمي سنة 2020 انكماشاً بنسبة 3,2% بعد نسبة نمو 2,8% سنة 2019 وذلك نتيجة الإجراءات الصارمة المتخذة للحد من انتشار الوباء. وقد عرف النشاط الاقتصادي تراجعاً قوياً خلال الربع الثاني من السنة نتيجة تشديد تدابير الحجر الصحي خلال هذه الفترة. وقد كان من المحتمل أن يكون هذا التراجع أكثر حدة لولا الإجراءات الاستثنائية التي اتخذتها السلطات العمومية. وقد سجل النصف الثاني من السنة انتعاشاً تدريجياً في معظم المناطق بعد تخفيف التدابير الاحترازية.

في الولايات المتحدة، سجلت نسبة النمو تراجعاً بنسبة 3,5% خلال سنة 2020، مقابل نسبة نمو 2,2% سنة 2019، وهو أدنى مستوى له منذ سنة 1946. ويعزى هذا التراجع بالأساس إلى انخفاض استهلاك الأسر وكذا الاستثمارات والصادرات. فيما سجلت النفقات العمومية ارتفاعاً بسبب المساعدات المالية المقدمة للأسر والشركات. وشهد الربع الثالث من السنة بصفة خاصة انتعاشاً ملحوظاً للنشاط الاقتصادي مع الرفع التدريجي للحجر الصحي واستمرار تدابير الدعم الميزانياتي.

وفيما يتعلق بسوق الشغل، فقد أدى تراجع النشاط الاقتصادي إلى فقدان حوالي 9,4 مليون منصب شغل خلال سنة 2020، مما أدى إلى ارتفاع معدل البطالة من 3,7% سنة 2019 إلى 8,1% سنة 2020، والذي بلغ ذروته (14,7%) في شهر أبريل. أما معدل التضخم فقد انخفض من 1,8% سنة 2019 إلى 1,3% سنة 2020.

وهكذا، قامت السلطات العمومية، باتخاذ مجموعة من تدابير الدعم بشكل غير مسبوق للحد من آثار الأزمة الاقتصادية والصحية. فقد اعتمدت الحكومة الأمريكية، خلال سنة 2020، مجموعة من خطط الدعم، مصحوبة بتعديل واسع النطاق للسياسة النقدية، حيث تم خفض أسعار الفائدة الرئيسية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمقدار 150 نقطة أساس لتصل إلى 0-0,25% منذ شهر أبريل. موازاة مع ذلك، قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بوضع برنامج شراء السندات بمعدل شهري لا يقل عن 120 مليار دولار أمريكي. كما أشار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى أنه يسعى لإبقاء أسعار الفائدة الرئيسية عند مستويات منخفضة إلى أن تصبح ظروف سوق الشغل متوافقة مع أهداف التوظيف الكامل وأن يبلغ التضخم أو يتجاوز بشكل طفيف هدفه المحدد في 2%. إضافة إلى ذلك، أكد التزامه بمواصلة شراء سندات الخزينة والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من أجل دعم الاقتصاد الأمريكي خلال هذه الفترة الصعبة. كما أبرم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عدة اتفاقيات لمبادلة العملات مع البنوك المركزية الرئيسية بهدف تحسين سيولة الدولار.

في منطقة الأورو، عرف الاقتصاد انكماشاً تاريخياً بنسبة 6,5% خلال سنة 2020 مقابل نسبة نمو 1,3% خلال سنة 2019. وسجلت كل من فرنسا وإيطاليا وإسبانيا معدلات انكماش للناتج الداخلي الإجمالي أكثر حدة بلغت 8% و8,9% و10,8% على التوالي مقارنة بألمانيا (4,8%). وقد عرفت كل المكونات الرئيسية للطلب لمجموع هذه الدول انخفاضاً حاداً، لاسيما الصادرات والاستثمار.

وقد أدى تطبيق القيود الصارمة في معظم الدول الأوروبية وعودة الإجراءات الاحترازية، ابتداء من الخريف لمواجهة الموجة الثانية من جائحة كوفيد-19، إلى حدوث تقلبات على مستوى الناتج الداخلي الإجمالي لمنطقة الأورو حيث انخفض بنسبة 3,6% في الربع الأول من سنة 2020، ثم بنسبة 11,4% في الربع الثاني. فيما شهد الربع الثالث ارتفاعاً ملحوظاً (12,4%) مدعوماً بانتعاش الطلب. غير أن الموجة الوبائية الثانية التي تم تسجيلها في نهاية السنة أدت من جديد إلى تراجع في النمو خلال الربع الرابع (0,6%) من نفس السنة.

كما عرف معدل التضخم تراجعاً حاداً إلى 0,2% في سنة 2020 مقابل 1,2% في سنة 2019 نتيجة انخفاض أسعار المواد الطاقية. أما معدل البطالة، فقد بلغ 7,9% في 2020 مقابل 7,6% في 2019 مع ارتفاع في عدد العاطلين عن العمل بمقدار 1,5 مليون فرد. غير أن التدابير التي اتخذتها معظم البلدان الأوروبية للحفاظ على مناصب الشغل، أدت إلى تخفيف أثر الأزمة الصحية على سوق الشغل.

وفي هذا السياق، اعتمد البنك المركزي الأوروبي سلسلة من الإجراءات لتعزيز سياسة التيسير الكمي. وهكذا، أبقى البنك على أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير، إذ ظل معدل فائدة إعادة التمويل الرئيسية مستقرًا عند 0% ومعدل فائدة الإقراض الهامشي عند 0,25% وسعر فائدة الودائع عند 0,50%. موازاة مع ذلك، أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج طوارئ جديد لشراء الأصول في القطاعين الخاص والعام بمقدار 750 مليار أورو والذي تم رفع حجمه ليصل إلى 1 850 مليار أورو نهاية مارس 2022. وقد أدى هذا البرنامج إلى التحكم في منحى العوائد الطويلة الأجل على الرغم من الارتفاع المهم لحجم الإصدارات وإلى تجنب اتساع هوامش مخاطر الأسعار السيادية مقارنة مع عائدات السندات الألمانية.

أما بالنسبة لليابان، وبعد وضعية اقتصادية صعبة سجلت نهاية سنة 2019، فقد عرف اقتصادها ركوداً تاريخياً سنة 2020 مع انخفاض الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 4,7%، وذلك على الرغم من اتخاذ إجراءات صحية أقل صرامة مقارنة مع باقي الدول. ويعزى هذا التراجع بشكل أساسي إلى انخفاض استهلاك الأسر والصادرات وذلك نتيجة تباطؤ الطلب الخارجي. بينما انخفض معدل التضخم ليصل إلى 0% في 2020 مقابل 0,5% في 2019، وارتفع معدل البطالة إلى 2,8% في 2020 مقابل 2,4% في 2019.

وللحد من التأثير السلبي للأزمة على اقتصادها، وضعت الحكومة اليابانية خطة دعم واسعة النطاق بمقدار ما يقارب 20% من الناتج الداخلي الإجمالي من أجل تقديم الدعم المباشر للأسر والشركات والتحويلات إلى الحكومات المحلية. كما عزز البنك المركزي الياباني إجراءات التيسير الكمي حيث حافظ على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 0,1% وعلى برنامج إعادة شراء الأصول عند 80 000 مليار ين سنوياً للحفاظ على عائد السندات الحكومية لأجل 10 سنوات عند 0%.

وفيما يخص البلدان الناشئة، فقد انكمشت اقتصاداتها في سنة 2020 باستثناء الصين، وذلك مع وجود اختلافات كبيرة بين هذه الدول تبعاً لتطور تفشي الوباء وفعالية التدابير الاحترازية المتخذة والبنية الاقتصادية ومدى الاعتماد على التحويلات المالية من الخارج.

أما في الصين، وبعد الانهيار المسجل خلال فترة الحجر الصحي الأكثر صرامة في فبراير، فقد تعافى النشاط الاقتصادي تدريجياً ابتداء من شهر مارس مدعوماً بتطور الإنتاج الصناعي والاستثمار في البنيات التحتية العمومية وفي قطاع العقارات وذلك بفضل تدابير الإقلاع. وقد استفادت الصادرات إلى حد كبير من انتعاش الطلب العالمي، كما عرف الاستهلاك الخاص وقطاع الخدمات تحسناً منذ شهر يوليو، مما مكن من تسجيل نسبة نمو في حدود 2,3% سنة 2020 مقابل 6% في 2019.

وفيما يتعلق بالسياسة النقدية، فقد تدخل البنك المركزي الصيني (PBoC) منذ بداية أزمة كوفيد-19 من أجل الاستجابة لطلبات السيولة في القطاع المالي، حيث قام بتخفيف الشروط النقدية والائتمانية مع تشجيع البنوك على تغطية الاحتياجات النقدية لعملائها وإعادة تمويل القروض لتجنب الإفلاس. وهكذا، قام البنك المركزي الصيني بخفض سعر الفائدة الأساسي للقرض لمدة سنة بمقدار 30 نقطة أساس إلى 3,85%.

وبالنسبة لألمانيا، فقد انكمش الاقتصاد بحوالي 24% خلال الربع الثاني من سنة 2020 بعد تسجيل نسبة نمو 3,1% خلال الربع الأول نتيجة انهيار الطلب المحلي بسبب تدابير الإغلاق الصارم على الصعيد الوطني لاحتواء الوباء. وعلى الرغم من انتعاش النشاط الاقتصادي منذ شهر يونيو، مدعوماً بتحسين القطاع الصناعي والذي امتد إلى قطاع الخدمات ابتداء من شهر أكتوبر، فقد ظل هشاً ودون مستوياته المسجلة ما قبل الأزمة. وقد عرف الناتج الداخلي الإجمالي انكماشاً بنسبة 7,3% في سنة 2020 مقابل نسبة نمو 4% في سنة 2019. وفي هذا السياق، قام البنك المركزي الهندي (RBI) بخفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 75 نقطة أساس و40 نقطة أساس على التوالي في مارس وماي ليصل إلى 4%.

أما في أمريكا اللاتينية، فقد سجل الناتج الداخلي الإجمالي للبرازيل انكماشاً بنسبة 4,1% سنة 2020، مقابل ارتفاع بنسبة 1,4% سنة 2019، وهو مستوى أقل بكثير مقارنة مع أهم الاقتصادات الأخرى في أمريكا اللاتينية. ويرجع ذلك بشكل خاص إلى المساعدات المالية المقدمة لملايين البرازيليين إلى حدود شهر دجنبر لمواجهة جائحة فيروس كورونا.

وبعد تسعة تخفيضات متتالية في سعر الفائدة الرئيسي، أنهى البنك المركزي البرازيلي (BCB) دورة التيسير النقدي في شتبر بالحفاظ على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 2% (مقارنة بـ 6,5% في منتصف سنة 2019). كما أعلنت لجنة السياسة النقدية على أن إمكانية رفع أسعار الفائدة يبقى مرتبطا باقتراب السيناريو الأساسي لتوقعات التضخم من الهدف المحدد في 3,8% لسنة 2021 و3,5% في سنة 2022.

ومن جانبها، سجلت أسواق الأسهم أداءً استثنائيًا لمؤشرات الأسهم الرئيسية خلال سنة 2020 وذلك على الرغم من الخسائر الناجمة عن جائحة كوفيد-19. وفي هذا الإطار، ارتفع مؤشر داو جونز- Dow Jones وناسداك- Nasdaq- للأسهم الأمريكية بنسبة 6,3% و43,2% على التوالي، وذلك بفضل الاسترجاع التدريجي لثقة المستثمرين. كما شهد مؤشر نيكاي (Nikkei) للأسهم اليابانية ارتفاعا بنسبة 16% في سياق اتسم بتسارع حملات التلقيح، مما أدى إلى تعزيز الثقة في تجاوز الأزمة الصحية. في حين، سجل مؤشر كاك-40 (Cac 40) للأسهم الفرنسية انخفاضا بنسبة 7,1% نتيجة عودة ظهور الوباء في أوروبا وما ترتب عنه من تكثيف في الإجراءات الاحترازية.

وفي أسواق السندات، تميزت سنة 2020 بتسجيل منحى تنازلي في أسعار الفائدة السيادية الأمريكية والألمانية طويلة الآجال وذلك نتيجة تزايد عزوف المستثمرين عن المخاطرة وإقبالهم على شراء السندات كملاذ آمن وكذلك نتيجة السياسات النقدية التيسيرية للبنوك المركزية، ولا سيما الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. وبالتالي، انخفض العائد على سندات الخزينة الأمريكية لأجل 10 سنوات إلى أقل من 1% مقابل 1,92% متم سنة 2019. كما انخفض العائد على سندات الخزينة الألمانية لأجل 10 سنوات ولكن بوتيرة أقل ليصل إلى 0,60% مقابل 0,19% متم سنة 2019.

وفيما يتعلق بأسواق صرف العملات، فقد شهد سعر صرف الأورو ارتفاعا طفيفا مقابل الدولار الأمريكي خلال سنة 2020، ليصل إلى 1,222 دولار في نهاية شهر دجنبر مقابل 1,121 دولار في نهاية سنة 2019. ويعود سبب هذا الارتفاع أساسا إلى تدبير أفضل للأزمة الصحية الناجمة عن كوفيد-19 مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية مما أعاد الأمل في رجوع أسرع لمستوى النشاط الاقتصادي لبداية سنة 2020. كما أن الإصدار لدين أوروبي مشترك، بعد اعتماد خطة الإنعاش بمقدار 750 مليار أورو التي من شأنها أن تساعد في تعزيز دور الأورو كعملة احتياطية، ساهم أيضا في ارتفاع سعر العملة الأوروبية.

## ❖ تطور هوامش المخاطر

ظل مؤشر EMBI+، الذي يعكس الاتجاه العام للمخاطر المرتبطة بسندات الدول الناشئة، شبه مستقر حول مستوى 300 نقطة أساس خلال الفترة الممتدة من فاتح يناير إلى منتصف فبراير. وقد عرفت قيمة سندات المغرب، خلال نفس الفترة، خاصة سندات 2042 و2031 انخفاضا طفيفا، حيث ارتفعت هوامش المخاطر من 199 نقطة أساس إلى 203 نقطة أساس ومن 122 نقطة أساس إلى 126 نقطة أساس على التوالي.

وبحلول منتصف فبراير، أصبحت المخاوف المتعلقة بانتشار الجائحة وانعكاساتها الصحية والاقتصادية والمالية مهيمنة على الأسواق المالية. وأدت هذه المخاوف إلى عودة نفور المستثمرين من المخاطرة بسبب تسارع انتشار الجائحة في البلدان الناشئة وتراجع آفاق النمو بترابط مع التوقف المفاجئ للنشاط الاقتصادي، مما ساهم في ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج وغياب أي إصدار للسندات السيادية بالعملات الأجنبية خلال شهر مارس. وقد ازدادت حدة العزوف عن المخاطرة مع انخفاض أسعار النفط وتراجع أسواق الأسهم في البلدان الناشئة. وبالتالي، بلغ مؤشر EMBI+ في 23 مارس مستوى قياسيا في حدود 641 نقطة أساس، أي بزيادة قدرها 336 نقطة أساس. وفي سياق ارتفاع هوامش المخاطر لسندات جميع البلدان الناشئة، عرفت هوامش المخاطر لسندات المغرب 2042 و2031 ارتفاعا ملحوظا لتصل إلى 448 نقطة أساس و295 نقطة أساس على التوالي في 23 مارس.

ومنذ يوم 24 مارس، عرف مؤشر EMBI+ منحى تنازليا إلى آخر يونيو إذ سجل انخفاضا بنسبة 165 نقطة أساس ليصل إلى 441 نقطة أساس في 30 يونيو، وذلك بفضل تراجع حدة التوترات المالية في البلدان الناشئة. وفي السياق ذاته، تقلصت هوامش المخاطر لسندات المغرب لا سيما سندات 2042 و2031 لتنتقل على التوالي من 441 إلى 314 نقطة أساس ومن 291 إلى 228 نقطة أساس خلال الفترة الممتدة من 24 مارس إلى 30 يونيو. وواصل المؤشر منحاه التنازلي خلال النصف الثاني من العام في سياق تميز بالإقبال على المخاطرة، ويعزى هذا الانخفاض إلى عدة عوامل بما في ذلك:

(أ) استمرار تدابير التسهيل النقدي من طرف البنوك المركزية للعديد من البلدان الناشئة وتطبيق تدابير الدعم (اعتماد الحكومة الشيلية لأهم خطة دعم بمبلغ شكل نسبة كبيرة من الناتج الداخلي الإجمالي مقارنة مع باقي اقتصادات الدول الناشئة)؛

(ب) انتعاش النشاط الاقتصادي في البلدان الناشئة خلال الربع الثالث، ولا سيما في البرازيل (7,7%) وتركيا (6,7%)؛

(ج) ارتفاع أسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية؛

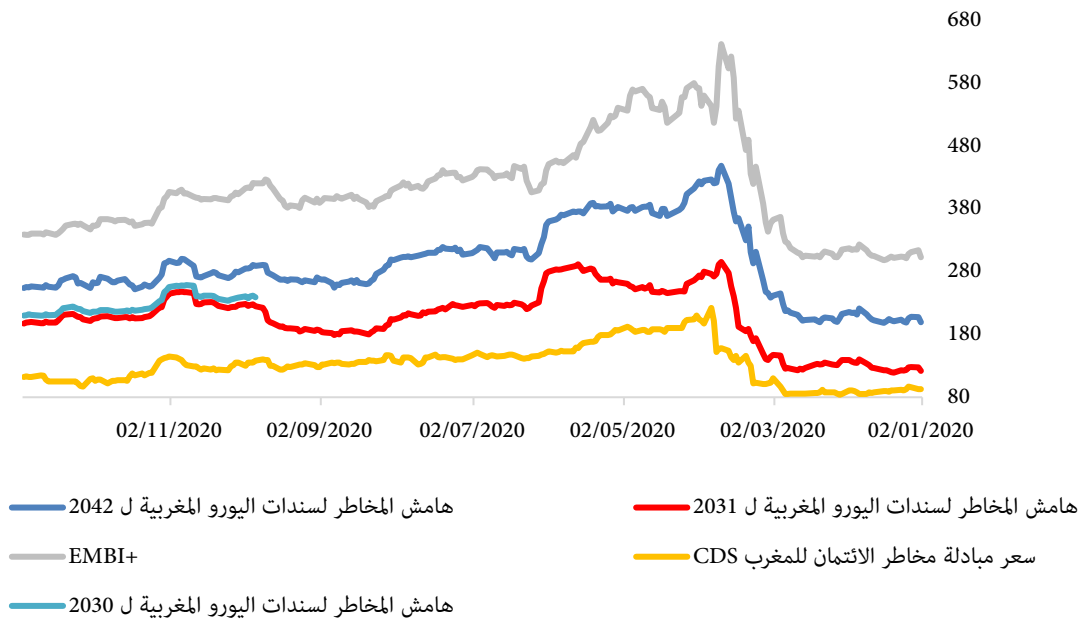
(د) إبرام اتفاقية بين الأرجنتين ودائيتها الدوليين من القطاع الخاص لإعادة هيكلة ديونها؛

(هـ) رفع توقعات النمو للمكسيك وكولومبيا والبرازيل من طرف صندوق النقد الدولي؛ و

(و) توقع توسيع حملات اللقاح.

وبالتالي، بلغ مؤشر EMBI+ 338 نقطة أساس في 31 دجنبر 2020 مقابل 434 نقطة أساس في فاتح يوليوز، أي بانخفاض قدره 96 نقطة أساس. كما انخفضت هوامش المخاطر لسندات المغرب خاصةً سندات 2042 و2031 خلال نفس الفترة لتنتقل من 312 إلى 254 نقطة أساس ومن 225 إلى 197 نقطة أساس على التوالي.

رسم بياني رقم 1: تطور هوامش المخاطر خلال سنة 2020



## ❖ الإجراءات المتخذة من طرف وكالات التصنيف الائتماني خلال سنة 2020

اتخذت وكالات التصنيف الائتماني عدة إجراءات تمثلت في مجملها في تخفيض التصنيفات الائتمانية خلال سنة 2020 وذلك في سياق صعب اتسم بالمخاوف المرتبطة بتداعيات انتشار جائحة كوفيد-19.

وهكذا، شهدت العديد من البلدان الناشئة انخفاضاً في تصنيفاتها بسبب تأثير الجائحة على اقتصاداتها وانخفاض أسعار المواد الأولية. فعلى سبيل المثال، قامت وكالات موديز Moody's وستاندرد أند بورز كلوبال رايتينغ (S&P Global Ratings) وفيتش رايتينغ (Fitch Ratings) بخفض التصنيف الائتماني لجنوب إفريقيا لينتقل إلى درجة (Ba2) و (BB-) و (BB-) على التوالي. كما شهدت المكسيك أيضاً تخفيضاً لتصنيفاتها بدرجة واحدة من طرف موديز (Baa1) وستاندرد أند بورز (BBB) وفيتش (BBB-). كما تم خفض التصنيف الائتماني لكوستاريكا من قبل الوكالات الثلاث بدرجة واحدة ليصل إلى (B2) من طرف موديز و (B) من طرف ستاندرد أند بورز وفيتش. كما عرفت كل من بنما وتركيا أيضاً تخفيضاً لتصنيفاتها بدرجة واحدة على التوالي من قبل ستاندرد أند بورز (BBB) وموديز (B2). من جهة أخرى، قامت وكالة فيتش بخفض تصنيفات كل من كولومبيا والشيبي وماليزيا بدرجة واحدة لنتقل على التوالي إلى (BBB-) و (A-) و (BBB+).

كما همت سلسلة إجراءات تخفيضات التصنيفات الائتمانية بعض بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كعمان التي شهدت تخفيضاً لتصنيفها الائتماني بدرجتين من طرف الوكالات الثلاث لينتقل إلى درجة (Ba3) من طرف موديز ومن طرف ستاندرد أند بورز (B+) ومن طرف فيتش (BB-). كما تم خفض تصنيف الكويت من قبل وكالتي موديز (A1) وستاندرد أند بورز (AA-). كما عرفت كل من تونس والبحرين تراجعاً لتصنيفاتها بدرجة واحدة من قبل وكالة فيتش لنتقل على التوالي إلى (B) و (B+).

وفي نفس السياق، عرفت بعض الدول الإفريقية خفضاً لتصنيفاتها الائتمانية مثل نيجيريا التي تم خفض تصنيفها الائتماني بدرجة واحدة من قبل ستاندرد أند بورز (B-) وفيتش (B). كما شهدت أنغولا أيضاً خفضاً لتصنيفها من قبل فيتش (CCC) وستاندرد أند بورز (CCC+) وموديز (Caa1). كما قامت ستاندرد أند بورز بخفض التصنيف الائتماني بدرجة واحدة لكل من غانا ليصل إلى (B-) وجمهورية الكونغو (CCC+) والكاميرون (B-) وبوتسوانا (BBB+). كما قامت موديز بخفض تصنيفات كل من تنزانيا لتصل إلى درجة (B2) وناميبيا (Ba3) ومالي (Caa1).

أما بالنسبة للدول الأوروبية، فقد شهدت سنة 2020 عدة إجراءات من طرف وكالات التصنيف الائتماني تمثلت في رفع التصنيفات الائتمانية لبعض الدول وخفض تصنيفات البعض الآخر. وهكذا، قامت موديز وفيتش بخفض التصنيف الائتماني للمملكة المتحدة بدرجة واحدة لينتقل على التوالي إلى درجة (Aa3) و (AA-). كما قامت فيتش بخفض التصنيفات الائتمانية لكل من إيطاليا وسلوفاكيا وأرمينيا لتصل على التوالي إلى (BBB-) و (A) و (B+). وفي المقابل، شهدت بلدان أخرى تحسناً لتصنيفاتها مدعومة بأفاق الانتعاش الاقتصادي والدعم الكبير الممنوح من طرف الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي. وهكذا، شهدت ليتوانيا رفع تصنيفها الائتماني بدرجة واحدة من قبل ستاندر أند بورز (A+) وفيتش (A). كما تم رفع التصنيف الائتماني لليونان إلى (Ba3) من طرف موديز و (BB) من طرف فيتش. كما تم رفع التصنيف الائتماني لكل من سلوفينيا ليصل إلى درجة (A3) وأوكرانيا (B3) وكرواتيا (Ba1) وبلغاريا (Baa1) من طرف موديز. كما استفادت أيضاً لاتفيا من تحسين تصنيفها ليصل إلى (A+) من قبل ستاندر أند بورز.

أما بالنسبة للمغرب، فقد قامت ستاندرد أند بورز، في أبريل 2020، بتأكيد التصنيف الائتماني للمغرب (BBB-) في "درجة استثمار" مع نظرة مستقبلية مستقرة. في حين، خفضت فيتش النظرة المستقبلية لتصنيف المغرب من "مستقرة" إلى "سالبة" مع الحفاظ على هذا التصنيف في (BBB-).

وبالنسبة للمشاورات النصف سنوية الثانية التي أجريت في أكتوبر 2020، فقد قامت ستاندرد أند بورز بخفض النظرة المستقبلية لتصنيف المغرب (BBB-) من "مستقرة" إلى "سالبة" مع الحفاظ على هذا التصنيف في "درجة استثمار". في حين، خفضت فيتش تصنيف المغرب لينتقل من (BBB-) إلى (BB+) معللة ذلك بتداعيات الجائحة وأثرها على الاقتصاد الوطني.

## تمويل الخزينة خلال سنة 2020

### ❖ تمويل الخزينة وتدبير الدين والخزينة العمومية خلال فترة الأزمة الصحية

أدى تفشي جائحة كوفيد-19 إلى أزمة صحية، واقتصادية واجتماعية عالمية. وقد تسبب حجم هذه الأزمة في صدمة على مستوى هوامش التصرف الماكرواقتصادية لبلادنا، شأننا في ذلك شأن معظم دول العالم، مما أدى على وجه الخصوص إلى انخفاض كبير في إيرادات الدولة وبالتالي إلى تضاعف احتياجاتها التمويلية. ومع استمرار انتشار الوباء، كان متوقعا حدوث ضغط قوي على احتياطات بلادنا من العملة الصعبة لا سيما بسبب تراجع الصادرات والاستثمارات الأجنبية المباشرة، بالإضافة إلى الأضرار التي لحقت ببعض القطاعات الاقتصادية التي توفر هاته العملة.

وفي هذا السياق الغير المسبوق، أصبحت سياسة التمويل وتدبير الدين، باعتبارها في صميم السياسات الاقتصادية العمومية، تحت ضغط شديد.

وهكذا فقد كان على الوزارة وبالأخص على مدبري الدين بمديرية الخزينة والمالية الخارجية التأقلم السريع مع هذا السياق الجديد والتعبئة بقوة من أجل:

- ضمان استمرارية العمل، خاصة خلال فترة الحجر؛
- تعبئة الموارد اللازمة لتغطية الحاجيات التمويلية للدولة؛
- ضمان سداد استحقاقات الدين في الوقت المحدد وتجنب أي تأخير في الدفع؛
- وضع الإجراءات اللازمة للتغلب على الاختلالات المؤقتة في السوق الداخلية والناجمة عن الأزمة؛ و
- ضمان عودة سريعة إلى الأداء الطبيعي لهذه السوق.

### استجابة سريعة من قبل السلطات من خلال تعبئة التمويلات الخارجية للتخفيف من تداعيات الجائحة على الوضعية الخارجية للدولة

فور اندلاع الأزمة الصحية، تم إصدار المرسوم بقانون رقم 2.20.320 المتعلق بتجاوز سقف التمويلات الخارجية، والذي يمكن من تعبئة المزيد من التمويلات الخارجية بهدف تعزيز احتياطي العملات الأجنبية للدولة ودعم ميزانيتها.

وقد دفعت خصوصية هذا السياق الجديد المرتبط بكوفيد-19 الخزينة إلى تعديل استراتيجيتها التمويلية من خلال إعادة التوازن بين التمويل الداخلي والخارجي، في حين أن هذه الاستراتيجية، ولعدة سنوات، كانت تركز على الموارد الداخلية كمصدر رئيسي للتمويل.

وهكذا تمت تعبئة التمويلات الخارجية ذات إجراءات السحب السريعة، بما في ذلك القرض ضد المخاطر المرتبطة بالكوارث الطبيعية الذي تم تفعيل نفاذه مع البنك الدولي منذ عام 2019 بمبلغ 270 مليون دولار أمريكي والقرض التلقائي مع صندوق النقد العربي لدعم ميزان الأداءات بمبلغ 125,6 مليون دولار أمريكي.

وعلى نفس المنوال، نجحت السلطات في تعبئة الموارد المتاحة للمغرب لدى صندوق النقد الدولي بموجب خط الوقاية والسيولة (LPL) والبالغة ما يقارب 3 مليارات دولار أمريكي. ويجدر التذكير بأن هذه الموارد قد تم وضعها رهن إشارة بنك المغرب لاستخدامها حصرياً في دعم ميزان الأداءات وليس لتمويل عجز الميزانية.

وبشكل عام، تم الرفع من المبلغ الإجمالي للتمويلات الخارجية المعبأة (باستثناء خط الوقاية والسيولة LPL) إلى ما يقارب 63 مليار درهم سنة 2020، مقابل سقف أولي تم تحديده على مستوى قانون المالية لعام 2020 في 31 مليار درهم.



## التكيف السريع مع السياق الجديد لأجل إرساء دينامية جديدة في سوق سندات الخزينة

تسبب تفشي الجائحة في مارس 2020 في ظهور تحديات جديدة متعلقة بالتمويل الداخلي للخزينة إذ أثر اندلاع الأزمة على أداء السوق الداخلية لسندات الخزينة، حيث تراجع نشاط المستثمرين بسبب عدم وضوح الرؤية في ظروف اتسمت بظهور شكوك متعددة حول تداعيات هذه الأزمة.

ومع ذلك، لم يكن لهذا الوضع انعكاسات سلبية على تمويل الخزينة، وذلك لأن الإيرادات المهمة التي تم تحصيلها، اعتباراً من منتصف شهر مارس لصالح الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19"، فقد أدت إلى ارتفاع مهم في فائض خزينة الدولة وبالتالي إلى غياب مؤقت للاحتياجات التمويلية للدولة. وفي هذا السياق، عملت مديرية الخزينة والمالية الخارجية على تعزيز التواصل والتشاور مع المتدخلين الرئيسيين في السوق الداخلية لضمانة المستثمرين وتهيئة الشروط لعودة سريعة إلى ظروف عمل عادية بسوق سندات الخزينة، وذلك بالنظر للدور الذي تلعبه هذه السوق، وبشكل خاص في تشكيل أسعار الفائدة وأهميتها بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين.

وبعد اضطراب قصير في سوق سندات الخزينة، مكنت مختلف التدابير المتخذة من قبل مديرية الخزينة والمالية الخارجية لدعم المتدخلين في السوق مع الأخذ بعين الاعتبار لمتطلباتهم، من انتعاش في طلب المستثمرين ابتداء من شهر ماي حيث تركزت طلباتهم، في البداية، على الأذون ذات الآجال القصيرة. واعتباراً من شهر يونيو، أدى تجدد ثقة المستثمرين إلى جانب التوقعات المتعلقة بتخفيض ثان في سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب من عودة الطلب على سندات الخزينة ذات الآجال المتوسطة والطويلة.

## مواجهة تحديات جديدة من أجل تدبير أمثل للخزينة العمومية

خلال هذه الفترة، واجهت الوزارة أيضاً تحدياً آخر والذي تمثل في ضمان تدبير نشيط لفائض الخزينة العمومية المتراكم نتيجة تحصيل الإيرادات لصالح الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19" في انتظار انفاقها للأغراض التي أحدثت من أجلها هذا الصندوق. ومن ناحية أخرى، عمل بنك المغرب على ضخ السيولة اللازمة لسد عجز السيولة لدى البنوك والاستمرار في تمويل الاقتصاد مما لم يترك مجالاً كبيراً لمديرية الخزينة والمالية الخارجية من أجل إعادة ضخ فائض الخزينة العمومية في النظام البنكي.

وقد تم التغلب على الوضع بسرعة بعد تعزيز التنسيق والتشاور مع بنك المغرب، من جهة، ومع المتدخلين في السوق وعلى وجه الخصوص البنوك، من جهة أخرى.

كما تم تبني استراتيجية جديدة لتوظيف فائض الخزينة العمومية تقوم على مبادئ الحيطة والحذر وتعتمد على ما يلي:

- الرفع من مبلغ الهامش الاحتياطي اليومي للتمكن من مواجهة أي نفقات غير متوقعة، لا سيما تلك المتعلقة بالصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19"؛
- ملاءمة مدد عمليات توظيف فائض الخزينة العمومية مع مدد التدفلات الأسبوعية لبنك المغرب؛ و
- التدبير الحذر لرصيد الحساب الجاري للخزينة المتوقع الذي يتجاوز مبلغ الهامش الاحتياطي.

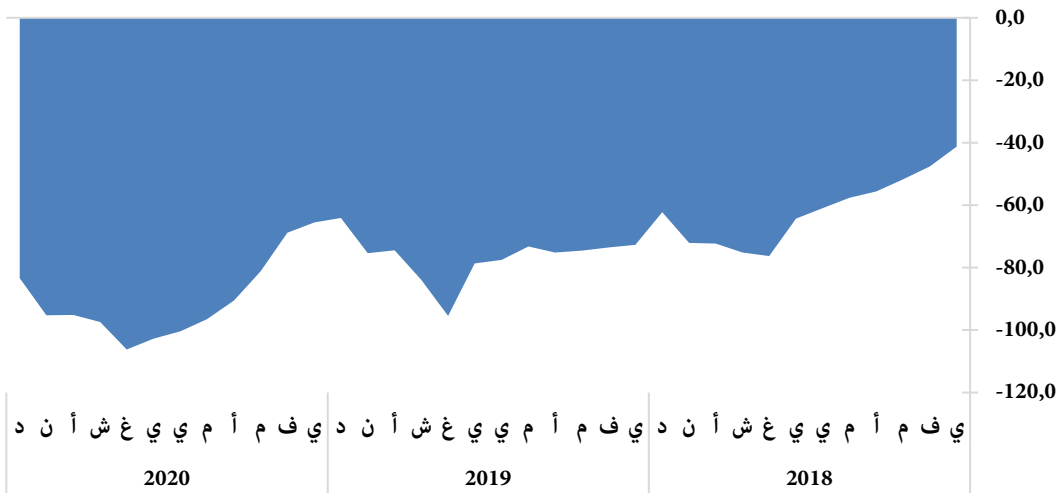
بفضل هذه الإدارة الدقيقة لتدبير الدين وفائض الخزينة وكذا التدابير الاستثنائية المتخذة بشكل استباقي بغية ضمان استمرارية النشاط والأداء الطبيعي للأسواق، تمكنت الخزينة من تمويل جميع احتياجات الدولة لسنة 2020، مما مكنها من الوفاء بجميع التزاماتها المالية، سواء كانت داخلية أو خارجية، بما في ذلك تلك الناجمة عن أزمة كوفيد-19 وذلك بشروط جد جيدة على الرغم من الزيادة في الحجم الإجمالي للتمويلات.

## ❖ التمويل الداخلي للخزينة

### أوضاع السوق النقدية خلال سنة 2020

أثر اندلاع الأزمة الصحية سلبا على السيولة البنكية خلال سنة 2020، إذ تم تسجيل زيادة ملموسة في حاجيات البنوك من السيولة وصلت إلى 90,2 مليار درهم في المتوسط الأسبوعي مقابل 76,5 مليار درهم في سنة 2019، وقد بلغت أقصاها المتمثل في 112 مليار درهم نهاية شهر غشت 2020.

رسم بياني رقم 2: تطور السيولة البنكية ما بين 2018 و 2020 - بملايير الدراهم -



المصدر: بنك المغرب

ولمواجهة هذه الظرفية والتقليص من أثر الأزمة، قام بنك المغرب باتخاذ مجموعة من التدابير التيسيرية وذلك من خلال تحرير حساب الاحتياطي الإلزامي بشكل كامل وخفض سعر الفائدة الرئيسي مرتين والزيادة من تدخلاته في السوق النقدية التي بلغت مستوا قياسيا شهر غشت (124,5 مليار درهم).

وقد عملت مديرية الخزينة والمالية الخارجية، من جهتها، على ضخ ما يناهز 7,0 مليار درهم في المتوسط اليومي، وذلك عبر عمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة المنجزة خلال سنة 2020.

أما فيما يخص أسعار الفائدة في السوق النقدية، فقد عرف متوسط سعر الفائدة المرجعي ليوم واحد في سوق الاستحفاظ ومؤشر « MONIA » انخفاضا بمقدار 49 نقطة أساس و53 نقطة أساس مقارنة بسنة 2019 ليبلغا 1,79% و1,74% على التوالي و ذلك نتيجة لخفض بنك المغرب لسعر فائدته الرئيسي في شهري مارس بقدر 25 نقطة أساس ثم في شهر يونيو 2020 بـ 50 نقطة أساس.

### شروط تمويل الخزينة في السوق الأولية خلال سنة 2020

شكلت سنة 2020 سنة استثنائية تميزت بظهور جائحة كوفيد-19 التي أدت إلى أزمة غير مسبوقه من حيث طابعها الشمولي وكذا آثارها الصحية والاجتماعية والاقتصادية والمالية.

وقد أدى التباطؤ الاقتصادي الناتج عن هذه الأزمة إلى انخفاض الموارد الضريبية نتيجة التوقف الكلي أو الجزئي للنشاط في العديد من القطاعات. وفي المقابل، أدت الإجراءات التي اتخذتها الحكومة للحد من تأثير هذه الأزمة على الاقتصاد الوطني إلى ارتفاع النفقات العمومية. وهكذا فقد نتج عن اقتران هذه العوامل تدهور في عجز الميزانية وبالتالي ارتفاع في الحاجيات التمويلية للدولة.

وفي هذه الظرفية، فقد تميزت شروط تمويل الخزينة في السوق الداخلية بما يلي:

1. تفاقم عجز السيولة البنكية على إثر النمو الاستثنائي الذي شهدته التداول النقدي، لا سيما في سياق الحجر الصحي والقيود المفروضة على التنقلات والتحويلات النقدية لصالح الأسر في إطار عملية "تضامن" والمساهمات النقدية لفائدة الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19". وهكذا، بلغ عجز السيولة البنكية 90,2 مليار درهم في المتوسط الأسبوعي في نهاية سنة 2020 مقابل 76,5 مليار درهم بتم السنة الماضية؛
2. تيسير السياسة النقدية لبنك المغرب عبر خفض سعر فائدته الرئيسي مرتين بما مجموعه 75 نقطة أساس، ليصل إلى 1,5%، وهو أدنى مستوى له على الإطلاق؛ و
3. تحول استراتيجيات الاستثمار في سندات الخزينة من طرف المستثمرين الذين تميزت تصرفاتهم بالانتظارية والتركيز على المدى القصير خاصة في بداية الأزمة.

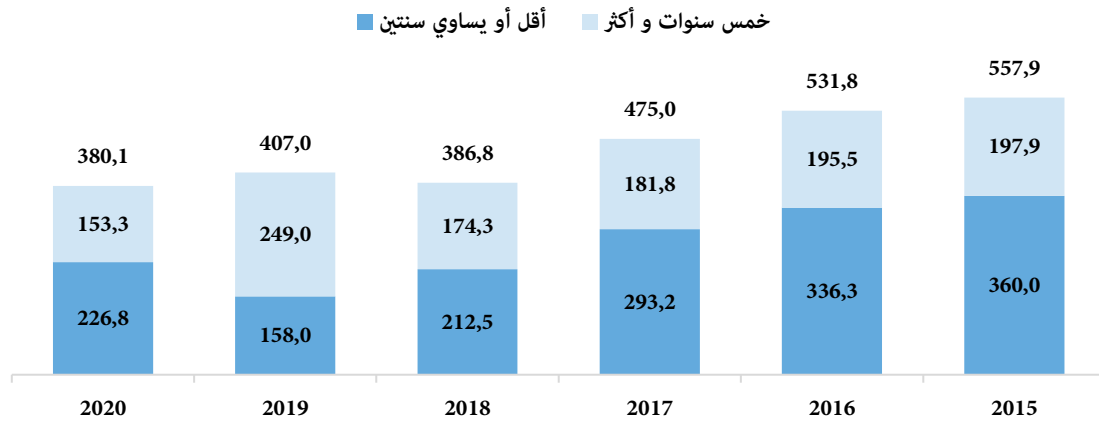
## طلب المستثمرين

وفي هذا الإطار، عرف طلب المستثمرين على سندات الخزينة انخفاضا بنسبة 6,6% سنة 2020 مقارنة مع السنة الماضية بحجم إجمالي بلغ 380,1 مليار درهم سنة 2020 مقابل 407,0 مليار درهم سنة 2019.

ويرجع هذا الانخفاض إلى عاملين أساسيين هما:

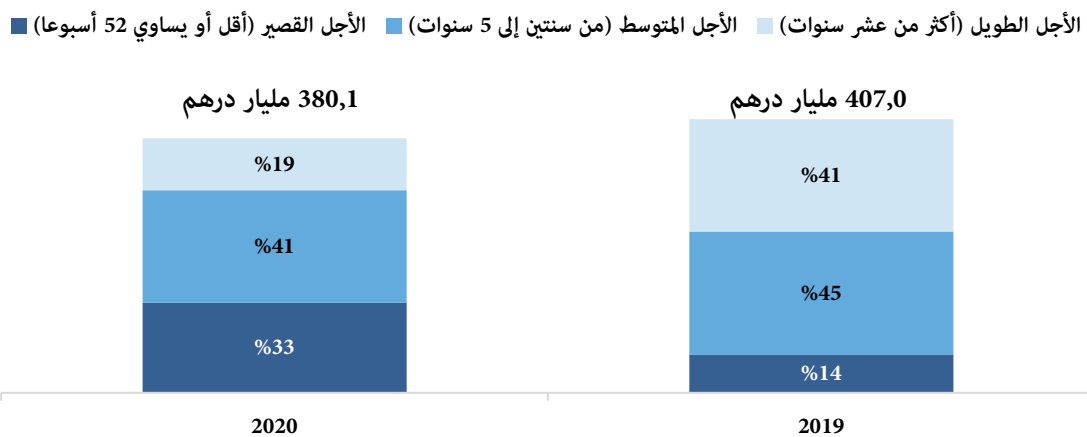
1. انعدام الرؤية عند المستثمرين في ظل مناخ اتسم بعدم الوضوح إثر اندلاع الأزمة الصحية، مما دفع المستثمرين إلى خفض طلبهم على سندات الخزينة مع توجيهه نحو الأذون ذات الآجال القصيرة؛ و
2. إلغاء أربع حصص مزادات خلال شهري مارس وأبريل بالتشاور مع البنوك وسطاء قيم الخزينة نظرا لفائض الخزينة المتراكم نتيجة إنشاء الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19" وكذا نتيجة انخفاض طلب المستثمرين على سندات الخزينة في سياق اتسم بمستوى مرتفع من الشكوك بشأن تطور الوباء وعواقبه المحتملة. وهكذا بلغ حجم طلب المستثمرين على سندات الخزينة خلال الأربعة الأشهر الأولى من السنة 97,8 مليار درهم، أي بانخفاض قدره 53,3% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2019.

رسم بياني رقم 3: التطور السنوي لحجم طلب المستثمرين بين 2015 و 2020 - بملايير الدراهم -



وحسب الآجال، تركز طلب المستثمرين على الأذون ذات آجال سنتين وأقل بنسبة 59,7% من الحجم الإجمالي المطلوب (226,8 مليار درهم) وعلى السندات ذات آجال 5 سنوات فما فوق بنسبة 40,3% (153,3 مليار درهم) مقابل 39% و61% على التوالي مقارنة بالسنة الماضية.

رسم بياني رقم 4: تطور حجم طلب المستثمرين حسب الآجال بين سنتي 2019 و 2020



## .... بينما سجلت أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين انخفاضا على الرغم من سياق الأزمة

خلال سنة 2020، عرفت أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين انخفاضا بلغ 37 نقطة أساس في المتوسط، ويرجع هذا التطور إلى الانخفاض المتتاليين لسعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب. وحسب الآجال، انخفضت أسعار الفائدة المطلوبة بالنسبة للأذون ذات آجال سنتين وأقل بـ 53 نقطة أساس في المتوسط، والسندات ذات آجال 5 سنوات فما فوق بـ 26 نقطة أساس في المتوسط.

ويبرز تحليل تطور أسعار الفائدة المطلوبة خلال سنة 2020 ثلاث مراحل متميزة:

- المرحلة الأولى امتدت طوال الأشهر الخمس الأولى من سنة 2020 حيث سجلت فيها أسعار الفائدة المطلوبة انخفاضا معتدلا بلغ 3 نقط أساس في المتوسط الشهري. وقد عرفت أسعار الفائدة المطلوبة انخفاضا إجمالي بلغ 8 نقط أساس في المتوسط نهاية شهر ماي 2020 مقارنة بالمستويات المسجلة نهاية شهر دجنبر 2019. وتجدد الإشارة إلى أن هذا المستوى الضعيف للانخفاض يرجع أساسا إلى أن المستثمرين كانوا قد أدرجوا مسبقا في تقديراتهم لأسعار الفائدة المقترحة من طرفهم احتمال خفض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب وذلك منذ متم سنة 2019؛
- المرحلة الثانية وافقت شهري يونيو ويوليوز وسجلت فيها أسعار الفائدة المطلوبة انخفاضا مهما بلغ 50 نقطة أساس في المتوسط مقارنة مع المستويات المسجلة نهاية شهر دجنبر 2019 وذلك نتيجة الانخفاض الثاني لسعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب بـ 50 نقطة أساس بتاريخ 16 يونيو 2020؛ و
- المرحلة الثالثة امتدت من شهر غشت إلى نهاية السنة واتسمت بتصحيح تصاعدي لطيف لأسعار الفائدة المطلوبة نتيجة لجوء الخزينة المكثف للسوق الداخلية خصوصا خلال شهري غشت وشتنبر ليتم التخفيف من هذا اللجوء خلال الربع الأخير من السنة بسبب تسريع وتيرة تعبئة التمويلات الخارجية في السوق المالية الدولية.

رسم بياني رقم 5: تطور أسعار الفائدة المطلوبة ما بين سنتي 2019 و2020



### سياسة التمويل في السوق الداخلية المتبعة من طرف الخزينة

عرفت سياسة تمويل الخزينة على مستوى السوق الداخلية تعديلات أخذت بعين الاعتبار للطرفية الجديدة الناتجة عن الأزمة.

وهكذا فقد نهجت الخزينة خلال سنة 2020 استراتيجية تمويل تركز على النقط التالية:

- الحفاظ، كل ما أمكن ذلك، على حضور منتظم في سوق المزادات بالنسبة لجميع الآجال؛
- تعزيز التواصل مع المتدخلين في السوق للتكيف مع التحديات والقيود التي فرضتها الأزمة الصحية، وذلك تبعا لأفضل الممارسات الدولية في هذا المجال؛
- اللجوء المنتظم لعمليات تبادل سندات الخزينة من أجل التقليل من خطر إعادة التمويل والاستجابة لطلب المستثمرين خصوصا البنوك من أجل تمكينهم من التوفر على سندات الخزينة لاستعمالها في إطار عمليات إعادة التمويل لدى البنك المركزي؛

- القيام بعمليات إعادة شراء سندات الخزينة، بشكل ظرفي وحسب تطور الخزينة العمومية، من أجل تقليص فائض الحساب الجاري للخزينة وتخفيف الضغط على أسعار الفائدة؛ و
- اللجوء اليومي لعمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة من أجل تدبير أمثل لموجودات هذا الحساب مع تعزيز التنسيق مع البنك المركزي وتبادل المعلومات مع البنوك وسطاء قيم الخزينة في ظل تدهور السيولة البنكية والاستراتيجية التيسيرية المتبعة من طرف بنك المغرب للتأقلم مع الظرفية الجديدة الناجمة عن الأزمة الصحية.

## إصدارات الخزينة سنة 2020

### ارتفاع حجم إصدارات الخزينة...

بلغ الحجم الإجمالي لإصدارات الخزينة في متم سنة 2020 حوالي 152,7 مليار درهم مقابل 104,4 مليار درهم السنة الماضية، أي بارتفاع بلغ 46,2%. ويوزع هذا الحجم بين الإصدارات لتمويل حاجيات الخزينة بمبلغ 130,6 مليار درهم أو 85,5%، وبين الإصدارات في إطار عمليات تبادل سندات الخزينة بمبلغ 22,1 مليار درهم أو 14,5%.

وعلى إثر تعبئة موارد مالية مهمة في إطار الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19"، شهدت إصدارات الخزينة خلال الأشهر الأربعة الأولى من سنة 2020 انخفاضا بنسبة 20,2% مقارنة بالفترة نفسها من سنة 2019، حيث بلغت 40,2 مليار درهم مقابل 50,4 مليار درهم متم شهر أبريل 2019. وخلال الأشهر الثمانية الأخيرة من السنة، ارتفعت وتيرة إصدارات الخزينة بمتوسط شهري بلغ 14 مليار درهم مقابل 6,7 مليار درهم في سنة 2019 وذلك بسبب اللجوء المكثف للسوق الداخلية لتمويل حاجيات الخزينة المرتفعة والذي تم التخفيف منه من خلال تسريع وتيرة تعبئة التمويلات الخارجية خاصة خلال الربع الأخير من سنة 2020.

ومن حيث هيكلية الإصدارات وعلى غرار توزيع طلب المستثمرين، شكلت السندات ذات الآجال 5 سنوات فما فوق 42% من الحجم الإجمالي المصدر، بنسبة تقل كثيرا عن تلك المسجلة سنة 2019 (76%) عاكسة هيكلية طلب السوق المرتكزة بالخصوص على الآجال القصيرة.

حسب المدد، استقطبت أذون الخزينة ذات أمد سنتين 27,1% من إجمالي الحجم المصدر، متبوعة بالسندات ذات أمد 5 سنوات (21,8%)، والأذون ذات أمد 52 أسبوعا (17,3%)، والأذون ذات أمد 26 أسبوعا (8,1%)، والسندات ذات أمد 15 سنة (7,1%)، والسندات ذات أمد 30 سنة (6,2%)، والأذون ذات أمد 13 أسبوعا (5,6%)، والسندات ذات أمد 20 سنة (4,1%)، والسندات ذات أمد 10 سنوات (2,7%).

جدول رقم 1: التوزيع الربع سنوي لإصدارات الخزينة حسب الأمد سنة 2020 - بملايين الدراهم

الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	المجموع	الحصة %
200,0	1730,5	3 949,6	2612	8 492,1	5,6%
-	910,5	6 292	5 202	12 404,5	8,1%
4 428,2	6 262,5	4 447,2	11 251,4	26 389,3	17,3%
8 473,8	16 545,1	6048	10 269	41 335,9	27,1%
278,3	21 548,8	5 703,7	5 802,4	33 333,2	21,8%
1 492,0	57,7	813,3	1 780	4 143,0	2,7%
9 797,5	796,9	0	251,6	10 846,0	7,1%
5 318,1	706,9	100	60	6 185,0	4,1%
5 662,1	1560	2 295,8	0	9 517,9	6,2%
35 650,0	50 118,9	29 649,6	37 228,4	152 646,9	100,0%

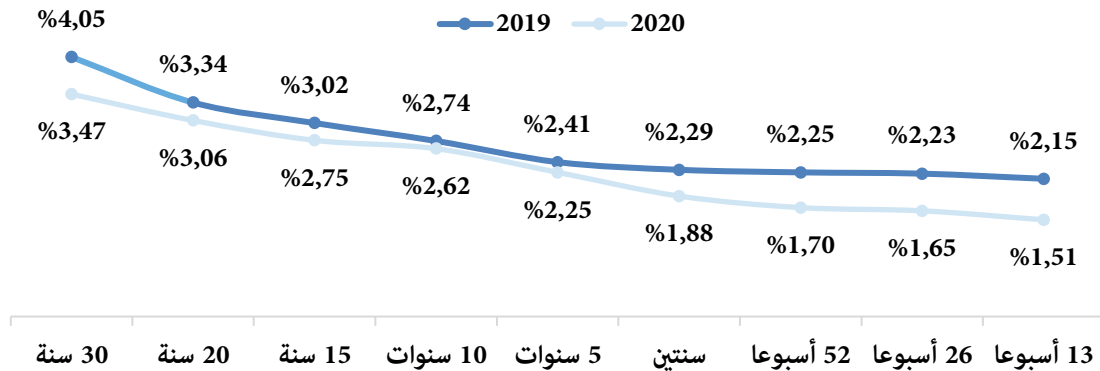
## ...موازاة مع انخفاض أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة

على غرار أسعار الفائدة المطلوبة من طرف المستثمرين، عرفت أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة انخفاضا يظهر ثلاث مراحل مختلفة:

- **المرحلة الأولى** تزامنت مع الأشهر الخمسة الأولى من السنة حيث سجلت خلالها أسعار فائدة سندات الخزينة انخفاضا معتدلاً قارب نقطتين أساس في المتوسط الشهري.
- **المرحلة الثانية** وافقت شهري يونيو ويوليو حيث عرفت أسعار الفائدة المقبولة من قبل الخزينة انخفاضا بمقدار 53,1 نقطة أساس في المتوسط مقارنة بمستوى أسعار الفائدة المسجلة نهاية دجنبر 2019، وذلك نتيجة خفض بنك المغرب لسعر فائدته الرئيسي للمرة الثانية على التوالي خلال شهر يونيو.
- **المرحلة الثالثة** امتدت من شهر غشت حتى نهاية السنة وتميزت بارتفاع في أسعار فائدة سندات الخزينة بلغ 14,8 نقطة أساس في المتوسط مقارنة بنهاية شهر يوليو.

وبالتالي، انخفضت أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة في متم سنة 2020 بمقدار 39,9 نقطة أساس في المتوسط مقارنة مع نهاية سنة 2019. وحسب الآجال، سجلت أسعار الفائدة على أذون الخزينة ذات آجال سنتين وأقل انخفاضا هاما وصل إلى 54,7 نقطة أساس في المتوسط إذ أن هذه الآجال تتأثر أكثر بقرارات البنك المركزي المتعلقة بخفض سعر الفائدة الرئيسي، في حين لم يتعد انخفاض أسعار الفائدة على سندات الخزينة ذات آجال 5 سنوات فما فوق 28,1 نقطة أساس في المتوسط حيث أن انتقال قرارات السياسات النقدية للبنك المركزي يتم على مدى أطول بالنسبة لهذه الآجال.

رسم بياني رقم 6: تطور أسعار الفائدة المطلوبة ما بين سنتي 2019 و2020



حسب المدد، سجلت أسعار الفائدة للأذون ذات أمد 13 أسبوعا أقوى انخفاضا (63,6- نقطة أساس)، متبوعة بالأذون ذات أمد 26 أسبوعا (58,0- نقطة أساس)، وبالسندات ذات أمد 30 سنة (57,2- نقطة أساس)، وبالأذون ذات أمد 52 أسبوعا (55,8- نقطة أساس)، وبالأذون ذات أمد سنتين (41,6- نقطة أساس)، وبالسندات ذات أمد 20 سنة (28,3- نقطة أساس)، وبالسندات ذات أمد 15 سنة (27,6- نقطة أساس)، وبالسندات ذات أمد 5 سنوات (16,1- نقطة أساس)، وبالسندات ذات أمد 10 سنوات (11,3- نقطة أساس).

جدول رقم 2: تطور أسعار الفائدة المرجحة للسندات المصدرة عبر الاكتتاب - آخر الاسعار المقبولة حسب الشهر-

تغير (نقطة أساس)	دجنبر 20	نونبر	أكتوبر	سنتنبر	غشت	يوليوز	يونيو	ماي	أبريل	مارس	فبراير	يناير	دجنبر 19	
-63,6		%1,51	%1,47	%1,47	%1,57	%1,47	%1,44	%2,05	%2,15		%2,20		%2,15	13 أسبوعا
-58,0	%1,65	%1,75	%1,55	%1,59	%1,62	%1,55	%1,98	%2,16					%2,23	26 أسبوعا
-55,8	%1,70	%1,86	%1,64	%1,65			%1,59	%2,17	%2,25	%2,35	%2,33	%2,33	%2,25	52 أسبوعا
-41,6	%1,88	%2,09	%1,84	%1,86	%1,85	%1,79	%1,77	%2,29	%2,35	%2,41	%2,41	%2,38	%2,29	سنتين
-16,1	%2,25	%2,18	%2,10	%2,10	%2,10		%1,98	%2,48		%2,50			%2,41	5 سنوات
-11,3		%2,62				2,39%	%2,40				%2,64	%2,66	%2,74	10 سنوات
-27,6	%2,75	%2,85					%2,60			%2,94	%2,94	%2,94	%3,02	15 سنة
-28,3		%3,06				%2,86	%2,87	%3,20		%3,19	%3,17	%3,30	%3,34	20 سنة
-57,2						%3,47	%3,50			%3,80	%3,81	%3,92	%4,05	30 سنة

## ❖ التمويل الخارجي للخزينة

### السحوبات على القروض الخارجية

عند بداية تفشي جائحة كوفيد-19، كان احتمال إحداث هذه الأخيرة لضغط مهم على الموجودات الخارجية للبلاد جد كبيرا وذلك من جرّاء التأثير السلبي المنتظر على الأنشطة والقطاعات المدرة للعملة الصعبة كالسياحة والاستثمارات الأجنبية المباشرة والصادرات من المنتوجات المصنعة.

وفي ظل هذا الوضع المتسم بالانخفاض المهم لمداخيل الدولة والذي نجم عنه ارتفاع مهم في احتياجاتها التمويلية، قامت الحكومة، وفق مقارنة استباقية، بإصدار المرسوم بقانون رقم 2.20.320 المتعلق بتجاوز سقف التمويلات الخارجية المدرج في إطار قانون المالية لعام 2020، والذي كان محددًا في البداية في 31 مليار درهم. وبفضل هذا الإجراء، تمكنت الخزينة من الرفع من وتيرة لجوئها إلى التمويلات الخارجية على نحو مكن من تنويع مصادر التمويل مع تعزيز السحوبات لدى الجهات المانحة الرسمية والسوق المالية الدولية.

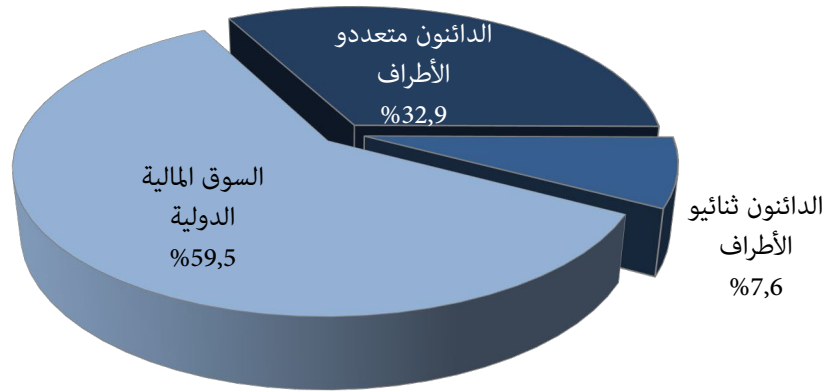
وبذلك سجلت السحوبات على القروض الخارجية للخزينة ارتفاعا قدره 37,5 مليار درهم لتصل إلى ما يقارب 63,0 مليار درهم بتم سنة 2020 مقابل 25,5 مليار درهم نهاية سنة 2019.

وقد بلغت سحوبات الخزينة المعبأة من السوق المالية الدولية لوحدها حصة قدرها 59,5% من مجموع السحوبات، أي 37,5 مليار درهم مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 26,9 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019. وتجدر الإشارة إلى أن سنة 2020 تميزت بإصدارين في السوق المالية الدولية، الأول بقيمة مليار أورو (10,8 مليار درهم) في سنتنبر والثاني بقيمة 3 مليارات دولار (26,7 مليار درهم) في دجنبر.

أما فيما يخص السحوبات المعبأة لدى المقرضين متعددي الأطراف، فقد بلغت 32,9% من إجمالي السحوبات، أي 20,8 مليار درهم بزيادة قدرها 6,5 مليار درهم مقارنة مع السنة الماضية. هذه السحوبات عبثت أساسا لدى البنك الدولي للإنشاء والتعمير (10,6 مليار درهم)، صندوق النقد العربي (3,9 مليار درهم) والبنك الإفريقي للتنمية (3,5 مليار درهم).

وبخصوص السحوبات المعبأة لدى الدائنين الثنائيين، فقد سجلت ما مجموعه 4,7 مليار درهم، أي بحصة 7,6% من مجموع السحوبات، مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 4,0 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019. وقد عبثت هذه السحوبات أساسا لدى دول الاتحاد الأوروبي.

رسم بياني رقم 7: السحوبات على الاقتراض الخارجي حسب نوع المقرضين



## استخدامات القروض الخارجية

بلغت السحوبات المخصصة لدعم الإصلاحات مبلغا يناهز 13,1 مليار درهم، منها:

- 5 مليارات درهم لدعم الإدماج المالي وتنمية الاقتصاد الرقمي؛

- 1,5 مليار درهم لدعم القطاع المالي؛

- مليار درهم لتحسين أداء الجماعات؛ و

- 0,6 مليار درهم لتحسين الحماية الاجتماعية.

وتمت تعبئة مبلغ قدره 10,1 مليار درهم للتخفيف من آثار جائحة كوفيد-19.

وبخصوص الموارد المعبأة لتمويل المشاريع المدرجة في الميزانية العامة، فقد بلغت حوالي 2,3 مليار درهم، تتوزع أساسا كالتالي:

- 1,7 مليار درهم موجهة لقطاعي الماء والسدود؛

- 0,3 مليار درهم مخصصة للتشغيل؛ و

- 0,3 مليار درهم موجهة للتنمية القروية.

## الالتزامات الخارجية الجديدة

إضافة إلى إصداري الخزينة للسندات في السوق المالية الدولية، وقع المغرب، خلال سنة 2020، عدة اتفاقيات قروض بقيمة إجمالية تناهز حوالي 41,4 مليار درهم مع كل من البنك الدولي للإنشاء والتعمير، البنك الإفريقي للتنمية، البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير، صندوق النقد العربي، البنك الأوروبي للاستثمار، فرنسا، ألمانيا واليابان.

ووجهت هذه القروض لتمويل عدة قطاعات من بينها القطاع المالي والقطاعات الاجتماعية.

## ❖ إصدار الأورو

في 24 شتنبر 2020، نجح المغرب في العودة إلى السوق المالية الدولية من خلال إصدار سندات بقيمة مليار أورو من شطرين بقيمة 500 مليون أورو لكل منهما. حيث تم إصدار الشطر الأول ذو أجل 10 سنوات بسعر فائدة بلغ 2% والشطر الثاني ذو أجل 5 سنوات ونصف بسعر فائدة بلغ 1,375%. ويعد هذا المستوى لسعر الفائدة (1,375%) أدنى ما حصل عليه المغرب في السوق المالية الدولية.



## تجاوب المستثمرين مع الإصدار

وعلى الرغم من المخاوف المرتبطة بتداعيات جائحة كوفيد-19، فقد عرف هذا الإصدار إقبالا من لدن المستثمرين الدوليين. حيث تجاوز دفتر طلبات الاكتتاب 2,5 مليار أورو من طرف الصناديق الاستثمارية الأوروبية والأمريكية. ويشهد هذا النجاح في هذه الظروف الاستثنائية على جودة الائتمان المغربي والثقة التي يحظى بها المغرب لدى المستثمرين الدوليين.

وقد تمكن المغرب، إلى جانب كوريا الجنوبية والمكسيك، من إصدار سندات في سوق الأورو الذي أصبح انتقائياً للغاية بالنسبة للبلدان غير الأوروبية خاصة في ظل تداعيات جائحة كورونا. كما لقي هذا الإصدار إقبالا من لدن المستثمرين المؤسساتيين ذوي الجودة العالية (مدبرو الأصول وشركات التأمين وصناديق التقاعد...). وتميز أيضا بتوزيع جغرافي واسع النطاق بين المستثمرين في أوروبا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية والشرق الأوسط.

## توقيت الإصدار

لقد تم اختيار توقيت مناسب للإصدار حيث إن مستوى هامش المخاطر لسندات 2031، والذي يعد مرجعا مهما للمستثمرين لتسعير الإصدار الجديد، كان في حدود 200 نقطة أساس في يوم الإصدار. وهو مستوى قريب من أدنى قيمة له بعد الإعلان عن ظهور جائحة كوفيد-19، بعد أن بلغ 300 نقطة أساس خلال شهري مارس وماي.

## أهداف الإصدار

لقد مكنت هاته العملية من تعويض قرض بسعر فائدة 4,5% بقرض جديد بمتوسط سعر فائدة في حدود 1,8%، مما سمح بتوفير ما يعادل 300 مليون درهم في السنة كفوائد.

وقد ساعدت هاته العملية أيضاً على الحفاظ على احتياطات النقد الأجنبي في مستويات مريحة إذ تم سداد الاقتراض الدولي الذي تم إصداره في عام 2010 دون اللجوء إلى السحب من احتياطات النقد الأجنبي.

إضافة إلى الأهداف سالفة الذكر، مكن هذا الإصدار من وضع مرجع جديد لمعدل العائد لسندات المغرب في السوق المالية الدولية والذي سيكون بمثابة مرجع بالنسبة لباقي المصدرين المحليين سواء في القطاع العام أو الخاص

المملكة المغربية		المصدر	شتمبر 2020
BBB- (ستاندراند بورز) / BBB- (فيتش رايتينغ)	144A/ RegS	التصنيف	
10 سنوات	5 سنوات ونصف	الصيغة	
30 شتمبر 2030	30 مارس 2026	الشرائح	
500 مليون أورو	500 مليون أورو	الأجل	
2,000%	1,375%	المبلغ	
1,495% / MS + 190 نقطة أساس	2,176% / MS + 240 نقطة أساس	سعر الفائدة	المملكة المغربية
30 شتمبر 2020		سعر العائد/هامش المخاطر	500 مليون أورو، 1,375%
EUR 100k x 1k		تاريخ التسوية	2026
الانجليزي		القيمة الإسمية	500 مليون أورو، 2,000%
بورصة لوكسمبورغ/ بورصة لندن		القانون	2030
		الإدراج	

## ❖ إصدار الدولار

بعد إصدار الأورو في شتمبر، ونظرا لتحسن ظروف التمويل على مستوى السوق المالي الدولي قبيل إغلاق الأسواق بمناسبة أعياد نهاية السنة، قام المغرب بطرح إصدار ثاني وهذه المرة بالدولار. وقد ساعدت سيولة وعمق سوق الدولار على تعبئة 3 مليارات دولار في 8 دجنبر 2020 مقسمة على ثلاث شرائح:

- الشرط الأول ذو أجل 7 سنوات بمبلغ 750 مليون دولار وهامش مخاطر بلغ 175 نقطة أساس وسعر فائدة بنسبة 2,375%.
- الشرط الثاني ذو أجل 12 عاما بمبلغ 1 مليار دولار وهامش مخاطر بلغ 200 نقطة أساس وسعر فائدة 3%.
- الشرط الثالث ذو أجل 30 عاما بمبلغ 1,25 مليار دولار وهامش مخاطر بلغ 261 نقطة أساس وسعر فائدة 4%.

## تجاوب المستثمرين مع الإصدار

وحقق هذا الإصدار الذي ميز عودة المغرب إلى الدولار بعد غياب دام 7 سنوات نجاحا كبيرا لدى المستثمرين الدوليين. إذ تجاوز دفتر الطلبات 13,5 مليار دولار وتم اكتتاب الإصدار أكثر من 4 مرات.

وقد لقي هذا الإصدار إقبالا متميزا من لدن المستثمرين المؤسسيين ذوي الجودة العالية (مدبرو الأصول وشركات التأمين وصناديق التقاعد...). وتميز أيضا بتوزيع جغرافي واسع النطاق بين المستثمرين في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأوروبا وآسيا والشرق الأوسط.

## توقيت الإصدار

تجدر الإشارة إلى أن هذا الإصدار الذي كان مقررا في البداية في شهر ماي تم تأجيله عدة مرات بسبب تدهور ظروف التمويل في السوق المالية الدولية المرتبطة على وجه الخصوص بالمخاوف الناجمة عن تطور الوباء وأثره على الاقتصاد العالمي. واتخذ المغرب قرارا بإصدار هذه السندات في سوق الدولار بعد معابته لانتعاش واضح في إقبال المستثمرين على سندات الأسواق الناشئة. كما يتضح ذلك من خلال الانخفاض الملحوظ في مؤشر EMBI+ والذي تقلص من 538 نقطة أساس إلى 353 نقطة أساس بين فاتح ماي و8 دجنبر. كما أن الأداء الجيد لسندات المغرب الدولية المتداولة في السوق الثانوية كان من بين الدوافع لاتخاذ هذا القرار إذ انخفض هامش مخاطر إصدار 2042، والذي يعد أيضا مرجعا مهما للمستثمرين بالدولار، إلى 262 نقطة أساس في يوم الإصدار بعد أن وصل إلى 389 نقطة أساس خلال شهر ماي.

## أهداف الإصدار

يندرج هذا الإصدار في إطار الاستراتيجية القائمة على التحكيم بين مصادر التمويل الداخلي واللجوء إلى السوق المالية الدولية لتمويل جزء من احتياجات الخزينة. وبالتالي، استخدم المبلغ التي تم تعبئته لتمويل جزء من احتياجات الخزينة لعام 2020 وكذا لتمويل مسبق لجزء من احتياجات سنة 2021. كما عزز هذا الإصدار مستوى الأصول الخارجية ويمكن من ضخ سيولة جديدة في السوق الداخلي الذي شهد تقلصا كبيرا في السيولة منذ بداية السنة. كما أنه أتاح للمغرب تجديد الاتصال بالمستثمرين وتنويع مصادر تمويله بالإضافة إلى توفير مرجع جديد لمعدل العائد لسندات المغرب في السوق المالية الدولية.

المملكة المغربية			المصدر	دجنبر 2020
BBB- (ستاندرد اند بورز) / BB+ (فيتش رايتينغ)			التصنيف	
144A/ RegS			الصيغة	
30 سنة	12 سنة	7 سنوات	الشرائح	
15 دجنبر 2050	15 دجنبر 2032	15 دجنبر 2027	الأجل	
1250 مليون دولار	1000 مليون دولار	750 مليون دولار	المبلغ	
4%	3%	2,375%	سعر الفائدة	750 مليون دولار، 2,375%
4% / MS+261.3 نقطة أساس	3,043% / MS+200 نقطة أساس	2,412% / MS+175 نقطة أساس	سعر العائد/هامش المخاطر	2027
	15 دجنبر 2020		تاريخ التسوية	1000 مليون دولار، 3,000%
	USD 200,000 x USD 1,000		القيمة الإسمية	2032
	الانجليزي		القانون	125 مليون دولار، 4,000%
	بورصة لوكسمبورغ / بورصة لندن		الإدراج	2050

وبفضل هذا الإصدار، تم اختيار المغرب كأفضل مصدر للسندات السيادية الدولية على الصعيد الإفريقي وثاني أفضل مصدر في فئة "الأسواق الناشئة".

## الدين الموطد للإدارات العمومية

استمرارا للجهود المبذولة للتقارب مع المعايير الدولية لإعداد ونشر إحصائيات الدين، تشر وزارة الاقتصاد والمالية وإصلاح الإدارة (MEFRA) للسنة الثانية على التوالي، في إطار هذا التقرير حول الدين العمومي المصاحب لمشروع قانون المالية، الإحصائيات المتعلقة بالدين الموطد للإدارات العمومية.

وللتذكير، فقد بدأت الوزارة في العمل على توطيد المالية العامة من خلال اعتماد مفاهيم وتعريفات ومنهجية دليل إحصائيات مالية الحكومة لعام 2014، بما في ذلك إحصائيات الدين (توصيات دليل إحصائيات دين القطاع العام / GSDSP 2011). وفي إطار هذا العمل، تم تحديد المنهجية (الإطار رقم 1) والتي تهدف إلى تحسين جودة المعلومات المتاحة والاستجابة للطلبات المختلفة المتعلقة بالديون الموطدة ونطاقها وأهدافها (الإطار رقم 2)، ومن ناحية أخرى، الاقتراب تدريجياً نحو معايير التوطيد الموصى بها على المستوى الدولي.

### إطار رقم 1: المنهجية المعتمدة

تتمثل المنهجية المتبعة بخصوص موافقة نشر بيانات الدين مع المعايير الدولية وملاءمتها مع السياق المغربي وفق ما تم اعتماده مع صندوق النقد الدولي فيما يلي:

- فيما يتعلق بنطاق التغطية المؤسسية، فهي تشمل جميع الهياكل المكونة لقطاع الإدارات العمومية وفقاً لإطار دليل إحصائيات مالية الحكومة لعام 2014، وهي الحكومة المركزية المدرجة في الميزانية العامة (الخزينة)، الحكومة المركزية الغير مدرجة في الميزانية العامة (المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري)، الجماعات الترابية ومنظمات التقاعد والاحتياط الاجتماعي؛

- فيما يتعلق بأدوات الدين، اعتمد المغرب تعريف الدين بالمعنى الضيق لصندوق النقد الدولي، أي أذون وسندات الخزينة المصدرة في السوق المحلية، الإصدارات السنوية في السوق المالية الدولية، الودائع في مسالك الخزينة، القروض المستفيدة وغير المستفيدة من ضمان الدولة والمتعاقد عليها مع مؤسسات الائتمان أو الجهات الدائنة الخارجية (الدائنون الثنائون ومتعدد الأطراف) والإصدارات السنوية المصدرة في السوق الداخلية وفي السوق الدولية سواء كانت مستفيدة من ضمان الدولة أم لا؛

- من حيث التقييم، يتم تقييم الأدوات المذكورة أعلاه بقيمتها الظاهرية.

يتم حساب حجم الرصيد القائم للدين الموطد لقطاع الإدارات العمومية بتجميع أحجام الأرصدة القائمة لجميع أدوات الدين المتعاقد عليها من قبل الكيانات التي يتألف منها القطاع وتقييمها بقيمتها الظاهرية. ثم يتم طرح الديون البينية داخل القطاع من المبلغ الذي تم الحصول عليه، أي الودائع في مسالك الخزينة لأي كيان يمثل جزءاً من قطاع الإدارات العمومية وكذلك سندات الخزينة التي بحوزة منظمات التقاعد والاحتياط الاجتماعي وبعض المؤسسات التي تشكل جزءاً من الإدارة المركزية الغير مدرجة في الميزانية.

وللتذكير، تتبلور المعايير الدولية التي تعتمد لإعداد إحصائيات دين القطاع العام في توصيات دليل إحصائيات دين القطاع العام (الدليل). توفر هذه المعايير، التي تم تفصيلها في التقرير حول المديونية المصاحب لمشروع قانون المالية لعام 2021، توجيهات تتعلق بمفاهيم وأسس وتعريف وتصنيفات إحصائيات دين القطاع العام، ومصادر وتقنيات تجميع هذه الإحصائيات، كما توفر أيضاً الأدوات التحليلية.

بمتم سنة 2020، قدر الدين الموطد للإدارات العمومية بحوالي 761,0 مليار درهم، أي 69,8% من الناتج الداخلي الإجمالي مسجلاً ارتفاعاً قدره 13 نقطة مئوية من الناتج الداخلي الإجمالي.

يعزى ارتفاع الدين الموطد للإدارات العمومية بالأساس إلى مكوّنه المتعلق بدين الخزينة، حيث عرف هذا الأخير ارتفاعاً بـ 11,6 نقطة من الناتج الداخلي الإجمالي ما بين سنتي 2019 و2020، نتيجة تداعيات أزمة كوفيد-19 (أنظر باب "بنية دين الخزينة بتم سنة 2020"). كما يرجع هذا التطور أيضاً إلى ارتفاع دين المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري بحوالي 0,9 نقطة من الناتج الداخلي الإجمالي (أو +8,4 مليار درهم) مقارنة بالسنة الماضية، وبدرجة أقل إلى ارتفاع دين الجماعات الترابية بـ 0,2 نقطة من الناتج الداخلي (أو +1,3 مليار درهم). وتجدر الإشارة إلى أن انخفاض حجم محفظة سندات الخزينة التي بحوزة

صناديق التقاعد والاحتياط الاجتماعي وكذا المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري، بحوالي 0,6 نقطة بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي (أو 17,1 مليار درهم)، قد ساهم أيضا في ارتفاع الدين الموطد القائم على قطاع الإدارات العمومية.

2020	2019	(بملايين الدراهم)
832 602	747 255	دين الخزينة (1)
%76,4	%64,8	بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي
632 899	585 687	داخلي
199 703	161 568	خارجي
73 500	80 500	إجمالي ودائع الخزينة (2)
31 482	23 096	دين المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري (3)
-201 297	-219 198	الديون البنينة داخل القطاع موضوع الطرح (4)
-30 260	-31 050	ودائع المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري لدى الخزينة
-171 037	-188 148	سندات الخزينة التي بحوزة المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري وصناديق التقاعد والاحتياط الاجتماعي
-10 936	-17 885	المؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري
-160 102	-170 263	صناديق التقاعد والاحتياط الاجتماعي
24 711	23 408	دين الجماعات الترابية (5)
760 998	655 061	الدين الموطد للإدارات العمومية (1 + 2 + 3 + 4 + 5)
%69,8	%56,8	بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي

تجدر الإشارة إلى أنه قد تم تحيين بيانات سنة 2019، في حين أن بيانات سنة 2020، ولا سيما بيانات صناديق التقاعد والاحتياط الاجتماعي والمؤسسات العمومية ذات الطابع غير التجاري، فهي مؤقتة.

## إطار رقم 2: تعريف توطيد إحصائيات الدين وأهدافه

### ما المقصود بتوطيد الإحصائيات؟

يشير دليل إحصائيات دين القطاع العام ودليل إحصائيات مالية الحكومة لصندوق النقد الدولي إلى أن توطيد البيانات هو أسلوب لعرض الإحصائيات الخاصة بمجموعة من الوحدات أو الكيانات كما لو كانت تشكل وحدة واحدة. ويتم الحصول على حجم الدين الموطد لوحدة ما، أو مجموعة وحدات، بتجميع كافة التدفقات والأرصدة القائمة وفق إطار تحليلي متفق عليه، ثم طرح كافة التدفقات والأرصدة القائمة المتبادلة بين الوحدات أو الكيانات موضوع التوطيد.

### ما هي دواعي توطيد إحصائيات مالية الحكومة ودين القطاع العام؟

الهدف الرئيسي من توطيد الدين هو الحصول على نظرة شاملة للمديونية الحقيقية لمجموعة من الوحدات المؤسسية. وفي الواقع، تعد الإحصائيات الموطدة ذات قيمة تحليلية مهمة حيث يتطلب إجراء التوطيد معالجة مسبقة للبيانات مما يمكن من خلق انسجام بخصوص قواعد ومبادئ التسجيل كما يمكن، من ناحية أخرى، التخلص من الفروق الإحصائية والمحاسبية الناجمة عن تعدد الأنظمة الإدارية بين الدول. وتجدر الإشارة إلى أن توطيد الإحصائيات ليس له أي تأثير على الأرصدة المحاسبية، ولا سيما صافي الدين وحاجيات التمويل.

## بنية دين الخزينة بمتهم سنة 2020

## ❖ هيكل دين الخزينة

## تطور حجم الدين

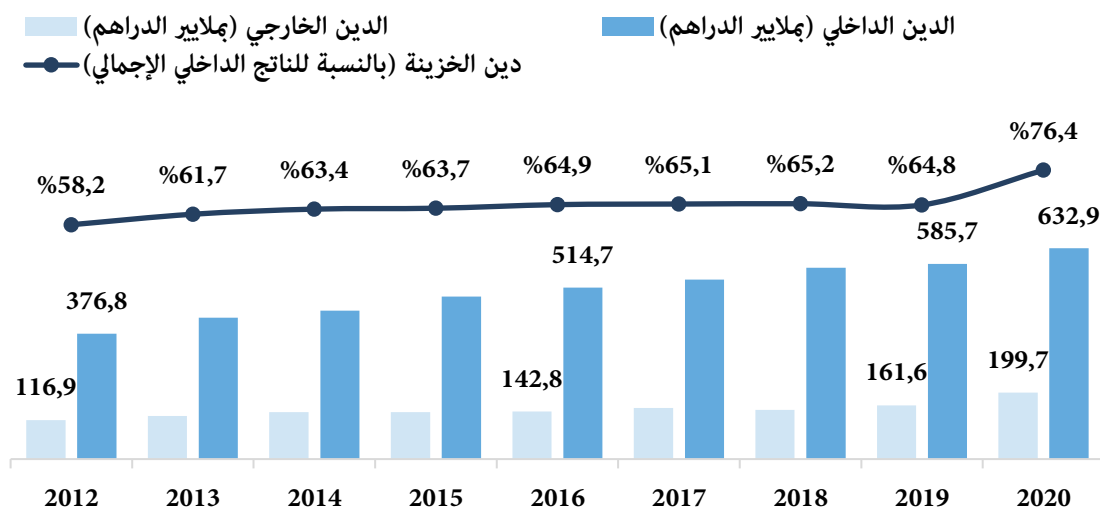
تميزت سنة 2020 بتفشي جائحة كوفيد-19 حيث أدت القيود التي فرضتها السلطات للحد من انتشار الجائحة إلى توقف مفاجئ لقطاعات بأكملها. وكان لهذه الإجراءات تأثير مباشر على الوضعية الماكرواقتصادية لبلادنا، شأننا في ذلك شأن معظم دول العالم، حيث تدهور عجز الميزانية إلى 7,6% مقابل 3,6% السنة التي قبلها في ظل الركود الاقتصادي الناتج عن هاته الجائحة والذي لم يعرف الاقتصاد الوطني مثيلا له منذ التسعينيات.

وكتيجة لهذه الظرفية، بلغ حجم دين الخزينة 832,6 مليار درهم، بزيادة قدرها 85,3 مليار درهم أو نسبة 11,4% مقارنة بنهاية عام 2019 (747,3 مليار درهم).

وحسب مصدر الدين، يظهر تطور بنية دين الخزينة انخفاصاً في حصة الدين الداخلي التي بلغت 76% نهاية سنة 2020 مقابل 78,4% نهاية سنة 2019، في حين عرفت حصة الدين الخارجي زيادة بمقدار 2,4 نقطة لتستقر في حدود 24,0%، وهو ما يتماشى مع البنية المستهدفة للمحفظة المرجعية (70% - 80% دين داخلي و20% - 30% دين خارجي). وهكذا، فقد بلغ حجم الدين الداخلي 632,9 مليار درهم عند متم سنة 2020 بارتفاع قدره 47,2 مليار درهم أو نسبة 8% مقارنة بسنة 2019، فيما بلغ حجم الدين الخارجي 199,7 مليار درهم مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 38,1 مليار درهم أو نسبة 24% مقارنة بالسنة الماضية، فيما بلغ حجم الدين الخارجي 199,7 مليار درهم مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 38,1 مليار درهم أو نسبة 24% مقارنة بالسنة الماضية.

وبالنسبة المئوية للناتج الداخلي الإجمالي، فقد عرف حجم دين الخزينة زيادة قدرها 11,6 نقطة مئوية، بعد أن استقر في حدود 65% خلال السنوات الأربع الماضية، مسجلاً بذلك 76,4% في نهاية عام 2020 مقابل 64,8% نهاية عام 2019. فيما بلغ مؤشر المديونية الداخلية 58,1% للناتج الداخلي الإجمالي و18,3% بالنسبة للمديونية الخارجية مقابل 50,8% و14,0% في متم سنة 2019 على التوالي.

رسم بياني رقم 8: تطور دين الخزينة



ويعزى ارتفاع حصة الدين الخارجي في محفظة دين الخزينة أساساً إلى إعادة التوازن بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي الذي هم استراتيجية تمويل الخزينة، وذلك بغرض مواجهة تداعيات الأزمة على المداخيل الخارجية للبلاد وكذا لتجنب اللجوء المكثف إلى الموارد المحلية الشيء الذي من شأنه أن يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص عوض توجيه تمويلات القطاع البنكي نحو الاقتصاد لتعزيز انتعاشه.

## بنية الدين حسب الأدوات

يتكون دين الخزينة أساساً من الدين القابل للتداول بحصة 82% منها 72% برسم سندات الخزينة المصدرة في سوق المزادات، و10% برسم الإصدارات السنديّة في السوق المالية الدولية.

أما بالنسبة للدين غير المتداول والذي تصل حصته إلى 18% من مجموع محفظة دين الخزينة، فيتكون أساساً من الدين الخارجي المحصل عليه لدى الدائنين الثنائيين ومتعددي الأطراف (15%).

جدول رقم 3: توزيع حجم دين الخزينة حسب أدوات الدين - بملايين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020		2019		
	الحصة (%)	حجم الدين	الحصة (%)	حجم الدين	
70 074	82%	679 625	82%	609 551	الدين المتداول
43 580	72%	600 741	75%	557 161	إصدارات في السوق الداخلية
26 494	10%	78 884	7%	52 390	إصدارات سنديّة في السوق المالية الدولية
15 223	18%	152 977	18%	137 704	الدين غير المتداول
393	3%	26 642	3%	26 249	اقتراضات داخلية
14 880	15%	126 335	15%	111 455	اقتراضات خارجية
85 347	100%	832 602	100%	747 255	المجموع

## بنية الدين حسب أجل الاستحقاق الأصلي

يتكون حجم دين الخزينة المتداول، بنسبة 87% من السندات المتوسطة والطويلة الأجل (5 سنوات وما فوق). حيث تمثل حصة سندات الخزينة ذات الأجل المتوسطة والطويلة 75% من الحجم الإجمالي للدين المتداول في حين بلغت حصص الإصدارات السنديّة في السوق المالية الدولية 12%. ويتوزع الباقي بين أذون الخزينة ذات أمد سنتين وأمد 52 أسبوعاً بحصص 8,4% و3,4% على التوالي.

أما الدين غير المتداول، فيتكون حصرياً من الدين متوسط وطويل الأجل. وتبلغ حصة الدين الخارجي 83% من الحجم الإجمالي للدين غير متداول في حين لا تتعدى حصة الدين الداخلي 17% منه.

جدول رقم 4: توزيع حجم دين الخزينة المتداول حسب أجل الاستحقاق الأصلي

30 سنة *	20 سنة	15 سنة	12 سنة *	10 سنوات *	7 سنوات *	5 سنوات *	سنتين	52 أسبوعاً	26 أسبوعاً	13 أسبوعاً	حجم الدين (بملايين الدراهم)
49 905	72 384	125 336	19 840	150 869	6 679	164 850	56 937	23 062	7 479	2 284	
7,3%	10,7%	18,4%	2,9%	22,2%	1,0%	24,3%	8,4%	3,4%	1,1%	0,3%	الحصة (%)

## بنية الدين حسب المستثمرين

تحل مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على رأس قائمة المستثمرين في سندات الخزينة ممت سنة 2020، حيث تستحوذ على ما مجموعه 36% من حجم الدين المصدر مقابل حصة 30% بالنسبة للبنوك و20% لصناديق التقاعد وشركات التأمين. وتعود نسبة 14% المتبقية للمؤسسات الأخرى المالية وغير المالية.

ويبين توزيع محفظة الدين الداخلي حسب نوع الدائنين ما يلي:

- ارتفاع في حصة مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من 33% سنة 2019 إلى 36% سنة 2020، وهو نفس المستوى المسجل سنة 2018؛

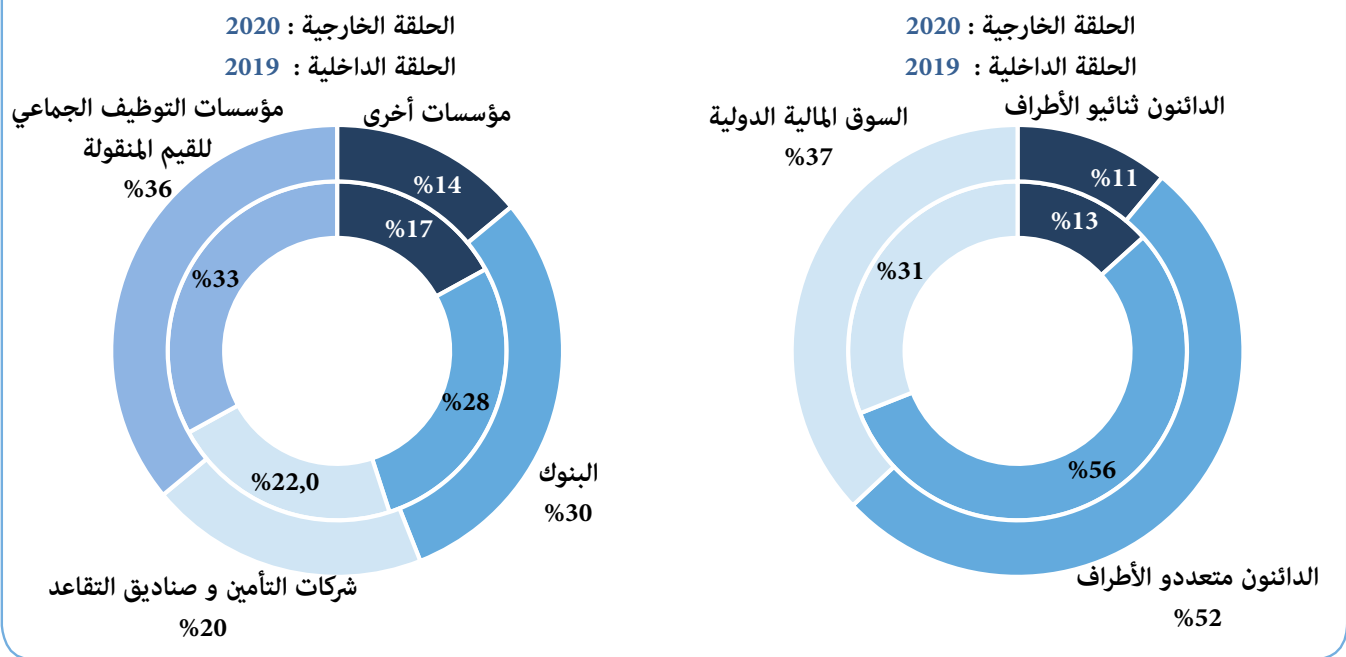
- تطور مستمر في حصة البنوك التي انتقلت من 26% سنة 2018 إلى 28% سنة 2019 ثم إلى 30% سنة 2020؛ و

- انخفاض في حصة صناديق التقاعد وشركات التأمين من 22% سنة 2019 إلى 20% سنة 2020.

ويعزى هذا التطور أساسا إلى السياق الاستثنائي الذي شهدته سنة 2020 والذي أفضى إلى جو من الشك والترقب لدى المستثمرين، وبالتالي إلى فقدانهم الثقة في آجال الاستحقاق الطويلة والتي غالبا ما تكون مطلوبة من لدن شركات التأمين وصناديق التقاعد، والإقبال على الأذون ذات الآجال القصيرة (سنتين أو أقل)، والتي تتماشى مع الرؤية الاستثمارية للبنوك ومؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

وبخصوص بنية الدين الخارجي للخزينة حسب الدائنين، فلم تعرف تغيرا مهما بين سنتي 2019 و2020، بحيث يحتل الدائنون متعدّدو الأطراف المركز الأول بين مجموعة المقرضين بحصة بلغت 52%، تليهم السوق المالية الدولية التي انتقلت حصتها من 31% إلى 37%، ثم المقرضون ثنائيو الأطراف، بحصة 11%.

رسم بياني رقم 9: توزيع حجم دين الخزينة حسب نوعية المستثمرين والدائنين



## بنية الدين حسب سعر الفائدة

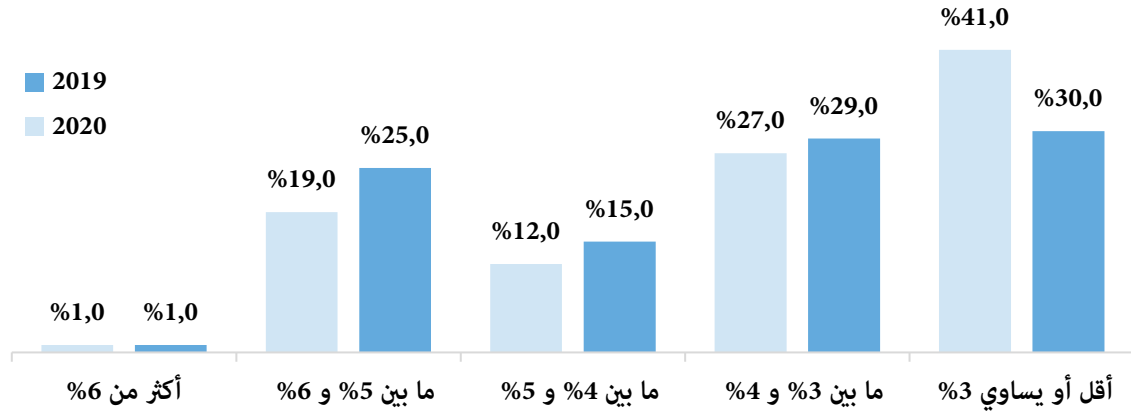
مثل حجم الدين ذو سعر الفائدة الثابت نسبة 92,5% من إجمالي دين الخزينة متم سنة 2020، مسجلا بذلك ارتفاعا طفيفا مقارنة بتمتم سنة 2019، وتبقى هيمنة الدين ذي سعر الفائدة الثابت راجعة أساسا لكون إجمالي الدين الداخلي، والذي يمثل 76% من حجم دين الخزينة، يتكون حصريا من ديون ذات أسعار فائدة ثابتة. كما ساهمت إصدارات الخزينة في السوق المالية الدولية، والتي تمت بأسعار فائدة ثابتة، في تعزيز حصة هذه الفئة من الدين.

وفيما يتعلق بالدين الخارجي للخزينة، فقد تميزت بنيته حسب نوع أسعار الفائدة بتعزيز حصة الدين ذي السعر الثابت، والتي بلغت 68,7% مقابل 64,3% بتمتم سنة 2019. أما حصة الدين ذي سعر الفائدة المتغير، فقد انخفضت من 35,7% بتمتم سنة 2019 إلى ما يناهز 31,3% متم سنة 2020.

ويبين توزيع الدين الداخلي، حسب مجالات أسعار الفائدة، ارتفاعا بنسبة 11% في حصة الدين ذي سعر الفائدة أقل من 3% والذي يشكل حوالي 41% من محفظة الدين الداخلي سنة 2020 مقابل 30% سنة 2019 في حين انخفضت حصة الدين ذي سعر فائدة أقل من 4% لتبلغ 31% من حجم دين الداخلي سنة 2020 مقابل 40% سنة 2019.

ويرجع هذا التوزيع إلى استمرار انخفاض أسعار الفائدة لسندات الخزينة والذي ترتب عنه انخفاض في سعر الفائدة الاسمي المتوسط للسندات المصدرة في سوق المزادات حيث بلغ 2,35% سنة 2020 مقابل 3,14% سنة 2019.

رسم بياني رقم 10: توزيع حجم الدين الداخلي حسب أسعار الفائدة



### بنية الدين حسب العملات

يهيمن الدين المصدر بالدرهم على محفظة دين الخزينة حيث بلغت حصته 75,4%، مسجلة بذلك انخفاضا مقارنة مع سنة 2019 (78,1%).

أما بالنسبة للدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت حصة الدين المقوم بالأورو 60,6% سنة 2020، في حين بلغت حصة الدين المقوم بالدولار والعملات المرتبطة به حوالي 33,8%. وفيما يخص باقي العملات (الين الياباني، والدينار الكويتي والباقي) فقد بلغت حصتها 5,6% من إجمالي الدين.

وتعكس هذه البنية الجهود المبذولة من أجل تقريب بنية محفظة الدين الخارجي للخزينة من بنية سلة الدرهم. مما يمكن من تقليص تعرض هذه المحفظة لمخاطر تقلبات سعر الصرف.

جدول رقم 5: بنية دين الخزينة حسب العملات -ملايين الدراهم-

2020		2019		
الحصة (%)	حجم الدين	الحصة (%)	حجم الدين	
75%	627 383	78%	583 409	الدرهم
15%	125 071	15%	109 637	الأورو
8%	68 974	6%	43 625	الدولار الأمريكي
2%	11 174	1%	10 584	عملات أخرى
100%	832 602	100%	747 255	المجموع

### ❖ خدمة دين الخزينة

عرفت تحملات دين الخزينة من أصل الدين والفوائد والعمولات المؤدات سنة 2020 ارتفاعا لتبلغ 169,6 مليار درهم مقابل 135,9 مليار درهم سنة 2019، أي بارتفاع قدره 33,7 مليار درهم أو نسبة 25%. ويعزى هذا التطور إلى التأثير المزدوج لارتفاع أصل الدين بـ 34,6 مليار درهم وتراجع الفوائد بـ 0,9 مليار درهم.

وحسب نوع الدين، فقد ارتفعت خدمة الدين الداخلي بـ 22 مليار درهم لتبلغ 145,6 مليار درهم مقابل 123,9 مليار درهم متم سنة 2019، فيما ارتفعت خدمة الدين الخارجي بـ 11,9 مليار درهم لتصل إلى 24 مليار درهم سنة 2020 مقابل 12,1 مليار درهم سنة 2019.

### تحملات الدين من فوائد وعمولات

بلغت فوائد وعمولات دين الخزينة 29,6 مليار درهم، مسجلة بذلك انخفاضا قدره 0,9 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019. وتمثل هذه التحملات 2,7% من الناتج الداخلي الإجمالي و12,9% من المداخيل العادية لسنة 2020، مقابل 2,6% و12,2% على التوالي سنة 2019.



وقد بلغت فوائد وعمولات الدين الداخلي 25,5 مليار درهم سنة 2020 مقابل 26,6 مليار درهم سنة 2019، أي بانخفاض قدره 1,2 مليار درهم. ويعزى هذا الانخفاض أساسا إلى تحسن شروط تمويل الخزينة في السوق الداخلية خلال السنوات الأخيرة مما مكن من إعادة تمويل الدين بشروط تفضيلية من حيث أسعار الفائدة.

وفيما يخص المجموع الصافي لفوائد الدين الداخلي، فقد بلغ 24,8 مليار درهم سنة 2020، وذلك أخذا بعين الاعتبار للفوائد التي تم تسديدها من طرف المكتتبين برسم السندات المصدرة عبر المماثلة وبالبلغة 503 مليون درهم.

جدول رقم 6: تحملات الفوائد الصافية للدين الداخلي - بملايين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020	2019	
-1 184	25 455	26 639	المبلغ الإجمالي لفوائد الدين الداخلي
819	-503	-1 322	الفوائد المحصلة برسم السندات المصدرة عبر المماثلة
27	-112	-139	الفوائد المحصلة من عمليات التدبير النشط للخزينة العمومية
-338	24 840	25 178	الفوائد الصافية

وفيما يتعلق بتحملات فوائد وعمولات الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت 4,1 مليار درهم سنة 2020 مسجلة ارتفاعا يقدر بـ 272 مليون درهم مقارنة مع سنة 2019. ويعزى هذا التطور أساسا إلى بدء سداد الفوائد والعمولات المتعلقة ببعض السحوبات التي تمت تعبئتها لدى البنك الدولي للإنشاء والتعمير وكذا تلك المتعلقة بإصدارات الخزينة في السوق المالية الدولية.

جدول رقم 7: توزيع تحملات الدين من فوائد وعمولات حسب مصدر التمويل - بملايين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020		2019		
	الحصة (%)	الحجم	الحصة (%)	الحجم	
-1 184	86%	52 455	87%	26 639	الدين الداخلي
-987	77%	22 764	78%	23 751	إصدارات في السوق الداخلية
-197	9%	2 691	9%	2 888	ديون أخرى
271	14%	111 4	13%	3 840	الدين الخارجي
-66	1%	435	2%	501	الدائنون الثنائيون
159	6%	1 661	5%	1 502	الدائنون متعددي الأطراف
178	7%	2 015	6%	1 837	المكتتبون في السندات الدولية
-913	100%	29 566	100%	30 479	إجمالي التكاليف

## تحملات أصل الدين

بلغت تحملات أصل دين الخزينة 140,1 مليار درهم سنة 2020 مقابل 105,4 مليار درهم سنة 2019، بارتفاع قدره 34,6 مليار درهم.

وبلغ مجموع تحملات أصل الدين الداخلي ما يناهز 120,2 مليار درهم سنة 2020 مقابل 97,2 مليار درهم سنة 2019، أي بارتفاع قدره 22,9 مليار درهم، وذلك بعلاقة لما يلي:

- بنية الإصدارات للسنوات الماضية حيث أن سداد أصل الدين الداخلي يكون مرة واحدة عند نهاية آجال السندات. وهكذا، فقد سجلت تحملات أصل الدين المرتبطة بسندات الخزينة ذات أمد 10 سنوات و15 سنة، خلال سنة 2020، ارتفاعا مقارنة مع سنة 2019 وذلك راجع أساسا لبنية الإصدارات لسنة 2010 فيما يخص تسديدات السندات ذات أمد 10 سنوات وإصدارات سنة 2005 بالنسبة لتسديدات السندات ذات أمد 15 سنة؛
- إنجاز ثلاث عمليات إعادة الشراء خلال سنة 2020 بمبلغ 14 مليار درهم همت مستحقات سنتي 2021 و2022؛ و
- ارتفاع حجم تسديدات الأذون ذات آجال 13 و26 أسبوعا المصدرة سنة 2020 نتيجة تحول بنية الإصدارات خلال هذه السنة التي تأثرت بالأزمة.

وفيما يخص تحملات أصل دين الخزينة الخارجي، فقد سجلت ارتفاعا قدره 11,7 مليار درهم لتصل إلى 19,9 مليار درهم سنة 2020 مقابل 8,2 مليار درهم متم سنة 2019. ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى سداد إصدار الخزينة لسنة 2010 بمبلغ مليار أورو (11,1 مليار درهم) وكذا بداية سداد بعض أخطر القروض المعبأة لدى صندوق النقد العربي.

جدول رقم 8: توزيع تحملات أصل الدين حسب مصدر التمويل - بملايين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020		2019		
	الحصة (%)	حجم الدين	الحصة (%)	حجم الدين	
22 937	86%	120 156	92%	97 219	الدين الداخلي
15 629	78%	109 067	89%	93 438	إصدارات في السوق الداخلية
7 308	8%	11 089	3%	3 781	ديون أخرى
11 695	14%	19 921	8%	8 226	الدين الخارجي
-346	2%	2 695	3%	3 041	الدائون الثنائون
1 097	4%	6 167	5%	5 070	الدائون متعددو الأطراف
10 944	8%	11 059	0%	115	المكثبون في السندات الدولية
34 632	100%	140 077	100%	105 445	إجمالي سداد الدين

### التدفقات الصافية لدين الخزينة

بلغت التدفقات الصافية لدين الخزينة حوالي 90,3 مليار درهم سنة 2020 مقابل 28,2 مليار درهم سنة 2019، أي بارتفاع بلغ 61,7 مليار درهم.

### التدفقات الصافية للدين الداخلي

بلغت التدفقات الصافية للدين الداخلي حوالي 47,2 مليار درهم مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 35,9 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019. ويرجع ذلك أساسا إلى ارتفاع حاجيات تمويل الخزينة في سياق أزمة كوفيد-19.

وفيما يتعلق بالاكتمالات الصافية على السندات، فقد بلغت 43,6 مليار درهم سنة 2020 مقابل 10,9 مليار درهم سنة 2019، بارتفاع قدره 32,6 مليار درهم. ويعزى هذا التطور أساسا إلى (أ) ارتفاع حاجيات تمويل الخزينة خلال سنة 2020 (ب) وتغيير بنية الإصدارات في سوق المزادات سنة 2020 مقارنة مع سنة 2019، حيث عرف حجم دين السندات ذات آجال 5 سنوات وأقل ارتفاعا إضافيا يقدر بـ 45,5 مليار درهم خلال سنة 2020 مقارنة مع تراجع حجم ديون هذه الآجال بما قدره 24,3 مليار درهم السنة الماضية.

جدول رقم 9: الاكتمالات الصافية لسندات الخزينة - بملايين الدراهم -

التدفقات	تحملات أصل الدين	الاكتمالات	
13 951	19 382	33 333	5 سنوات
-7 586	11 729	4 143	10 سنوات
-9 986	20 832	10 846	15 سنة
6 161	24	6 185	20 سنة
9 518	-	9 518	30 سنة
12 058	51 967	64 025	المجموع

### التدفقات الصافية للدين الخارجي

بلغت التدفقات الصافية المسجلة للاقتراضات الخارجية للخزينة 43,1 مليار درهم نهاية سنة 2020 مقابل 17,3 مليار درهم سنة 2019. ويعزى هذا التطور أساسا إلى الإصدارين المنجزين من طرف الخزينة لسندات سيادية في السوق المالية الدولية، الأول بمبلغ مليار أورو في شهر شتنبر 2020، والثاني بمبلغ 3 مليارات دولار في شهر دجنبر من نفس السنة.

جدول رقم 10: التدفقات الصافية للدين الخارجي للخزينة حسب الدائنين - بملايين الدراهم -

2020	2019	
2 059	-2 315	الدائنون الثنائيون
14 583	9 133	الدائنون متعددو الأطراف
26 416	10 472	المكاتبون في السندات الدولية
43 058	17 290	المجموع

## مؤشرات التكلفة والمخاطر لدين الخزينة

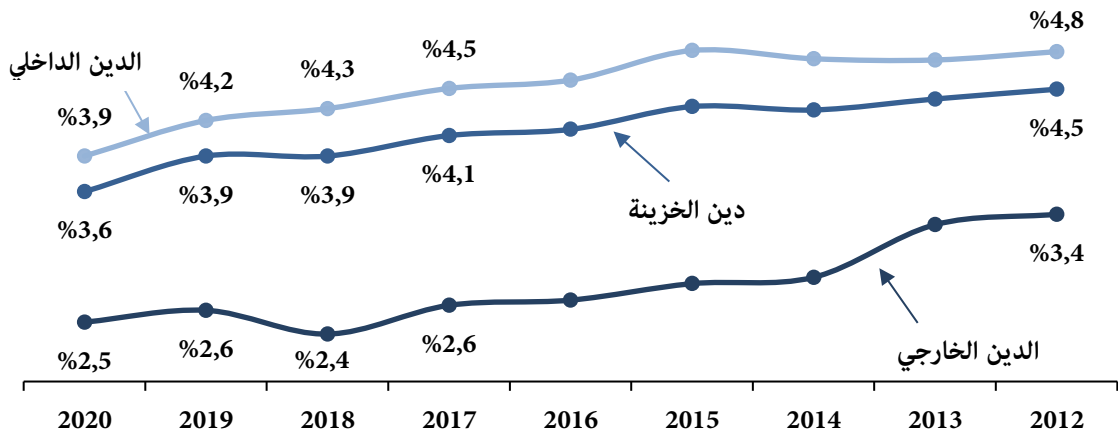
تعتمد مديرية الخزينة والمالية الخارجية في تدبير الدين على استراتيجية للتمويل تم وضعها وفقاً لأهداف محددة. ويتم قياس درجة تحقيق هذه الاستراتيجية بفضل تتبع مؤشرات التكلفة والمخاطر المتعلقة بالدين.

### ❖ مؤشرات التكلفة

#### التكلفة المتوسطة لدين الخزينة

واصلت التكلفة المتوسطة لدين الخزينة منحها التنازلي حيث بلغت 3,6% متم سنة 2020 مقابل 3,9% في متم سنة 2019. بالنسبة للدين الداخلي، بلغت تكلفته المتوسطة 3,89% مسجلة بذلك انخفاضا بحوالي 35 نقطة أساس مقارنة مع السنة الماضية (4,24%). ويعكس هذا التطور بالأساس الانخفاض المتواصل لأسعار الفائدة في السوق الداخلية خلال السنوات الماضية والذي ساهم في تقليص مجموع الفوائد المدفوعة (دون احتساب الودائع)، حيث بلغت هذه الأخيرة 23,6 مليار درهم سنة 2020، أي بانخفاض بنسبة 11,4% مقارنة بسنة 2019 (24,6 مليار درهم). وبخصوص التكلفة المتوسطة للدين الخارجي، فقد سجلت انخفاضا طفيفا بـ 0,1% لتصل إلى 2,5% مقابل 2,6% سنة 2019. ويعزى هذا الانخفاض إلى استمرار المستويات المنخفضة لأسعار الفائدة في السوق المالية الدولية.

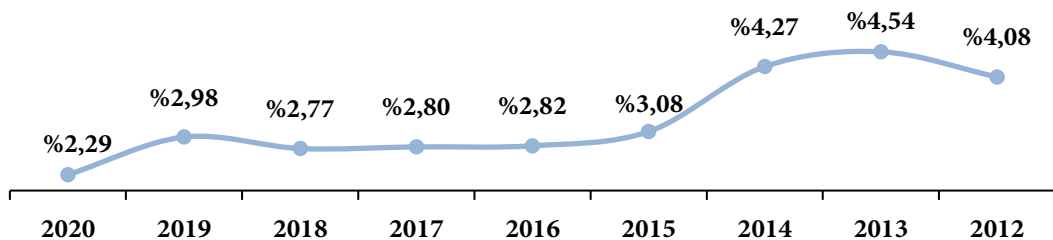
رسم بياني رقم 11: تطور التكلفة المتوسطة لدين الخزينة



#### سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات

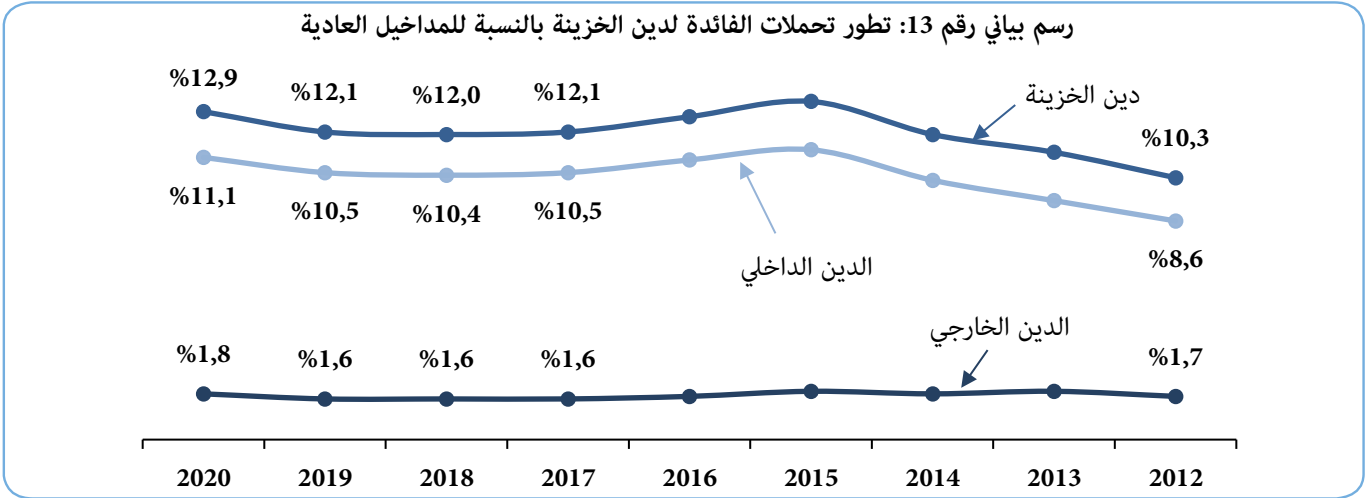
بلغ سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار لسندات الخزينة (مع احتساب تلك المنجزة في إطار التدبير النشط للدين الداخلي) 2,29%، مسجلا بذلك انخفاضا قدره 69 نقطة أساس مقارنة بالمستوى المسجل سنة 2019 (2,98%). ويرجع هذا التطور إلى الانخفاض المهم الذي عرفته أسعار الفائدة في سوق المزادات والذي بلغ 54,7 نقطة أساس بالنسبة للآجال القصيرة (ستين أو أقل) و28,7 نقطة أساس بالنسبة للآجال ذات 5 سنوات فما فوق وذلك في سياق انخفاض سعر الفائدة الرئيسي لبنك المغرب بـ 75 نقطة أساس. وتجدر الإشارة إلى أن حصة إصدارات الخزينة ذات الآجال القصيرة بلغت 58,1% من إجمالي الإصدارات في سنة 2020.

رسم بياني رقم 12: تطور سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات



## تحميلات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة إلى الموارد العادية

بلغ مؤشر تحميلات الفائدة لدين الخزينة بالنسبة إلى الموارد العادية حوالي 12,9% بتمت سنة 2020 مقابل 12,1% نهاية سنة 2019، مسجلاً بذلك ارتفاعاً بـ 0,8 نقطة. ويعزى هذا التطور إلى انخفاض الموارد العادية تحت تأثير أزمة كوفيد-19. وبلغت تحميلات الفائدة للدين الداخلي بالنسبة إلى الموارد العادية 11,1% خلال سنة 2020، أي بارتفاع قدره 0,6% مقارنة مع نهاية 2019. ويرجع هذا الارتفاع، على الرغم من انخفاض تحميلات الفائدة بـ 4,4%، إلى تراجع الموارد العادية بنسبة 9,4%. كذلك، ارتفعت تحميلات الفائدة للدين الخارجي بالنسبة إلى الموارد العادية، حيث بلغت إلى 1,8% نهاية 2020 مقابل 1,6% بتمت سنة 2019. وذلك نتيجة للأثر المزدوج الناجم عن ارتفاع تحميلات الدين الخارجي بـ 7% وتراجع الموارد العادية.



## ❖ مؤشرات المخاطر

### خطر إعادة التمويل

يتعلق هذا الخطر بظروف تجديد الدين الذي يصل موعد استحقاقه والذي قد يتم تسديده عبر تعبئة موارد مالية بتكلفة أكبر. ويمكن رصد هذا الخطر عبر تحديد سقف للمؤشرين التاليين بهدف حصر حصة الدين الذي يتم تجديده على المدى القصير.

### حصة الدين ذي الأمد القصير

بلغت حصة الدين ذي المدى القصير في محفظة دين الخزينة 11,5% نهاية سنة 2020 مقابل 13,2% بتمت سنة 2019، أي بانخفاض قدره 1,7 نقطة مئوية. ويرجع هذا التحول بالأساس إلى أهمية السحوبات الخارجية المعبأة وبأجال متوسطة وطويلة.

بلغت حصة الدين ذي المدى القصير في محفظة الدين الداخلي 13,5% نهاية سنة 2020، مسجلة بذلك انخفاضا طفيفا مقارنة مع السنة الماضية (13,7%).

وفيما يخص حصة الدين ذي المدى القصير في محفظة الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت نسبة 5,1% بتمت سنة 2020 مقابل 11,7% بتمت سنة 2019، أي بانخفاض بنسبة 6,6%.

### المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين

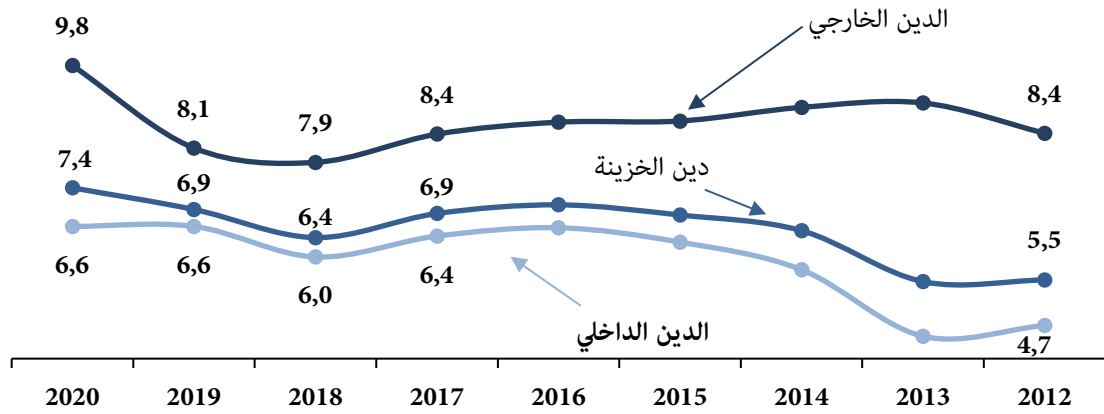
بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة 7 سنوات و4 أشهر نهاية سنة 2020 عوض 6 سنوات و11 شهرا بتمت سنة 2019، أي بزيادة قدرها 5 أشهر. ويرجع هذا التحسن بالأساس إلى ارتفاع المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الخارجي للخزينة.

ورغم تمركز إصدارات الخزينة على الأذون ذات آجال سنتين أو أقل، فقد بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي 6 سنوات و7 أشهر في نهاية سنة 2020، وهو نفس المستوى المسجل سنة 2019. ويرجع استقرار هذا المؤشر إلى عمليات التبادل

وإعادة شراء سندات الخزينة، والتي مكنت لوحدها من تمديد المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي بأكثر من خمسة أشهر.

وفيما يخص المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الخارجي للخزينة، فقد بلغت 9 سنوات و9 أشهر نهاية سنة 2020 عوض 8 سنوات وشهران بتمت السنة الماضية.

رسم بياني رقم 14: تطور المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة (بالسنوات)



## خطر التمويل أو السيولة

يتعلق هذا الخطر بعدم القدرة على تعبئة الموارد المالية الضرورية عند الحاجة. ولتتبع هذا الخطر، يتم استعمال معدل التغطية الشهري للإصدارات الذي يبين حصة تغطية حجم الطلب لحجم اكتتابات الخزينة. كما يتم التخفيف من هذا الخطر عبر الاحتفاظ بفائض احترازي يومي في الحساب الجاري للخزينة لدى بنك المغرب.

## معدل التغطية الشهري للإصدارات

بلغ معدل تغطية الإصدارات عن طريق المزادات لسندات الخزينة من طرف عروض المستثمرين 2,6 مرات بتمت سنة 2020 مقابل 5,0 مرات في متم سنة 2019. ويعزى هذا الانخفاض إلى الأثر المزدوج لارتفاع حجم إصدارات الخزينة (دون احتساب عمليات التدبير النشط) بحوالي 94,1% مقارنة بالسنة الماضية وشبه استقرار عروض المستثمرين (دون احتساب عمليات التدبير النشط).

جدول رقم 11: تطور معدل التغطية الشهري للإصدارات بالطلبات

السنة	2020	2019	2018	2017	2016	2015
معدل التغطية (بعدد المرات)	2,6	5	3,5	5	5,7	4,1

## خطر تقلبات أسعار الفائدة

يتم تقييم خطر تقلبات أسعار الفائدة من خلال مؤشرين إثنين وهما: حصة دين الخزينة الذي يتطلب إعادة تثبيت سعر فائدته وحصة دين الخزينة ذي أسعار الفائدة المتغيرة.

حصة دين الخزينة الذي يتطلب إعادة تثبيت فائدته

تتكون حصة دين الخزينة الذي يتطلب إعادة تثبيت سعر فائدته خلال سنة 2021 من:

- الدين ذي سعر الفائدة المتغير (الخارجي فقط)؛ و
- دين الخزينة ذي المدى القصير (الداخلي والخارجي) والذي يجب إعادة تمويله سنة 2021.

وقد بلغت حصة هذا الدين 154,3 مليار درهم عند متم سنة 2020 أي حوالي 18,5% من حجم دين الخزينة بانخفاض بلغ 2,5% مقارنة مع السنة الماضية. ويعزى هذا التطور أساساً إلى انخفاض حصة الدين الخارجي الذي سيصل أجل سداده في أقل من سنة.

#### حصة دين الخزينة ذي أسعار فائدة متغيرة

بمتم سنة 2020، بلغت حصة الدين ذي سعر الفائدة المتغير في محفظة الدين الخارجي للخزينة 31% مقابل 36% نهاية سنة 2019. ويرجع هذا التطور إلى أهمية السحوبات المعبأة خلال هاته السنة بأسعار فائدة ثابتة، خاصة في السوق المالية الدولية.

#### خطر تقلبات أسعار الصرف

يمثل الدين المقوم بالعملات الأجنبية حوالي 24,6% من حجم دين الخزينة. ويتكون هذا الدين بحصة 60,6% من الدين المقوم بالأورو و33,8% من الدين المقوم بالدولار والعملات المرتبطة به. وتمكن هذه البنية، والتي تقترب من بنية سلة الدرهم الحالية، من تقليص تعرض محفظة الدين لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية مقابل الدرهم.

## الدين الخارجي العمومي

### ❖ حجم الدين الخارجي العمومي

يتكون الدين الخارجي العمومي من (1) الدين الخارجي للخزينة و(2) الدين الخارجي المضمون والغير مضمون للمؤسسات والمقاولات العمومية وللمؤسسات المالية العمومية وكذا (3) الدين الخارجي المضمون من طرف الدولة للجماعات الترابية وللمؤسسات ذات المنفعة العمومية.

بمتم سنة 2020 بلغ حجم الدين الخارجي العمومي 374,6 مليار درهم، مسجلا ارتفاعا قدره 34,7 مليار درهم أو 10,2% مقارنة مع المستوى المسجل لسنة 2019. أما فيما يخص مؤشر الدين الخارجي العمومي بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي، فقد بلغ 34,4% مسجلا ارتفاعا قدره 4,9 نقطة مئوية للناتج الداخلي الإجمالي مقارنة بسنة 2019.

ويحدث هذا التطور في سياق خاص يتسم بالآثار السلبية للأزمة الصحية المرتبطة بكوفيد-19، ويفسره بشكل أساسي ارتفاع حجم الدين الخارجي للخزينة بحوالي 23,6%، وانخفاض حجم الدين الخارجي لباقي المقترضين العموميين بحوالي 1,9%.

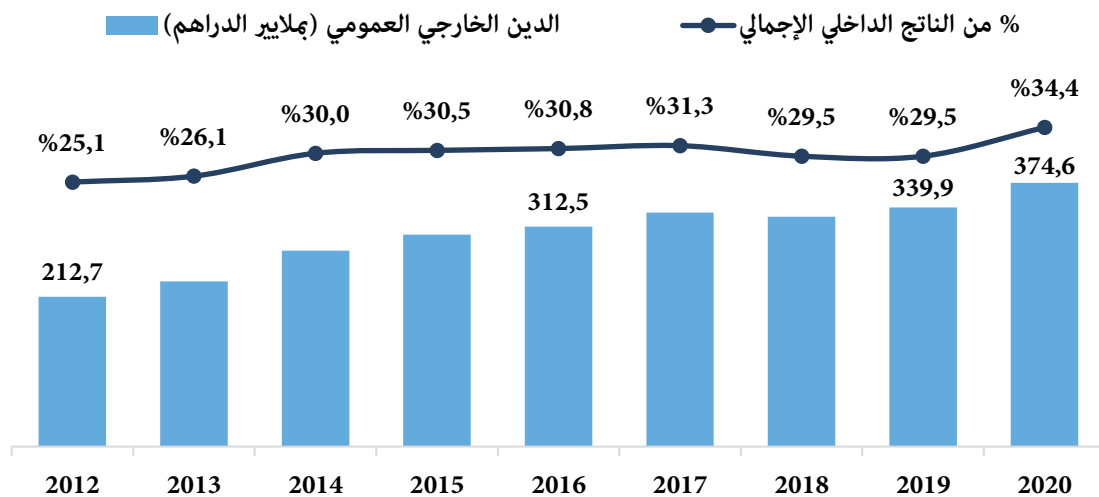
وهكذا فقد انتقل حجم الدين الخارجي للخزينة من 161,6 مليار درهم نهاية سنة 2019 إلى 199,7 مليار درهم نهاية سنة 2020 مسجلا ارتفاعا قدره 38,1 مليار درهم. أما مؤشر الدين الخارجي للخزينة بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي، فقد بلغ نسبة 18,3% وزيادة تقدر بـ 4,3 نقطة مئوية من الناتج الداخلي الإجمالي مقارنة بنهاية سنة 2019.

وفيما يخص حجم دين باقي المقترضين العموميين، فقد عرف انخفاضا يقدر بـ 3,5 مليار درهم حيث بلغ 174,9 مليار درهم مقابل 178,4 مليار درهم سنة 2019. في حين سجل مؤشر الدين الخارجي بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي، تحت تأثير انكماش الناتج الداخلي الإجمالي خلال سنة 2020، ارتفاعا بـ 0,6 نقطة مئوية مقارنة بالسنة الماضية ليصل إلى 16,1%. ويعتبر هذا الارتفاع الأول من نوعه بعد سنتين من الانخفاض المتتالي.

وحسب وضعية الضمان، فبمتم سنة 2020 بلغت حصة القروض الخارجية المضمونة 73% من الدين الخارجي العمومي دون احتساب دين الخزينة، أي بحجم دين يصل إلى 127,7 مليار درهم أو 11,7% من الناتج الداخلي الإجمالي. أما بالنسبة للقروض غير المضمونة، فقد بلغ حجمها نهاية 2020 ما يقارب 47,2 مليار درهم (أو 4,4% من الناتج الداخلي الإجمالي)، مسجلا بذلك انخفاضا قدره 3,7 مليار درهم مقارنة بنهاية 2019.

مقوما بالدولار الأمريكي، بلغ الدين الخارجي العمومي بمتم سنة 2020، 42,1 مليار دولار مقابل 35,4 مليار دولار بمتم سنة 2019 أي بارتفاع قدره 6,6 مليار دولار.

رسم بياني رقم 15: تطور حجم الدين الخارجي العمومي





## بنية الدين حسب المقرضين

تميزت بنية الدين الخارجي العمومي حسب المقرضين لسنة 2020 بهيمنة الدين المستحق للمقرضين الرسميين (ثنائيين ومتعددي الأطراف) الذي تبلغ حصته 72% من الحجم الإجمالي للدين. أما بالنسبة لحجم الدين المستحق للمقرضين الخواص، فقد عرف ارتفاعاً بـ 20,4 مليار درهم مقارنة بنهاية 2019 لتصل حصته من إجمالي الدين الخارجي العمومي إلى 28%، بحيث تشكل منها إصدارات القطاع العام للسندات في السوق المالية الدولية ما نسبته 93%.

## المقرضون متعدّدو الأطراف

بمتم سنة 2020، بلغ حجم الدين المستحق للمقرضين متعددي الأطراف 183,3 مليار درهم أي ما يعادل 49% من حجم الدين الخارجي العمومي، مسجلاً ارتفاعاً قدره 15,3 مليار درهم مقارنة بنهاية 2019. ويظل البنك الدولي للإنشاء والتعمير، والبنك الإفريقي للتنمية والبنك الأوروبي للاستثمار المقرضين الأساسيين بحجم دين بلغ، على التوالي، 72 مليار درهم (أي 39% من حجم الدين المستحق للمقرضين متعددي الأطراف)، و47 مليار درهم (26%)، و31 مليار درهم (17%).

وفيما يخص الديون المستحقة للصادق الإسلامية والعربية فقد بلغت حوالي 26,1 مليار درهم، أي ما يعادل 14% من الدين متعدد الأطراف. ويستمر الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي باحتلال المرتبة الأولى يليه البنك الإسلامي للتنمية، ثم صندوق النقد العربي بحجم دين بلغ، على التوالي، 11,9 مليار درهم (أو 6% من حجم الدين المستحق للمقرضين متعددي الأطراف)، و8,7 مليار درهم (5%) و5,6 مليار درهم (3%).

## المقرضون الثنائيون

بلغ حجم الدين الخارجي العمومي المستحق للمقرضين الثنائيين 86 مليار درهم سنة 2020 أو ما يعادل 23% من إجمالي الدين الخارجي العمومي. ويبقى الدين الخارجي العمومي المحصل عليه من الدائنين الثنائيين متركزاً على دول الاتحاد الأوروبي بنسبة 70%، اليابان (13%) والدول العربية (12%).

وتستحوذ أربعة دول على 81% من حجم الدين الثنائي، حيث تظل فرنسا أول مقرض ثنائي للمغرب بحجم دين بلغ 33,5 مليار درهم (أي ما يعادل 39% من الدين الثنائي)، تليها ألمانيا بحجم دين قدره 18,4 مليار درهم (21%) واليابان بحجم دين يبلغ 11,1 مليار درهم (13%)، ثم المملكة العربية السعودية بحجم دين قدره 6,3 مليار درهم (7%).

وفيما يتعلق بالدين المستحق للدول العربية، فقد بلغ ما مقداره 10,5 مليار درهم (أو 12% من إجمالي الدين الثنائي الأطراف).

## السوق المالية الدولية والمقرضون الخواص

بمتم سنة 2020، بلغ حجم الدين المحصل عليه من المقرضين الخواص 105,3 مليار درهم أو 28,1% من مجموع الدين الخارجي العمومي، مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 20,4 مليار درهم مقارنة مع السنة الماضية.

ويرجع هذا التطور أساساً إلى قيام الخزينة بإصدارين لسندات سيادية في السوق المالية الدولية، الأول في شهر شتنبر لسنة 2020 بمبلغ مليار أورو (10,8 مليار درهم)، والثاني في شهر دجنبر لسنة 2020 والذي بلغ 3 مليارات دولار (26,7 مليار درهم).

وباستثناء المقرضين الخواص، يستحوذ سبعة مقرضين على 225,2 مليار درهم أو 83% من الدين الخارجي العمومي، وهم:

## جدول رقم 12: أبرز المقرضون

الحوصة	الدائنون
27%	البنك الدولي للإنشاء والتعمير
17%	البنك الإفريقي للتنمية
12%	فرنسا
12%	البنك الأوروبي للاستثمار
7%	ألمانيا
4%	اليابان
4%	الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي

## بنية الدين حسب المقترضين

بمتم سنة 2020، وللمرة الأولى منذ سنة 2015، تجاوز الدين الخارجي للخزينة دين باقي المقترضين العموميين (مضمون وغير مضمون). حيث بلغ حجم الدين الخارجي للخزينة 199,7 مليار درهم أي ما يعادل 53,3% من الدين الخارجي العمومي. وفيما يخص الدين الخارجي لباقي المقترضين العموميين فقد بلغ 174,9 مليار درهم، وهو ما يمثل 46,7% من إجمالي الدين الخارجي العمومي.

جدول رقم 13: مجموعات المقترضين

الحصة	مجموعة المقترضين
53,3%	الخزينة
45,7%	المؤسسات والمقاولات العمومية
0,4%	القطاع البنكي العمومي
0,5%	الجماعات الترابية
0,1%	المؤسسات ذات المنفعة العمومية

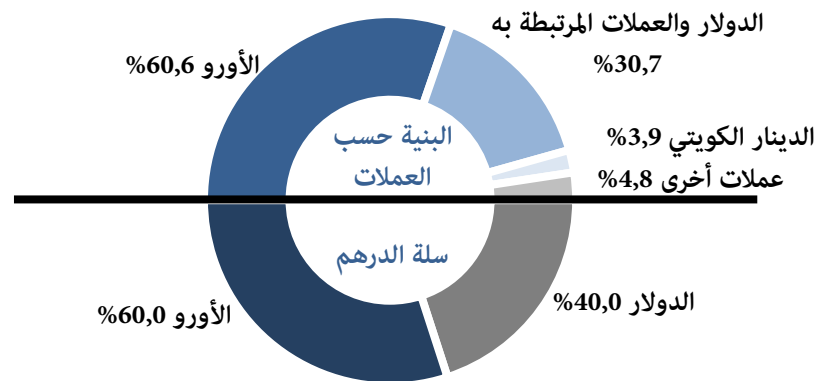
ولاتزال المؤسسات والمقاولات العمومية تمثل أول مجموعة للمقترضين بالقطاع العام دون الخزينة وذلك بحجم دين يبلغ 171,1 مليار درهم. ويستحوذ 5 مقترضين على حوالي 80% من حجم هذا الدين، وهم: المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (26%)، والمكتب الشريف للفوسفاط (19%)، والمكتب الوطني للسكك الحديدية (14%)، والوكالة المغربية للطاقة المستدامة (11%)، والطرق السيارة بالمغرب (10%).

## بنية الدين حسب العملات

في نهاية سنة 2020، بلغت حصة الدين الخارجي العمومي المقوم بالأورو 60,6%، وسجلت حصة الدين المقوم بالدولار الأمريكي نسبة 30,7%، بينما بلغت حصة الدين المقوم بالدينار الكويتي نسبة 3,9%.

وتبقى هذه البنية قريبة من بنية سلة الدرهم، والتي من شأنها تقليص تعرض محفظة الدين الخارجي لمخاطر تقلبات سعر الصرف والتقليل من آثارها على حجم وخدمة الدين الخارجي العمومي.

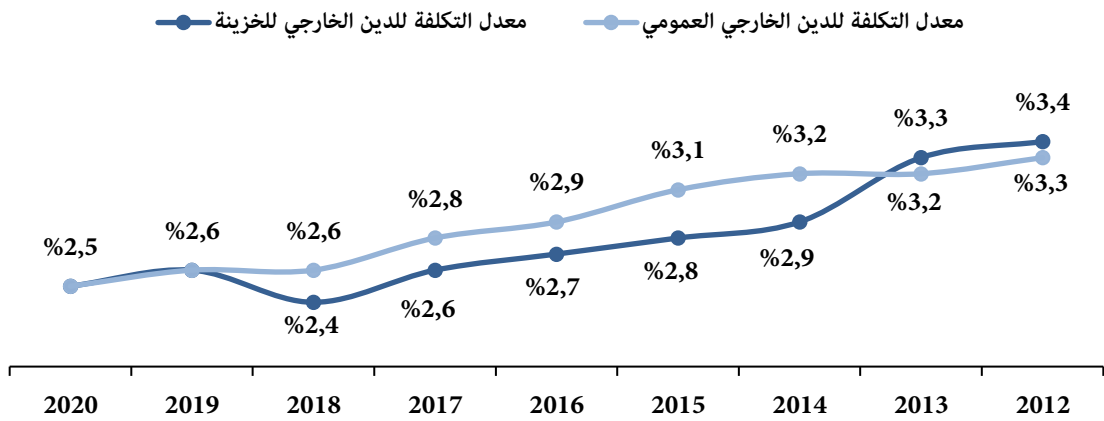
رسم بياني رقم 16: البنية حسب العملات



## بنية الدين حسب نوع سعر الفائدة

بلغت التكلفة المتوسطة للدين الخارجي العمومي 2,5% مسجلة بذلك انخفاضا بـ 0,1% مقارنة مع المستوى المسجل خلال سنة 2019.

رسم بياني رقم 17: تطور التكلفة المتوسطة للدين الخارجي العمومي

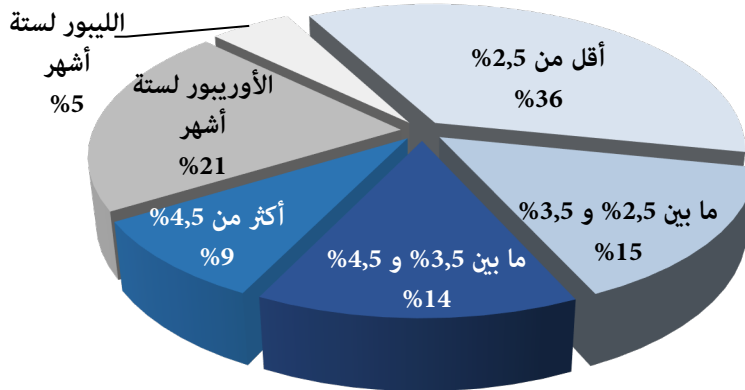


وفيما يخص بنية الدين حسب نوع سعر الفائدة، بلغت حصة الدين ذي سعر الفائدة الثابت نسبة 74,5%، فيما بلغت حصة الدين ذي سعر الفائدة المتغير 25,5%.

وتجدر الإشارة إلى أن 82% من هذه الحصة الأخيرة مقومة أساسا بالأوروبيور، مما يساهم في تقليص خدمة الدين بالنظر إلى المستويات المنخفضة للأسعار المرجعية في السوق المالية الدولية.

كما عرفت بنية الدين الخارجي العمومي حسب نوع ونطاق سعر الفائدة، في نهاية سنة 2020، تحسنا مقارنة مع نهاية سنة 2019. حيث ارتفعت حصة الدين ذي سعر الفائدة الثابت دون 2,5%، بمقدار 5 نقط مئوية، وانخفضت حصة الدين ذي سعر الفائدة الثابت الذي يفوق 3,5%، ب مقدار 3 نقط مئوية. إضافة إلى ذلك، فقد عرفت حصة الدين ذي سعر الفائدة المتغير المقوم بالأورو استقرارا في حدود حوالي 21% في حين عرفت حصة الدين المتغير المقوم بالدولار ارتفاعا طفيفا يقدر بـ 1%.

رسم بياني رقم 18: بنية الدين الخارجي العمومي حسب نوع ومجال سعر الفائدة



### بنية الدين حسب أجل الاستحقاق الأصلي

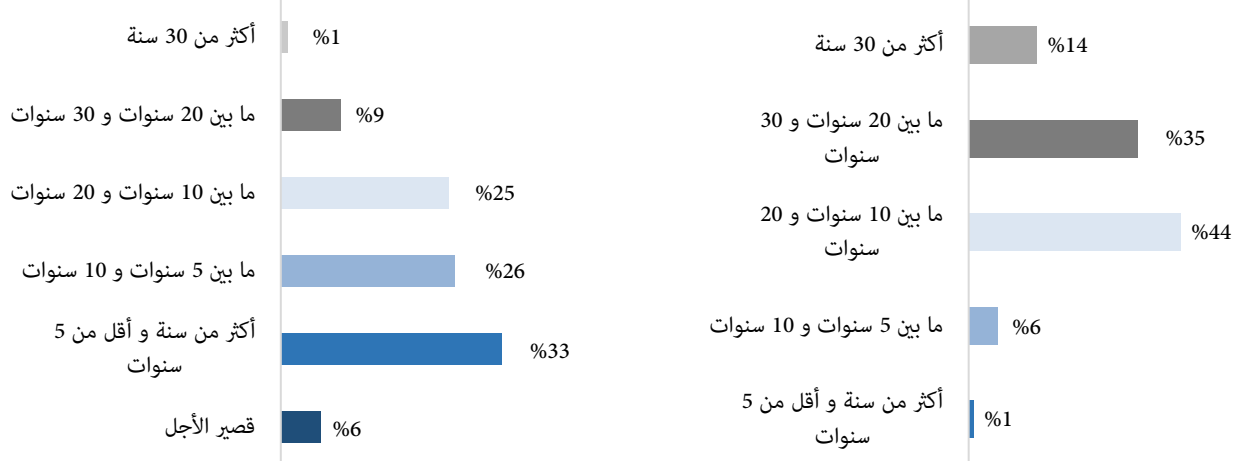
وتكشف بنية الدين حسب أجل الاستحقاق الأصلي على أن محفظة الدين الخارجي العمومي تتكون أساسا من الدين طويل الأمد. وهكذا بلغ معدل المدة الزمنية لسداد القروض الخارجية القائمة، 20,8 سنة بتم سنة 2020.

وتتميز بنية الدين حسب أجل الاستحقاق الأصلي، بهيمنة القروض الخارجية ذات أجل استحقاق أصلي يفوق 10 سنوات بحصة 93% من مجموع القروض.

وفيما يخص مدى تعرض محفظة الدين الخارجي العمومي لمخاطر التمويل، فإنه يبقى محدودا بالنظر إلى أن المبالغ المستحقة لأقل من سنة، لم تتجاوز، بتم سنة 2020، نسبة 6% من حجم الدين الخارجي العمومي.

ومن جهة أخرى، بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الخارجي العمومي 8 سنوات و10 أشهر وذلك نظرا لطبيعة سداد معظم القروض الخارجية للقطاع العمومي تجاه المقرضين الرسميين (تتوزع على مدة سداد طويلة). كما بلغت هذه المدة 9 سنوات و10 أشهر بالنسبة للخزينة و7 سنوات و8 أشهر بالنسبة لباقي المقرضين العموميين.

رسم بياني رقم 19: بنية الدين حسب أجل الاستحقاق الأصلي رسم بياني رقم 20: بنية الدين حسب المدة الزمنية المتبقية للسداد



## ❖ السحوبات على القروض الخارجية

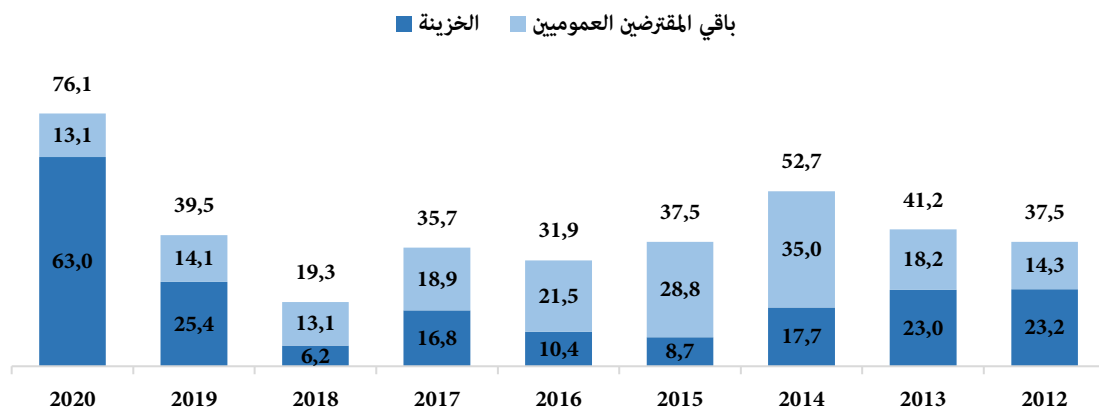
بمتم سنة 2020، سجل حجم موارد الاقتراض الخارجي التي تمت تعبئتها من طرف القطاع العام ارتفاعا قدره 36,6 مليار درهم ليبلغ ما مجموعه 76,1 مليار درهم، مقابل 39,5 مليار درهم سنة 2019. وقد مثلت سحوبات الخزينة ما قيمته 63,0 مليار درهم، في حين بلغ حجم تلك المعبأة من طرف المؤسسات والمقاولات العمومية ما يقارب 13,1 مليار درهم.

## السحوبات حسب المقرضين

عرفت السحوبات المعبأة من طرف الخزينة ارتفاعا قدره 37,5 مليار درهم، مقارنة مع سنة 2019، لتصل إلى 63,0 مليار درهم متم 2020 أي بحصة 83% من مجموع السحوبات.

وفيما يخص السحوبات المعبأة من طرف باقي المقرضين العموميين، فقد سجلت انخفاضا قدره 0,9 مليار درهم مقارنة مع السنة الماضية. حيث تمت تعبئة 68% (أو 9,1 مليار درهم) منها من طرف 4 مؤسسات وهي: المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (5,2 مليار درهم)، والمكتب الشريف للفوسفاط (1,6 مليار درهم)، والمكتب الوطني للمطارات (1,5 مليار درهم)، والمكتب الوطني للسكك الحديدية (0,8 مليار درهم).

رسم بياني رقم 21: تطور السحوبات على الاقتراض الخارجي العمومي - بملايير الدراهم -



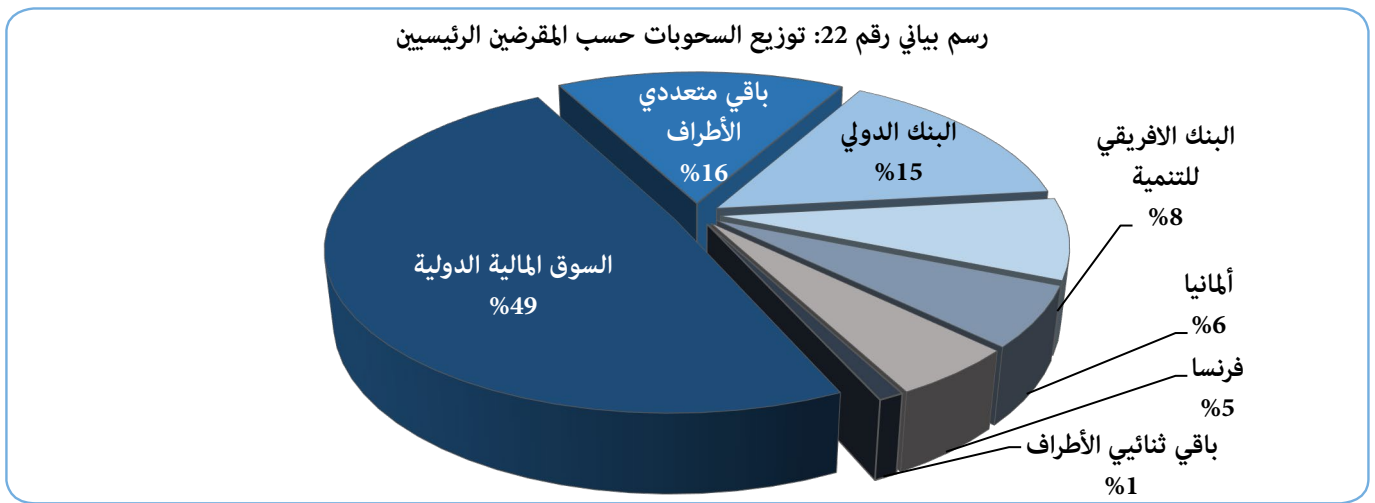
## السحوبات حسب المقرضين

تمت تعبئة سحوبات القطاع العام، برسم سنة 2020، أساسا لدى المقرضين الخواص بقيمة 37,5 مليار درهم نتيجة إصدارين للخرزينة في السوق المالية الدولية، ولدى المقرضين متعددي الأطراف في حدود 29,5 مليار درهم ولدى المقرضين ثنائيي الأطراف 9,2 مليار درهم.

وتجدر الإشارة إلى أن الخزينة عبأت، إضافة إلى السحوبات من لدن المقرضين الخواص بقيمة 37,5 مليار درهم، ما مجموعه 25,5 مليار درهم من المقرضين الرسميين (20,8 مليار درهم من المقرضين متعددي الأطراف و4,7 مليار درهم من لدن المقرضين ثنائيي الأطراف).

وفيما يخص السحوبات التي تمت تعبئتها من طرف باقي المقرضين العموميين فقد همت أساسا القروض المبرمة مع المقرضين الرسميين منها 8,8 مليار درهم من لدن المقرضين متعددي الأطراف و4,4 مليار درهم من لدن المقرضين ثنائيي الأطراف.

ويوضح الرسم البياني التالي توزيع إجمالي هذه السحوبات حسب المقرضين الرئيسيين:



## السحوبات حسب العملة وحسب سعر الفائدة

### السحوبات حسب العملة

تمت تعبئة السحوبات المسجلة على الاقتراض الخارجي للقطاع العمومي، خلال سنة 2020، أساسا بالأورو والدولار، في حدود 94% من مجموع السحوبات، بحصص بلغت، على التوالي، 53% و41%.

بينما بلغت حصة السحوبات المعبأة من طرف الخزينة بالدولار (48%) يليها حصة السحوبات المعبأة بالأورو (47%) وحصة السحوبات المعبأة بالدينار الكويتي (1%).

وتميزت كذلك سحوبات باقي المقرضين العموميين، بغلبة الأورو بحصة 84%، يليها الدولار (5%) والدينار الكويتي (5%) ثم الين الياباني (3%).

### السحوبات حسب سعر الفائدة

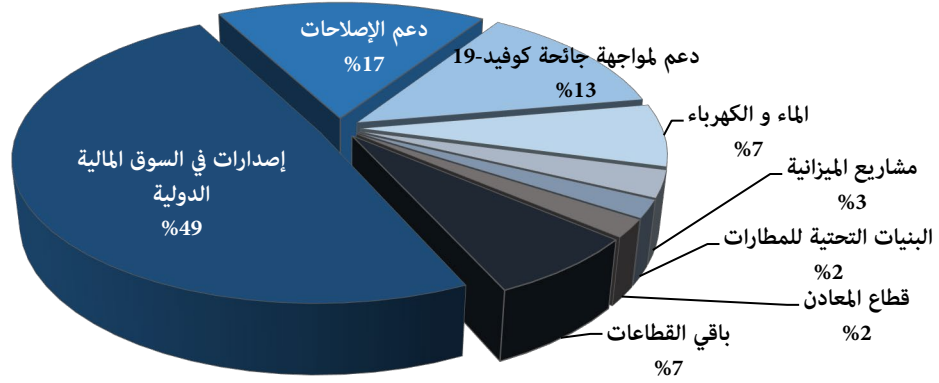
برسم سنة 2020، ظلت سحوبات القطاع العام ذات سعر الفائدة الثابت مهيمنة، حيث بلغت 58,4 مليار درهم (أو 77% من مجموع السحوبات)، أما باقي السحوبات، أي 17,7 مليار درهم (أو 23%) فيتكون من السحوبات ذات سعر الفائدة المتغير على أساس الأوريبور لـ 6 أشهر (19%)، وعلى أساس الليبور لـ 6 أشهر (5%).

وحسب المقرضين، بلغت حصة السحوبات على الاقتراض الخارجي للخرزينة ذات سعر الفائدة الثابت 82%، بينما بلغت حصة السحوبات ذات سعر الفائدة المتغير ما يناهز 18% من إجمالي السحوبات. وفيما يخص سحوبات باقي المقرضين العموميين، فقد تمت تعبئة 49% منها بسعر فائدة ثابت في حين تمثل السحوبات ذات سعر الفائدة المتغير 51%.

## السحوبات حسب القطاعات

بصفة عامة، تُوجَّه القروض الخارجية للقطاع العمومي، دون احتساب إصدارات الخزينة للسندات السيادية في السوق المالية الدولية، حصريا لتمويل المشاريع المدرجة في الميزانية العامة، ولدعم الإصلاحات والجهود الاستثمارية لباقي المقترضين العموميين.

رسم بياني رقم 23: التوزيع القطاعي للسحوبات



وفي متم سنة 2020، بلغت السحوبات المعبأة من طرف الخزينة الموجهة لدعم الإصلاحات ما يناهز 13,1 مليار درهم، 10,1 مليار درهم للتدابير المتخذة للتخفيف من تداعيات جائحة كوفيد-19، في حين بلغت السحوبات الموجهة لإنجاز مشاريع الميزانية حوالي 2,2 مليار درهم.

وفيما يخص السحوبات المعبأة من طرف باقي المقترضين العموميين، فقد تم توجيهها أساسا لقطاع الماء والكهرباء (7% من إجمالي السحوبات)، وقطاع المعادن، (2%)، والبنيات التحتية للمطارات (2%)، وقطاع النقل السككي (1%)، وقطاع الطاقات المتجددة (1%).

وفيما يتعلق بتوزيع مختلف المقترضين حسب القطاعات، يظل البنك الدولي للإنشاء والتعمير، وصندوق النقد العربي، والبنك الإفريقي للتنمية، من أهم الجهات المقرضة لدعم الإصلاحات. كما ساهمت ألمانيا والبنك الأوروبي للاستثمار أساسا في دعم الجهود لمواجهة تداعيات جائحة كوفيد-19 إلى جانب البنك الدولي للإنشاء والتعمير والبنك الإفريقي للتنمية.

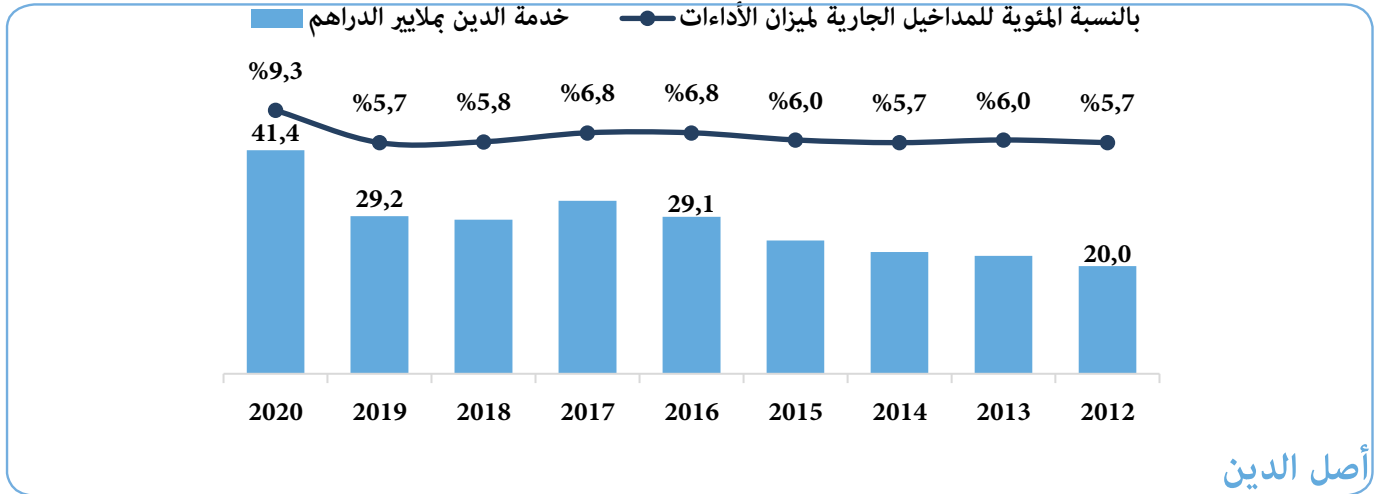
وبالنسبة لمشاريع باقي المقترضين العموميين، يبقى المقرضون الرسميون من أهم الممولين لها، وعلى وجه الخصوص البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير، والبنك الإفريقي للتنمية، والبنك الأوروبي للاستثمار والبنك الدولي للإنشاء والتعمير كدائنين متعددي الأطراف، ثم فرنسا وألمانيا ضمن الدائنين الثنائيين.

## ❖ خدمة الدين الخارجي العمومي

برسم سنة 2020، بلغت خدمة الدين الخارجي العمومي 41,4 مليار درهم مقابل 29,2 مليار درهم سنة 2019، مسجلة ارتفاعا قدره 12,2 مليار درهم. ويعزى هذا الارتفاع إلى التأثير المزدوج لارتفاع خدمة الدين المسدد للمقرضين الرسميين بـ 1,1 مليار درهم وارتفاع خدمة الدين المسدد للمقرضين الخواص بـ 11,1 مليار درهم.

وقد سجلت خدمة الدين الخارجي العمومي بالنسبة المئوية للمداخيل الجارية لميزان الأداءات ارتفاعا قدره 3,6 نقطة مئوية، حيث انتقل هذا المؤشر من 5,7% بتم سنة 2019 إلى 9,3% عند نهاية سنة 2020.

رسم بياني رقم 24: تطور تحملات الدين الخارجي العمومي



أصل الدين

ارتفعت دفعات أصل الدين الخارجي العمومي إلى 33 مليار درهم بتم سنة 2020، مقابل 20,7 مليار درهم السنة الماضية. وقد عرفت هذه الدفعات ارتفاعا يقدر بـ 12,3 مليار درهم أو 59%. ويرجع هذا التطور أساسا لسداد إصدار الخزينة في السوق المالية الدولية المنجز في سنة 2010 بمبلغ مليار أورو، وبداية سداد أقساط بعض القروض تجاه صندوق النقد العربي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

حسب المدينين ومجموعة الدائنين، عرفت مبالغ دفعات أصل الدين الخارجي العمومي ما بين سنتي 2019 و2020 تطورا كالتالي:

جدول رقم 14: سداد أصل الدين الخارجي العمومي حسب المدينين - بمليارين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020	2019	
11 695	19 921	8 226	الدين الخارجي للخزينة
573	13 036	12 463	الدين الخارجي لباقي المقترضين
12 268	32 957	20 689	المجموع

جدول رقم 15: سداد أصل الدين الخارجي العمومي حسب الدائنين - بمليارين الدراهم -

التغير بالقيمة	2020	2019	
-108	9 510	9 618	المقرضون الثنائيون
1 415	11 501	10 087	المقرضون متعددو الأطراف
10 962	11 946	984	البنوك التجارية
12 269	32 957	20 689	المجموع

الفوائد والعمولات

بتم سنة 2020، استقرت تحملات الفوائد للدين الخارجي العمومي في حدود 8,5 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019. وفيما يتعلق التوزيع حسب الدائنين، فإن تطور تحملات الفوائد والعمولات على الدين الخارجي العمومي ما بين سنتي 2019 و2020، جاء كما يلي:

جدول رقم 16: تحملات الفوائد و العمولات للدين الخارجي العمومي حسب الدائنين - بمليارين الدراهم -

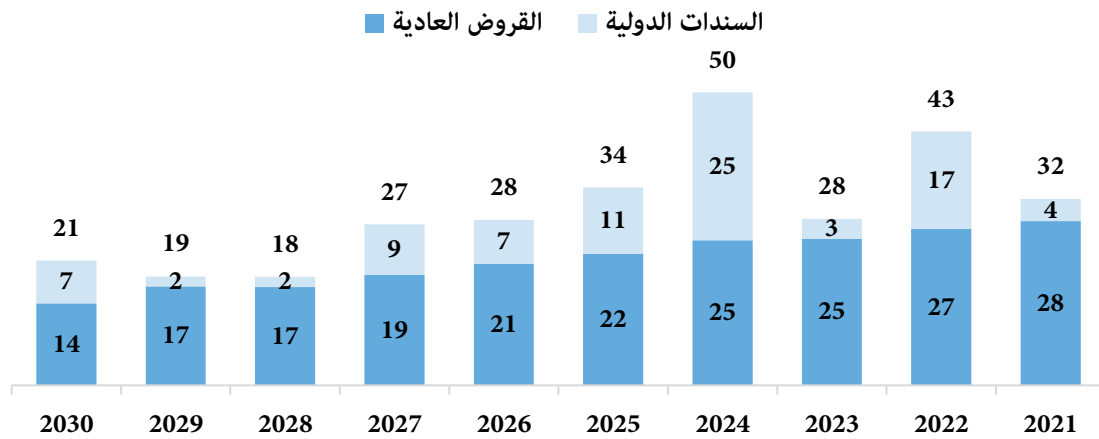
التغير بالقيمة	2020	2019	
-160	1 699	1 859	المقرضون الثنائيون
52	3 188	3 240	المقرضون متعددو الأطراف
135	3 580	3 445	البنوك التجارية
-77	8 467	8 544	المجموع

## توقعات خدمة الدين الخارجي العمومي خلال العشر سنوات القادمة

على أساس الدين القائم بنهاية سنة 2020، تظهر توقعات خدمة الدين الخارجي العمومي للسنوات العشر القادمة، سداد سبع مستحقات مهمة برسم الإصدارات المنجزة من طرف الخزينة والمكتب الشريف للفوسفاط في السوق المالية الدولية، والتي سوف تتم خلال سنوات 2022، 2024، 2026، 2027 و2030 بالنسبة للخزينة؛ وسنتي 2024 و2025 بالنسبة للمكتب الشريف للفوسفاط. باستثناء هذه الإصدارات، يبقى منحى تحملات أصل الدين سلسا بنحو جيد، مما يقلص مخاطر إعادة التمويل، وذلك نظرا لطبيعة الديون المتعاقد عليها والتي تتكون أساسا من قروض معبأة لدى المقرضين الرسميين يتم تسديد أقساطها تدريجيا وعلى فترات طويلة الأمد.

خلال السنوات العشر القادمة، وباستثناء تحملات إصدارات السندات السيادية، من المتوقع أن تعرف توقعات خدمة الدين الخارجي العمومي تجاه المقرضين الرسميين انخفاضا في المتوسط وبوتيرة سنوية قدرها 7,4%. وهكذا، فإن خدمة هذا الدين ستناهز خلال الفترة ما بين 2021 و2025 حوالي 25,3 مليار درهم في المتوسط، قبل أن تنخفض، خلال الفترة ما بين 2026 و2030 إلى حوالي 17,5 مليار درهم في المتوسط.

رسم بياني رقم 25: توقعات خدمة الدين الخارجي العمومي خلال العشر سنوات القادمة





## الدين الداخلي المضمون

عرفت الضمانات الممنوحة من طرف الدولة للقروض المصرفية و السندات المصدرة من لدن بعض المؤسسات العمومية و البنكية (الطرق السيارة بالمغرب، المكتب الوطني للسكك الحديدية، مجموعة الوكالة الخاصة طنجة المتوسط، الوكالة المغربية للطاقة المستدامة والقرض العقاري والسياحي) تعديلات خلال سنة 2020 تمثلت في إنشاء صندوق الضمان للمؤسسات و المقاولات العمومية FGEEP الذي يديره صندوق الضمان المركزي CCG لحساب الدولة. ويتجلى هذا التعديل في تحمل المخاطر من طرف صندوق الضمان المركزي CCG، ويبقى تدخل الدولة كملاذ أخير.

وهكذا فقد عرفت سنة 2020 انجاز أول عملية تمويل مضمونة من طرف هذا الصندوق في دجنبر 2020، من خلال إصدار المكتب الوطني للسكك الحديدية لسندات بقيمة ملياري درهم.

بلغ حجم الدين الداخلي المضمون 38,6 مليار درهم في متم دجنبر 2020، وهو ما يمثل 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي. وقد ارتفع حجم الدين الداخلي المضمون بما يقارب 3,5 مليار درهم في 2020 أو نسبة 9,8% مقارنة مع السنة الماضية. ويرجع هذا الارتفاع أساسا إلى ثلاثة إصدارات جديدة مضمونة بمبلغ إجمالي يقدر بـ 6,2 مليار درهم، فيما تم التخفيف من حجمه عبر سداد مبلغ قدره 2,7 مليار درهم برسم أصل الدين.

### ❖ البنية حسب المستفيدين

تبقى الطرق السيارة بالمغرب أبرز المؤسسات التي تستفيد من ضمان الدولة فيما يخص الاقتراض الداخلي بحصة 58% من حجم الدين الداخلي المضمون، متبوعة بالمكتب الوطني للسكك الحديدية (32%)، ومجموعة الوكالة الخاصة طنجة المتوسط (7%)، وبالوكالة المغربية للطاقة المستدامة (2%) وبالقرض العقاري والسياحي (1%).

### ❖ إصدارات سنة 2020

عرفت سنة 2020 إصدارين جديدين وعملية استبدال واحدة والتي تتمثل فيما يلي:

- لجوء الطرق السيارة بالمغرب في شهر فبراير 2020 إلى عملية استبدال لسندات قديمة بمبلغ ملياري درهم وإصدار بنفس المبلغ لسندات جديدة مضمونة من طرف الدولة ذات أمد 30 سنة مع مهلة للسداد تصل إلى 15 سنة وبسعر فائدة متوسط 3,92%؛
- إصدار نفس المؤسسة في غشت 2020 لسندات مضمونة من طرف الدولة بمبلغ 2,2 مليار درهم ذات أمد 30 سنة مع مهلة للسداد تصل إلى 15 سنة وبسعر فائدة متوسط 3,60%؛ و
- إصدار المكتب الوطني للسكك الحديدية لسندات مضمونة من طرف صندوق ضمان المؤسسات والمقاولات العمومية بقيمة 2 مليار درهم في دجنبر 2020 ذات أمد 30 سنة مع مهلة للسداد تصل إلى 15 سنة وبسعر فائدة 3,81%.

### ❖ خدمة الدين الداخلي المضمون

بلغت تحملات خدمة الدين الداخلي المضمون 4,3 مليار درهم سنة 2020 موزعة كما يلي:

- 2,7 مليار درهم برسم تحملات أصل الدين، بارتفاع قدره 1,9 مليار درهم مقارنة مع سنة 2019؛ و
- 1,6 مليار درهم من تحملات الفوائد بارتفاع يقدر بـ 200 مليون درهم مقارنة مع سنة 2019.

### ❖ المؤشرات الرئيسية للدين الداخلي المضمون

تطورت المؤشرات الرئيسية للدين الداخلي المضمون على الشكل التالي:

- بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين 13 سنة نهاية 2020، مسجلة بذلك ارتفاعا قدره سنة و 4 أشهر مقارنة مع نهاية سنة 2019. ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى الإصدارات الجديدة التي عرفتتها سنة 2020 بمبلغ 6,2 مليار درهم وأمد 30 سنة؛ و

- سجلت التكلفة المتوسطة للدين الداخلي المضمون تراجعا طفيفا (0,3 نقطة) حيث بلغت 4,5% بتم سنة 2020 مقابل 4,8% متم سنة 2019.

وهكذا، بلغ مجموع حجم الدين الداخلي للخرينة والدين الداخلي المضمون ما يناهز 671,6 مليار درهم بتم سنة 2020 مقابل 620,9 مليار درهم بنهاية سنة 2019، مسجلا بذلك ارتفاعا قدره 8,2%. ويشكل الدين الداخلي المضمون حوالي 5,8% من هذا المجموع.

## التدبير النشط للدين

## ❖ الدين الداخلي

تهدف سياسة التدبير النشط للدين الداخلي المعتمدة من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية إلى التقليل من مخاطر إعادة التمويل عن طريق تمليس جدول سداد الدين الداخلي وذلك من خلال خفض ذروة التسديدات خلال بعض الأشهر والسنوات. ويتجسد التدبير النشط في عمليات إعادة شراء و/أو تبادل سندات الخزينة ذات الآجال المتبقية الأقل من 18 شهرا والتي تتمثل في استرجاع سندات قديمة واستبدالها بسندات جديدة.

وتجدر الإشارة إلى أن مديرية الخزينة والمالية الخارجية لا تتوخى مكاسب مالية فورية من هذه العمليات، بل تهدف بالأساس إلى التقليل من خطر إعادة التمويل مما قد ينعكس إيجابا على تكلفة تمويل الخزينة.

## حصيلة 2020

أنجزت مديرية الخزينة، خلال سنة 2020، تسع عمليات تبادل سندات الخزينة وثلاث عمليات إعادة شراء، بمبلغ إجمالي يقدر بـ 35,9 مليار درهم. ويتوزع المبلغ المعاد شراؤه حسب سنة الاستحقاق كالتالي:

- 9,7 مليار درهم تتعلق بإعادة شراء مستحقات سنة 2020؛

- 24,9 مليار درهم تتعلق بإعادة شراء مستحقات سنة 2021؛ و

- 1,3 مليار درهم تتعلق بإعادة شراء مستحقات سنة 2022.

بلغ حجم إصدارات سندات الخزينة في إطار عمليات تبادل سندات الخزينة 22,1 مليار درهم وهمت بالخصوص سندات الخزينة ذات الآجال ما بين 5 سنوات و30 سنة. وقد مثل حجم الطلب الإجمالي على سندات الخزينة المصدرة في إطار عمليات التبادل مرتين الحجم المعاد شراؤه وذلك بمبلغ يصل إلى حوالي 43,4 مليار درهم. ويمثل هذا المبلغ ما يناهز 13% من حجم الطلب الإجمالي المسجل خلال حصص المزادات المنجزة سنة 2020 و39,5% من حجم الطلب على الآجال 5 سنوات وأكثر.

جدول رقم 17: مدد السندات والمبالغ المصدرة في إطار عمليات الاستبدال – بملايين الدراهم -

الحصة (%)	مبلغ الاستبدال	
70,3%	15 517	5 سنوات
0,3%	58	10 سنوات
0,7%	157	15 سنوات
3,8%	844	20 سنة
24,9%	5 503	30 سنة
100%	22 079	المجموع

\*الفرق بين المبالغ المشتراة ومبالغ الاستبدال ناتج عن الفرق الحاصل نتيجة عملية تقييم السندات المعاد شراؤها والسندات المصدرة بضمن السوق

وقد اتسم تنفيذ برنامج التدبير النشط للدين الداخلي سنة 2020 بما يلي:

- خلال النصف الأول من سنة 2020 وعلى إثر اندلاع الأزمة الصحية في بداية شهر مارس والتي كان لها تأثير كبير على طلب المستثمرين ورغبتهم في عمليات تبادل سندات الخزينة، أنجزت مديرية الخزينة والمالية الخارجية ثلاث عمليات تبادل لسندات الخزينة وألغت، بتشاور مع البنوك وسطاء قيم الخزينة، لحصّة واحدة وبذلك وصل إجمالي المبلغ الذي تمت إعادة شراؤه خلال هاته الفترة إلى 4,7 مليار درهم. علاوة على ذلك، وبسبب تراكم فائض الخزينة بعد إحداث الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19" والغياب المؤقت للحاجيات التمويلية للخزينة، تم تنظيم حصّة إعادة شراء سندات الخزينة بتاريخ 6 أبريل 2021 بمبلغ مليار درهم؛

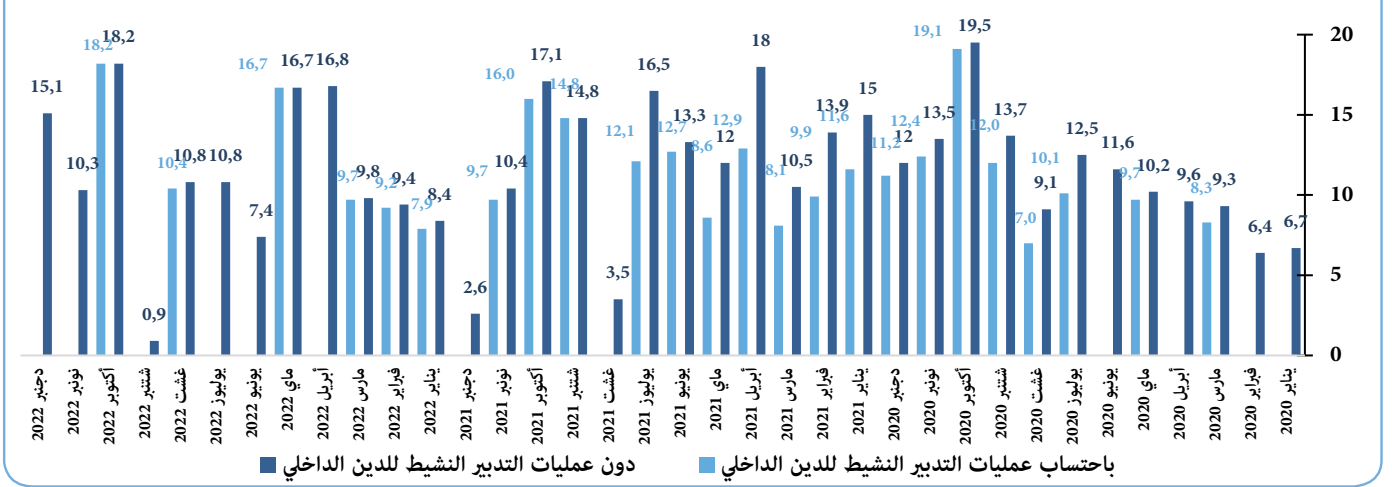
- شهد النصف الثاني من سنة 2020 عودة تدريجية للمستثمرين إلى سوق سندات الخزينة، مما مكن من إنجاز خمس عمليات تبادل لسندات الخزينة بمبلغ معاد شرائه قدره 17,2 مليار درهم. بالإضافة إلى ذلك ومن أجل تحسين تدبير فائض الخزينة المتراكم على إثر الإصدارات التي قامت بها الخزينة في السوق المالية الدولية والتي مكنت من تعبئة ما يقارب 37 مليار درهم، أنجزت مديرية الخزينة والمالية الخارجية عمليتي إعادة شراء لسندات الخزينة في 22 و29 دجنبر 2020 بمبلغ إجمالي معاد شرائه قدره 13 مليار درهم.
- وتجدر الإشارة إلى أن النصف الثاني من السنة تميز أيضًا بإلغاء ثلاث حصص تبادل سندات الخزينة وذلك إما بسبب قلة اهتمام المستثمرين أو بسبب الشروط المعروضة من حيث الحجم ومستويات أسعار الفائدة.
- أما بالنسبة لتأثير عمليات التدبير النشط للدين الداخلي على مؤشرات التكلفة والمخاطر المتعلقة بحفظه الدين الداخلي، فقد أدت هاته العمليات إلى:
- التخفيف من خطر إعادة التمويل المرتبط بدين الخزينة من خلال (أ) تقليص مستحقات الشهور المعنية بعمليات الاستبدال بحوالي 1,3 مليار درهم كمتوسط شهري سنة 2020 وبحوالي 2,5 مليار درهم كمتوسط شهري خلال سنة 2021 وبحوالي 0,2 مليار درهم كمتوسط شهري خلال سنة 2022 و (ب) تمديد المدة المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي بما يقارب 5 أشهر؛
- ارتفاع لصافي تحملات فوائدها للدين الداخلي المؤداة سنة 2020 بحوالي 185,2 مليون درهم. وقد نتج هذا الارتفاع عن التأثير المزدوج لانخفاض تحملات الفوائد المؤداة سنة 2020 بحوالي 67,8 مليون درهم نتيجة لإعادة الشراء المبكر لمستحقات السنة ذاتها، وزيادة هاته التحملات بحوالي 245,4 مليون درهم و7,6 مليون درهم نتيجة إعادة شراء مستحقات سنتي 2021 و2022 على التوالي؛ و
- تخفيض نسبة المديونية بمقدار 1,2 نقطة مئوية من الناتج الداخلي الإجمالي نتيجة إعادة شراء 13 مليار درهم في إطار عمليتي إعادة الشراء المنجزتين نهاية السنة.

جدول رقم 18: تحملات الفوائد المؤداة برسم سنة 2020 مع أو بدون إعادة الشراء - بملايين الدراهم -

الأمد	بدون إعادة شراء السندات	بعد إعادة شراء السندات	التغير بالقيمة
<b>إعادة شراء مستحقات 2020</b>			
52 أسبوعا	25,3	18,5	-6,8
سنتين	98,3	72,1	-26,2
5 سنوات	70,6	59,4	-11,3
10 سنوات	38,7	35,7	-3,0
15 سنة	93,3	72,8	-20,5
<b>إعادة شراء مستحقات 2021</b>			
13 أسبوعا	0,0	0,7	0,7
26 أسبوعا	0,0	17,1	17,1
52 أسبوعا	0,0	30,7	30,7
سنتين	0,0	106,3	106,3
5 سنوات	116,1	127,7	11,5
10 سنوات	12,1	83,2	71,0
15 سنة	0,0	8,0	8,0
<b>إعادة شراء مستحقات 2022</b>			
52 أسبوعا	0,0	1,3	1,3
سنتين	0,0	5,4	5,4
5 سنوات	0,0	0,9	0,9
<b>الفوائد الموفرة نتيجة إعادة شراء مستحقات سنة 2020</b>			
الفوائد الإضافية الناتجة عن إعادة شراء مستحقات سنة 2021		245,4	
الفوائد الإضافية الناتجة عن إعادة شراء مستحقات سنة 2022		7,6	
إجمالي تأثير عمليات التدبير النشط على الفوائد المؤداة سنة 2020		185,2	

بالإضافة إلى هاته النتائج، فإن لعمليات التدبير النشط للدين الداخلي أثرا نوعيا على تدبير الدين إذ تمكن مديرية الخزينة والمالية الخارجية من تمليس حاجيات الخزينة على مدار السنة وتدبير أحسن لسياسة الإصدارات.

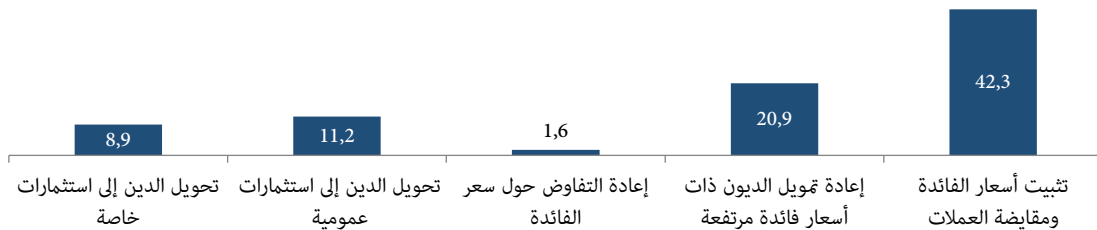
رسم بياني رقم 26: جدول سداد دين الخزينة (فوائد + أصل الدين) - بملايير الدرهم -



## ❖ الدين الخارجي

في إطار مواصلة سياسة التدبير النشط للمديونية الخارجية التي تهدف إلى التخفيف من عبئها على الاقتصاد الوطني والحد من تأثيرات المخاطر المالية المرتبطة بمحفظة الدين الخارجي للخزينة، قامت مديرية الخزينة والمالية الخارجية، خلال سنة 2020، بمعالجة حوالي 3,5 مليون درهم ليصل الحجم الإجمالي للديون المعالجة من خلال عمليات التدبير النشط للمديونية منذ سنة 1996 إلى ما يناهز 85 مليار درهم.

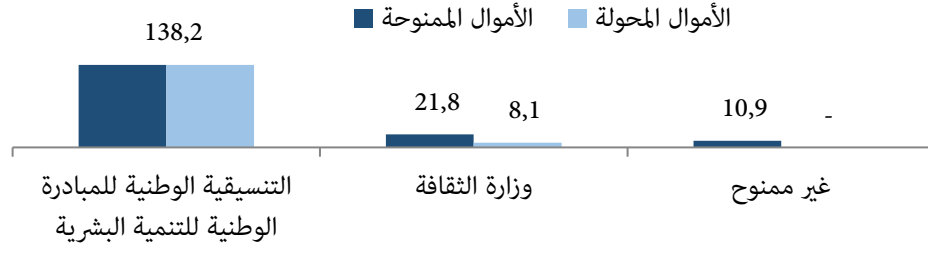
رسم بياني رقم 27: توزيع عمليات التدبير النشط للمديونية الخارجية حسب الآليات - بملايير الدراهم



وينقسم مبلغ 3,5 مليون درهم الذي تمت معالجته خلال هذه السنة والذي تمّ في إطار مواصلة تنفيذ اتفاقية تحويل الدين إلى استثمارات عمومية الموقعة مع الحكومة الإيطالية إلى:

- مليوني درهم في إطار مشاريع المبادرة الوطنية للتنمية البشرية؛ و
- 1,5 مليون درهم في إطار مشروع الحفاظ على التراث الثقافي المغربي المنجز بالتعاون مع كل من وزارة الثقافة والشباب والرياضة وجامعة سيين الإيطالية (Université de Sienne).

## رسم بياني رقم 28: الوضعية المالية لاتفاقية تحويل الدين الموقع مع إيطاليا



وقد ألغي في إطار هذه الاتفاقية ما مجموعه 5,7 مليون درهم من الديون المستحقة لفائدة إيطاليا خلال سنة 2020 والتي تمثل ما تمّ تحويله سنة 2019.

## السوق الثانوية لسندات الخزينة

### ❖ نشاط السوق الثانوية لسندات الخزينة

في ظل ظرفية اتسمت بتباطؤ كبير في النشاط الاقتصادي والشكوك الناجمة عن جائحة كوفيد-19، عرف تطور نشاط السوق الثانوية لسندات الخزينة انخفاضا عاما.

وهكذا، فقد انخفضت المبادلات الباتة بنسبة 12% مقابل زيادة قدرها 50% في سنة 2019. وفي نفس السياق، عرفت معاملات الاستحفاظ لسندات الخزينة تراجعاً في الحجم المتداول بنسبة 18% نهاية سنة 2020 مقابل الاستقرار الذي ميز السنة الماضية.

كما تدهورت سيولة السوق الثانوية بحيث بلغ معدل الدوران 0,55 سنة 2020 مقابل 0,70 سنة 2019 فيما انخفض متوسط الحجم اليومي للمبادلات والحجم المتوسط للمعاملة الواحدة بنسبة 12% و3% ليصلا إلى 1,6 مليار درهم و76 مليون درهم على التوالي.

أما بالنسبة لمعدلات الفائدة المسجلة في السوق الثانوية، فقد تميزت بانخفاض إجمالي بلغ في المتوسط 52 نقطة أساس مقارنة بمستوياتها المسجلة نهاية سنة 2019. ويعزى هذا الانخفاض، الذي هم بالخصوص الأذون القصيرة المدى، إلى خفض بنك المغرب لسعر فائدته الرئيسي مرتين.

### المبادلات الباتة

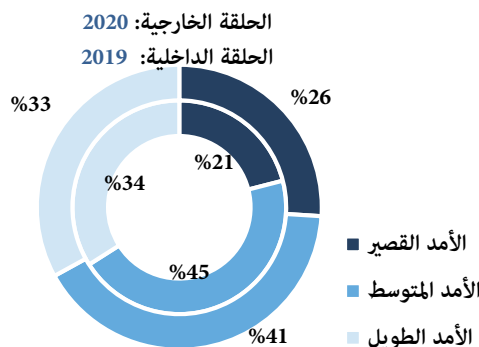
في هذا السياق المضطرب، اتسم نشاط السوق الثانوية بتباطؤ المبادلات غير أن حجم هذا التباطؤ يبقى ضعيفاً نسبياً بالنظر للظرفية الصعبة التي مرت بها السوق هذه السنة. وهكذا، سجل إجمالي حجم المعاملات انخفاضاً طفيفاً بلغ 12% مقارنة بسنة 2019، حيث انتقل من 421,2 مليار درهم إلى 372,4 مليار درهم.

وتجدر الإشارة إلى أن شهر أبريل وحده سجل انخفاضاً للمعاملات بنحو 50% مقارنة بالمتوسط الشهري المحقق هذا العام حيث لم يتعد حجم المعاملات 15 مليار درهم، في حين وصل حجمها إلى حدود 31 مليار درهم في المتوسط الشهري. ويعزى هذا الانخفاض أساساً إلى الغاء الحصتين الأوليتين لمزادات سندات الخزينة عبر السوق الأولية لشهر أبريل بسبب الغياب المؤقت للاحتياجات التمويلية للخزينة كنتيجة لتراكم فائض الخزينة على إثر تحصيل المبالغ المعبئة في إطار الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19".

وعلى غرار السنوات الأخيرة، استمر تزايد المعاملات التي همت السندات ذات المدى المتوسط والطويل على حساب الأذون ذات المدى القصير على الرغم من انخفاض حصتها في الحجم الكلي للمعاملات من 80% في نهاية دجنبر 2019 إلى 74% في نهاية دجنبر 2020، في حين ارتفعت نسبة المعاملات التي همت الأذون القصيرة بنسبة 5% لتبلغ نسبة 26% متم سنة 2020 مقابل 21% متم سنة 2019.

ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع طلب المستثمرين المؤسساتيين على هذا النوع من الأوراق وكذا إلى دينامية الإصدارات في السوق الأولية.

رسم بياني رقم 29: توزيع حجم المعاملات الباتة حسب الأمد



## الخطوط المتداولة

ارتفع عدد الخطوط المتداولة لجميع الآجال بشكل ملحوظ سنة 2020 ليصل إلى 128 مقابل 81 فقط سنة 2019 وذلك نتيجة لارتفاع الاكتتابات في السوق الأولية وكذا عدد الخطوط المكونة لمحفظه الدين الداخلي (98 في نهاية دجنبر 2020 مقابل 65 في نهاية دجنبر 2019).

وعلى عكس الارتفاع المسجل في عدد الخطوط المتداولة، انخفض عدد المعاملات التي همت هذه الخطوط بنسبة 10%، حيث انتقل من 5 394 معاملة سنة 2019 إلى 4 919 معاملة سنة 2020، مما يعكس تراجع النشاط على مستوى السوق الثانوية وانخفاض سيولتها.

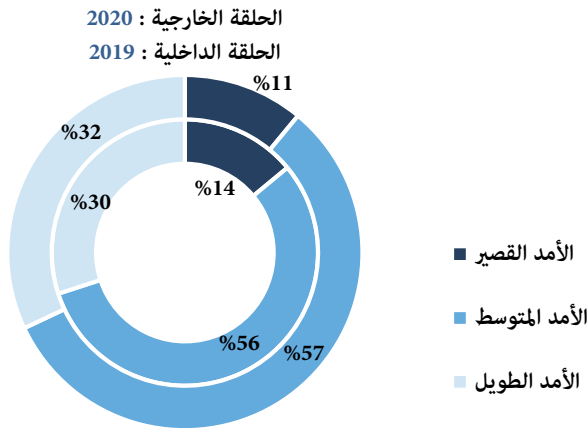
وحسب الآجال المتبقية، فقد كانت الخطوط ذات الآجال القصيرة الأكثر تداولاً من قبل المستثمرين، وبالتالي الأكثر سيولة مسجلة معدلات دوران بلغت حوالي 164%، والتي تفوق معدل دوران المحفظة الكلية للدين الداخلي والذي ناهز 55%.

## معاملات الاستحفاظ

سجل حجم معاملات الاستحفاظ سنة 2020 انخفاً بنسبة 18% مقارنة بالسنة الماضية حيث بلغ 11 221 مليار درهم (بما فيها عمليات نقل الملكية وعمليات استردادها).

بالنسبة للسندات التي تم استعمالها كضمان لهذه المعاملات، يلاحظ أن السندات ذات الأمد المتوسط (على أساس المدة المتبقية لآجال الاستحقاق) كانت الأكثر استعمالاً من طرف المستثمرين حيث بلغت نسبتها 57% بينما وصلت حصتي الأذون والسندات الطويلة الأمد لـ 11% و32% في متم 2020 على التوالي.

رسم بياني رقم 30: توزيع عمليات الاستحفاظ حسب الأمد السندات المستعملة كضمان

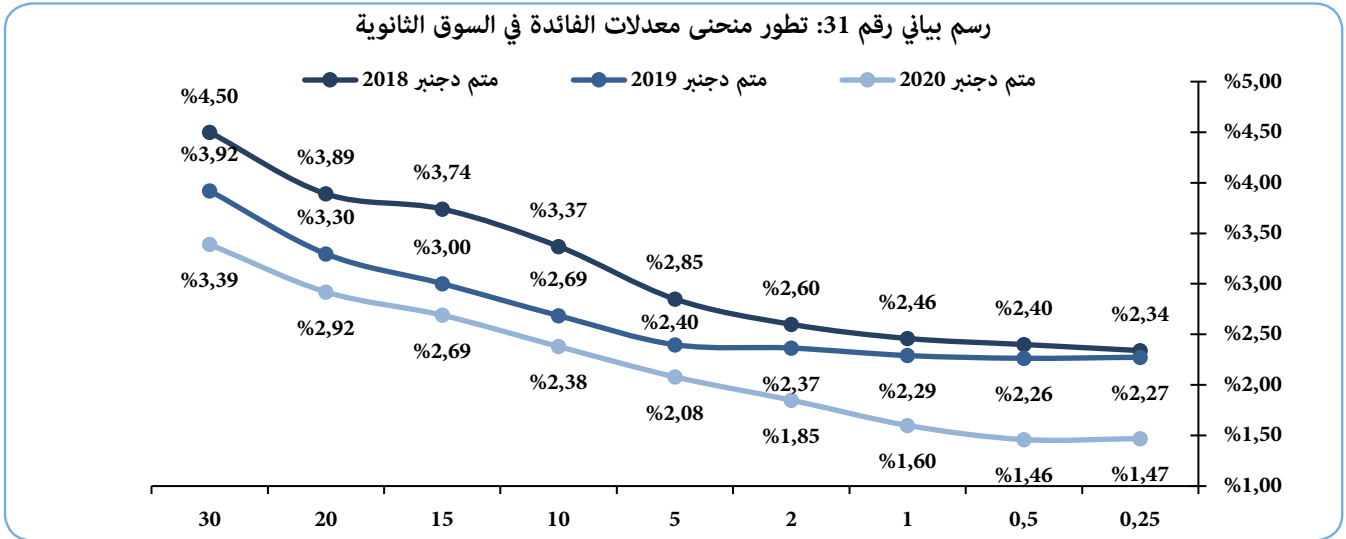


## ❖ مستويات معدلات الفائدة في السوق الثانوية

فيما يتعلق بتطور معدلات الفائدة في السوق الثانوية خلال سنة 2020، فقد عرفت على العموم منحى تنازلياً قوياً. وهكذا وعلى غرار تطور معدلات الفائدة في السوق الأولية، سجلت معدلات الفائدة في السوق الثانوية انخفاً هاماً جميع الآجال وبلغ ما يقارب 52 نقطة أساس في المتوسط مقارنة بنهاية دجنبر 2019. وقد سُجلت أكبر الانخفاضات على مستوى معدلات فائدة للأذون ذات أمد 13 و26 أسبوعاً إذ بلغت 80 نقطة أساس في المتوسط.

ويعزى هذا التطور أساساً إلى عمليتي خفض سعر الفائدة الرئيسي التي قام بهما بنك المغرب في مارس ثم في يونيو 2020 بمقدار 75 نقطة أساس في المجموع لينتقل من 2,25% إلى 2% ثم إلى 1,5%.





### ❖ سيولة السوق الثانوية

عرفت سيولة السوق الثانوية خلال سنة 2020 تراجعاً كما يتضح ذلك من خلال تطور مؤشراتها الرئيسية الثلاث والمتمثلة في معدل الدوران ومتوسط الحجم اليومي للمعاملات الباتة والحجم المتوسط للمعاملة الواحدة.

#### معدل الدوران

للتذكير يتم احتساب معدل الدوران بقسمة حجم المعاملات المسجل خلال فترة معينة على الحجم الكلي للخطوط المتداولة. وقد ناهز معدل الدوران لهذه السنة 0,55 مقابل 0,77 سنة 2019، مما يعني أن نسبة 55% من مجموع الدين المصدر من خلال عمليات الاكتتاب في السوق الأولية تم تداوله في السوق الثانوية.

#### الحجم المتوسط للمعاملات الباتة

يتم احتساب الحجم المتوسط للمعاملات الباتة بقسمة الحجم الكلي للمعاملات الباتة على العدد الكلي للمعاملات المسجلة خلال فترة معينة. يمكن هذا المؤشر من قياس قدرة المتدخلين على إنجاز معاملات ذات حجم أكبر. خلال سنة 2020، بلغ هذا المعدل 76 مليون درهم مقابل 78 مليون درهم سنة 2019 أي بتراجع طفيف قدره 3%.

#### الحجم المتوسط اليومي للمعاملات الباتة

بلغ متوسط الحجم اليومي للمعاملات الباتة 1,6 مليار درهم سنة 2020 مقابل 1,7 مليار درهم سنة 2019.

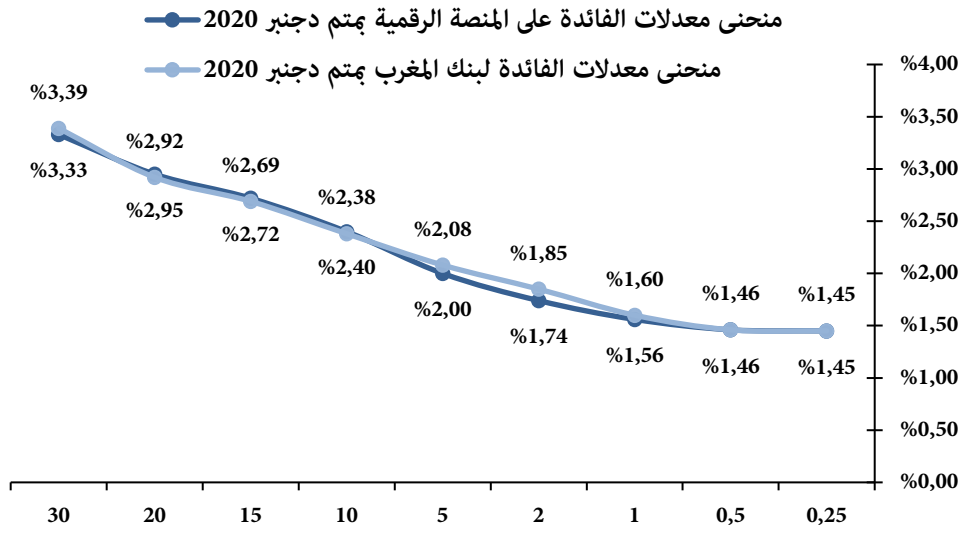
### ❖ تطور النشاط في منصة التداول الإلكتروني لسندات الخزينة

بعد مرور أكثر من 5 سنوات على انطلاق السوق الإلكتروني لسندات الخزينة ودخول حيز التنفيذ جميع بنود الاتفاقية التي أبرمتها مديرية الخزينة والمالية الخارجية مع وسطاء قيم الخزينة، عرف نشاط السوق الإلكتروني لسندات الخزينة من خلال منصة التداول الإلكتروني، تحسناً ملحوظاً على مستوى الأسعار والحجم المتداول.

في هذا الإطار وعلى مستوى قسم B2B المخصص للبنوك ووسطاء قيم الخزينة الملزمين بإشهار أسعار البيع والشراء لعدد متفق عليه من السندات، تم إنجاز 963 معاملة بحجم كلي بلغ 54,8 مليار درهم، أي بارتفاع بنسبة 12% مقارنة مع الحجم الذي تم تسجيله في 2019.

فيما يخص قسم B2C، وهو القسم المخصص للمستثمرين المؤسساتيين، فقد تم إنجاز 22 معاملة بحجم كلي بلغ 4,6 مليار درهم. أما بالنسبة لمعدلات الفائدة التي تم اشهارها في منصة التداول الإلكتروني، فقد كانت متطابقة مع معدلات منحى سعر الفائدة المرجعي لسندات الخزينة الذي ينشره البنك المركزي.

رسم بياني رقم 32: منحى معدلات الفائدة عبر منصة التداول الالكتروني ومعدلات منحى سعر الفائدة المرجعي



## التدبير النشط للخزينة العمومية

من أجل تدبير أمثل للمالية العمومية، تسهر مديرية الخزينة والمالية الخارجية على التدبير النشط للخزينة العمومية. وهكذا، يتم توظيف الفائض المؤقت للخزينة في السوق النقدية إما عن طريق عمليات استحفاظ سندات الخزينة أو على شكل عمليات التوظيف في السوق القائمة بين البنوك. ولتلبية الحاجيات التمويلية المؤقتة للخزينة، يتم اللجوء لعمليات الاقتراض في السوق القائمة بين البنوك.

في سياق جد خاص تميز (أ) بتفاقم عجز السيولة البنكية التي بلغت 90,2 مليار درهم في المتوسط الأسبوعي كنتيجة مباشرة لتأثير الأزمة الصحية على المجال الاقتصادي والمالي لبلادنا، و(ب) بارتفاع موجودات الحساب الجاري للخزينة التي قاربت 11,5 مليار درهم كمتوسط يومي بسبب تراكم مداخيل الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19" وتلك المتعلقة بعمليات الإصدار في السوق المالية الدولية.

وكان الهدف من عمليات التدبير النشط للخزينة المنجزة خلال سنة 2020 المساهمة في التخفيف من عجز السيولة لدى البنوك عبر ضخ فائض الحساب الجاري للخزينة في السوق النقدية وتمكين مديرية الخزينة والمالية الخارجية من احترام استراتيجيتها المتعلقة بإصدار سندات الخزينة في سوق المزادات.

### ❖ العمليات المنجزة خلال سنة 2020

بلغ عدد العمليات التي قامت بها مديرية الخزينة والمالية الخارجية خلال سنة 2020، 386 عملية منها 381 عملية توظيف فائض الخزينة وخمس عمليات اقتراض في السوق القائمة بين البنوك مقابل 352 عملية سنة 2019. وقد تم اللجوء خلال سنة 2020 لعمليات الاقتراض في السوق القائمة بين البنوك بطريقة مؤقتة وذلك لتغطية الحاجيات التمويلية للخزينة المتوقعة في بداية الأيام المعنية بهذه العمليات.

جدول رقم 19: عدد عمليات التوظيف المنجزة خلال سنة 2020

عمليات اقتراض في السوق القائمة بين البنوك	عمليات التوظيف		
	عن طريق الاستحفاظ	في السوق القائمة بين البنوك	
5	300	81	العمليات المنجزة
1%	78%	21%	التوزيع

### ❖ الحجم الموظف وأسعار الفائدة

#### الحجم الموظف

سجل الحجم الإجمالي الموظف من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية لدى البنوك انخفاضا بحوالي 25% ليبلغ 674,8 مليار درهم خلال سنة 2020 مقابل 900,2 مليار درهم خلال سنة 2019. ويرجع ذلك أساسا إلى انخفاض طلب البنوك بحوالي 31% سنة 2020 نتيجة ارتفاع السيولة التي تم ضخها في السوق النقدية من طرف بنك المغرب لتلبية احتياجات البنوك من السيولة.

أما بخصوص توزيع عمليات التوظيف حسب نوعها، فقد بلغت حصة عمليات الاستحفاظ 79% من الحجم الإجمالي الموظف مقابل نسبة 21% وظفت في السوق القائمة بين البنوك.

بالنسبة للحجم الجاري الموظف لهذه العمليات، فقد بلغ 7,0 مليار درهم خلال سنة 2020 مقابل 6,2 مليار درهم السنة الماضية. وحسب نوع العمليات، بلغ الحجم الجاري الموظف عن طريق الاستحفاظ حوالي 6,6 مليار درهم في حين بلغ الحجم الجاري لعمليات التوظيف في السوق القائمة بين البنوك حوالي 0,9 مليار درهم مقابل 6,1 مليار درهم و0,8 مليار درهم على التوالي سنة 2019.

## أسعار فائدة عمليات التوظيف

سجل متوسط العائد المحصل عليه على عمليات التوظيف من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية انخفاضا مهما بحوالي 43,9 نقطة أساس خلال سنة 2020 حيث بلغ 1,77% مقابل 2,21% سنة 2019. ويرتبط هذا الانخفاض بقرار بنك المغرب المتعلق بخفض سعر الفائدة الرئيسي مرتين خلال شهري مارس ويونيو 2020 بحوالي 75 نقطة أساس في المجموع لينتقل هذا السعر من 2,25% إلى 1,5%.

وفيما يخص عمليات التوظيف عن طريق الاستحفاظ، فقد بلغ سعر فائدتها 1,775%. ومقارنة مع سعر الفائدة المرجعي في سوق الاستحفاظ الذي يتم نشره من طرف بنك المغرب (1,724%)، فقد سجل هذا السعر بذلك أداء إيجابيا بحوالي 5,1+ نقطة أساس.

أما فيما يخص عمليات التوظيف في السوق القائمة بين البنوك، فقد بلغ سعر فائدتها المتوسط 1,694%، مسجلا فارقا سلبيا بحوالي 9,8- نقطة أساس مقارنة مع سعر الفائدة اليومي المتوسط المرجح للسوق القائمة بين البنوك الذي يتم نشره من طرف بنك المغرب (1,792%).

## عمليات الاقتراض في السوق القائمة بين البنوك

من أجل ضمان تدبير أمثل للدين، قامت مديرية الخزينة والمالية الخارجية بـ 5 عمليات اقتراض في السوق القائمة بين البنوك لسد حاجيات التمويل المؤقتة والتي كانت متوقعة في بداية الأيام المعنية. وقد بلغ الحجم الاجمالي المقترض حوالي 6,5 مليار درهم وذلك بسعر فائدة متوسط بلغ 1,80%.

## مدد عمليات توظيف فائض الخزينة العمومية

وفقا للقواعد المعتمدة من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية لتدبير المخاطر المتعلقة بعمليات توظيف فائض الحساب الجاري للخزينة، فإن آجال التوظيف في السوق القائمة بين البنوك لا يتجاوز اليوم الواحد، بينما تتراوح آجال عمليات الاستحفاظ ما بين يوم واحد و7 أيام عمل.

وهكذا، فقد بلغت حصة عمليات استحفاظ سندات الخزينة ذات آجال يوم واحد 50% مقابل 58% سنة 2019. في حين بلغت حصة عمليات الاستحفاظ ذات الآجال ثلاثة أيام وما فوق 16% مقابل 42% السنة الماضية، من بينها 14% بالنسبة للعمليات ذات الآجال 7 أيام.

## إنجازات سنة 2020

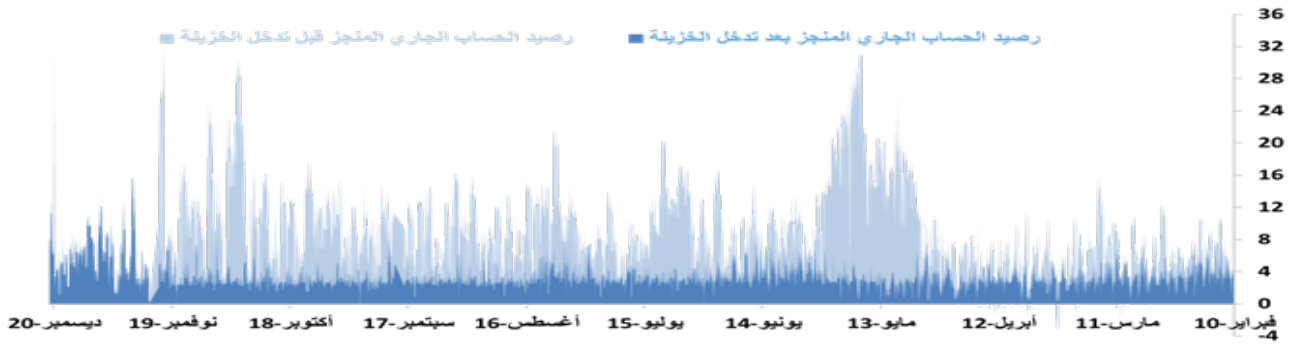
### رصيد الحساب الجاري للخزينة

نظراً لتحصيل مداخيل مهمة خلال سنة 2020، فقد بلغت موجودات الحساب الجاري للخزينة مستويات عالية ناهزت 11,5 مليار درهم كمتوسط يومي. وعلى الرغم من لجوء مديرية الخزينة والمالية الخارجية إلى عمليات التدبير النشط للخزينة، فإن متوسط حجم الحساب الجاري للخزينة في نهاية اليوم بلغ 5,6 مليار درهم كمتوسط يومي.

وقد تميز تطور حجم الحساب الجاري للخزينة خلال سنة 2020 بالفترتين التاليتين:

- الفترة الأولى الموافقة للشهرين الأوليين من عام 2020 والتي بلغ خلالها حجم الحساب الجاري للخزينة 3,6 مليار درهم كمتوسط يومي مقابل 7,7 مليون درهم دون احتساب عمليات التدبير النشط للخزينة؛ و
- الفترة الثانية التي امتدت من بداية شهر مارس إلى نهاية شهر دجنبر 2020. وخلال هاته الفترة، سجلت موجودات الحساب الجاري للخزينة مستويات عالية جداً خلال هذه الفترة، حيث بلغت حوالي 6,0 مليار درهم كمتوسط يومي مقابل 12,2 مليار درهم دون احتساب عمليات التدبير النشط للخزينة. ويعزى هذا الوضع إلى تحصيل المساهمات في الصندوق الخاص بتدبير جائحة فيروس كورونا "كوفيد-19" والتي بلغت حوالي 34 مليار درهماً، من جهة، وإلى المداخيل المتعلقة بالإصدارات في السوق المالية الدولية خلال شهري شتنبر ودجنبر 2020 بحجم إجمالي بلغ مليار أورو و3 مليارات دولار على التوالي، من جهة أخرى.

رسم بياني رقم 33: تطور رصيد الحساب الجاري للخبزينة - بملايير الدراهم -



الفوائد المحصل عليها

مكن التدبير النشط للخبزينة من تحصيل عائدات تقدر بـ 112,2 مليون درهم خلال سنة 2020، موزعة في حدود 86,1 مليون درهم (77% من إجمالي العائدات) على شكل فوائد عمليات التوظيف و 26,1 مليون درهم على شكل فوائد على الحساب الجاري للخبزينة لدى بنك المغرب.

ومنذ بداية عمليات التدبير النشط للخبزينة العمومية برسم سنة 2010، بلغ الحجم الإجمالي للعائدات حوالي 1,7 مليار درهم منها 1,2 مليار درهم (70% من إجمالي العائدات) على شكل فوائد عمليات التوظيف و 0,5 مليار درهم على شكل فوائد على الحساب الجاري للخبزينة.

## تدابير الإصلاح المنجزة خلال سنة 2020

في إطار المسلسل المتواصل لتحسين فعالية تدبير الدين، تم خلال سنة 2020 الانتهاء من المرحلتين الأخيرتين من مشروع تطوير الإطار التنظيمي لإدارة الدين الممول من لدن البنك الأفريقي للتنمية. وتهدف هتين المرحلتين إلى وضع أدوات العمل من أجل تعزيز نجاعة تدبير الدين والخزينة العمومية وإلى إقامة دورة تكوينية تتماشى مع متطلبات قطب الدين.

وهكذا وبمتم المرحلة الثانية من المشروع المذكور، أصبح قطب الدين التابع لمديرية الخزينة والمالية الخارجية يمتلك أدوات معيارية وتشغيلية تمكنه من تفعيل نظام لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية بما يستجيب للمعايير الدولية في هذا الإطار، وذلك من خلال:

- دلائل المساطر التي توضح جميع المساطر التشغيلية لقطب الدين (قواعد التدبير، الإطار التنظيمي، المخططات الانسيابية، التفاصيل التشغيلية...);
- مدونة قواعد السلوك التي تحدد القواعد الأخلاقية لمدبري الدين فيما يخص اتخاذ القرارات وفي علاقاتهم مع الشركاء الآخرين؛
- مدونة الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر التي تعرف مفهوم الرقابة الداخلية، أهدافها ومكوناتها الأساسية وتحدد إطارها التنظيمي، الفاعلين الأساسيين وكذا خصائص الحكامة المتعلقة بها بما يتناسب مع أفضل الممارسات الدولية في هذا المجال خصوصا توجيهات منظومة COSO-ERM؛
- خريطة المخاطر التشغيلية التي تعرض جميع المخاطر التشغيلية المتعلقة بعمليات تدبير الدين والخزينة العمومية؛
- الإطار المرجعي لإدارة المخاطر الذي يعرض التنظيم وتوزيع المسؤوليات الخاصة بإدارة المخاطر، وأنواع المخاطر المتعلقة بنشاط قطب الدين، والمؤشرات الأساسية المعتمدة لتتبع وتقييم المخاطر وكذا التدابير المتخذة لإدارة المخاطر والتقليل منها؛
- مدونة، ودليل، وكتيب التدقيق الداخلي الذي يحدد مهمة، ودور، ومسؤوليات، ووظيفة التدقيق الداخلي داخل مديرية الخزينة والمالية الخارجية، كما يؤطر ويوحد تدخل المدققين الداخليين عن طريق استخدام معايير العمل الملائمة.

## تطور دين الخزينة خلال النصف الأول من سنة 2021

### ❖ تمويل الخزينة خلال النصف الأول من سنة 2021

#### التمويل الداخلي

اتسم النصف الأول من سنة 2021، رغم أن جائحة كوفيد-19 واصلت إبطاء بعض القطاعات الاقتصادية، ببودر انتعاش النشاط الاقتصادي تجلت في انخفاض العجز التجاري، وتحسن السيولة البنكية، وكذا تحسن طفيف في عجز الميزانية مقارنة بالفترة نفسها من السنة الماضية. وهكذا، قامت الخزينة، نهاية يونيو 2021، بتمويل احتياجاتها بشكل أساسي من خلال اللجوء إلى السوق المحلية. وفي هذا الإطار، تميزت شروط تمويل الخزينة بتم شهر يونيو لسنة 2021 بما يلي:

- انخفاض طلب المستثمرين على سندات الخزينة، حيث بلغ الحجم الإجمالي لهذا الطلب 197,8 مليار درهم مقابل 228,6 مليار درهم نهاية شهر يونيو 2020، أي بتراجع بنسبة 13,5%؛
- انخفاض الحجم الإجمالي لإصدارات سندات الخزينة والذي بلغ 73,4 مليار درهم (12,4 مليار درهم منها مصدرية في إطار عمليات التدبير النشط للدين الداخلي) مقابل 85,8 مليار درهم نهاية يونيو 2020 (15,6 مليار درهم منها مصدرية في إطار عمليات التدبير النشط للدين الداخلي)، أي بانخفاض قدره 14,4%. وقد توزعت هاته الإصدارات على السندات ذات آجال 5 سنوات أو أكثر بحصة 54% مقابل 55% نهاية شهر يونيو 2020؛
- انخفاض التدفقات الصافية لإصدارات الخزينة بمبلغ قدره 15,9 مليار درهم حيث بلغت هذه التدفقات 24,1 مليار درهم في تمم شهر يونيو 2021، مقابل 40 مليار درهم في نفس الفترة من سنة 2020؛ و
- انخفاض أسعار الفائدة المقبولة من طرف الخزينة مقارنة بالأسعار المسجلة في تمم شهر دجنبر 2020، وذلك بما يناهز 21,0 نقطة أساس في المتوسط.

#### التمويل الخارجي

عند تمم شهر يونيو 2021، بلغت السحوبات برسم الاقتراضات الخارجية للخزينة 8,8 مليار درهم مقابل 10,3 مليار درهم خلال نفس الفترة من سنة 2020. وقد خصص مبلغ 4,3 مليار درهم لدعم الإصلاحات، بحيث تمت تعبئة 2,7 مليار درهم من لدن ألمانيا، و1,4 مليار درهم من لدن البنك الدولي للإنشاء والتعمير و132 مليون درهم لدى البنك الإفريقي للتنمية. كما استفادت التدابير المتخذة للتخفيف من آثار جائحة كوفيد-19 بدورها من مبلغ قدره 3,8 مليار درهم. وفيما يخص مشاريع الميزانية، فقد تمت تعبئة مبلغ إجمالي ناهز 0,4 مليار درهم، منها 91% معبأة لدى الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، البنك الدولي للإنشاء والتعمير والبنك الإفريقي للتنمية.

### ❖ تطور حجم دين الخزينة خلال النصف الأول من سنة 2021

في تمم شهر يونيو لسنة 2021، بلغ حجم دين الخزينة 855,8 مليار درهم مقابل 832,6 مليار درهم في نهاية دجنبر 2020، أي بزيادة قدرها 23,2 مليار درهم أو 2,8%. وفيما يخص حجم الدين الداخلي للخزينة، فقد بلغ ما يقارب 656,9 مليار درهم مقابل 632,9 مليار درهم نهاية سنة 2020 أي بزيادة قدرها 24 مليار درهم أو 3,8% بينما تراجع حجم الدين الخارجي بـ 0,8 مليار درهم أو ما يقرب 0,4% ليستقر في حدود 198,9 مليار درهم نهاية يونيو 2021. وبلغت تحملات الفوائد والعمولات برسم دين الخزينة ما يقرب 18,3 مليار درهم عند تمم يونيو 2021 مقابل 17,7 مليار درهم عند تمم يونيو 2020، ويعزى هذا التطور إلى تراجع الفوائد والعمولات برسم الدين الداخلي بـ 0,1 مليار درهم مقابل ارتفاع الفوائد والعمولات برسم الدين الخارجي بـ 0,7 مليار درهم. وبلغ سداد أقساط دين الخزينة 57,2 مليار درهم في نهاية شهر يونيو 2021 مقابل 58,2 مليار درهم في نهاية يونيو 2020، أي بانخفاض قدره 1 مليار درهم كنتيجة لانخفاض قدره ملياري درهم بالنسبة للدين الداخلي وارتفاع وصل إلى مليار درهم بالنسبة للدين الخارجي.

وفيما يخص التدفقات الصافية للدين الداخلي، فقد سجلت انخفاضا قدره 17,7 مليار درهم لتنتقل من 41,7 مليار درهم بتم شهر يونيو 2020 إلى ما يقارب 24,1 مليار درهم في نهاية النصف الأول لسنة 2021. ويعود هذا التراجع أساسا إلى انخفاض الاكتتابات بـ 17,4 مليار درهم بين الفترتين نتيجة للظرفية الاستثنائية للسنة الماضية والتي تميزت بارتفاع في حاجيات تمويل الخزينة في سياق تداعيات جائحة كوفيد-19 على المالية العمومية.

أما بالنسبة للتدفق الصافي للدين الخارجي للخزينة، فقد بلغ 3,9 مليار درهم مقابل 6,4 مليار درهم خلال نفس الفترة لسنة 2020. ويرجع هذا التطور أساسا إلى انخفاض السحوبات المعبأة من لدن المقرضين الرسميين بمقدار 1,5 مليار درهم وارتفاع سداد الدين بحوالي 1,0 مليار درهم مقارنة مع نهاية يونيو 2020.

## ❖ مؤشرات التكلفة والمخاطر لدين الخزينة

### سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار

بلغ سعر الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار في سوق المزادات 1,99% في نهاية شهر يونيو 2021، أي بانخفاض قدره 30 نقطة أساس مقارنة بنهاية سنة 2020 حيث بلغ 2,29%.

### المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين

بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد دين الخزينة 7 سنوات و4 أشهر نهاية شهر يونيو 2021، أي تقريبا نفس المستوى المسجل في نهاية سنة 2020.

بلغت المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الداخلي 6 سنوات و7 أشهر نهاية شهر يونيو 2021، أي نفس المستوى المسجل في نهاية سنة 2020. وبخصوص المدة الزمنية المتوسطة المتبقية لسداد الدين الخارجي، فقد بلغت 9 سنوات و8 أشهر نهاية يونيو 2021 مسجلة انخفاضا طفيفا مقارنة بنهاية دجنبر 2020.

### نسبة الدين قصير المدى

عرفت نسبة دين الخزينة ذي المدى القصير ارتفاعا، حيث بلغت 11,9% مقابل 11,5% مقارنة مع نهاية سنة 2020. وقد بلغت نسبة الدين الداخلي ذو المدى القصير 14,1% نهاية شهر يونيو 2021 مقابل 13,5% متم سنة 2020. وفيما يخص نسبة الدين الخارجي ذو المدى القصير، فقد بلغت 5% مقابل 5,1% بتم سنة 2020.

## ❖ التدبير النشط لدين الخزينة

### الدين الداخلي

أنجزت مديرية الخزينة والمالية الخارجية، خلال النصف الأول من سنة 2021، ست عمليات تبادل لسندات الخزينة حيث بلغ الحجم الإجمالي لعمليات إعادة شراء سندات الخزينة 12,4 مليار درهم.

وتهدف هاته العمليات إلى التقليل من مخاطر إعادة التمويل عن طريق تمليس سداد الدين بالنسبة للأشهر التي تعرف ذروة في التسديدات خلال سنتي 2021 و2022، مما يمكن من تقليص حاجيات تمويل الخزينة خلال الأشهر المعنية.

وهكذا، قامت مديرية الخزينة والمالية الخارجية خلال النصف الأول من سنة 2021 بإعادة شراء مستحقات أشهر فبراير، ومارس، وأبريل، وماي، ويونيو، ويوليو، وشتنبر، وأكتوبر من سنة 2021، وأشهر يناير، وأبريل، وماي من سنة 2022. في المقابل تم إصدار سندات ذات آجال 5 سنوات و10 سنوات و15 سنة و20 سنة و30 سنة.



جدول رقم 20: عمليات تبادل سندات الخزينة المنجزة خلال النصف الأول من سنة 2021 - بملايين الدراهم -

المبلغ المشتري	الشهر
7 380,5	يناير
450,0	مارس
2 351,5	ماي
2 257,7	يونيو
12 439,7	المجموع

أما بالنسبة لتأثير عمليات التدبير النشط على فوائد الدين الداخلي المستحقة خلال النصف الأول من سنة 2021، فقد عرفت هذه الفوائد انخفاضا صافيا قدره 71,2 مليون درهم نتيجة إعادة شراء مستحقات سنتي 2021 و2022 قبل حلول تاريخ استحقاق فوائدها.

### ❖ السوق الثانوية لسندات الخزينة

على الرغم من السياق الصعب الذي اتسم باستمرار انتشار جائحة كوفيد-19، فقد تميز النصف الأول من سنة 2021 بتحسن نشاط السوق الثانوية لسندات الخزينة والذي انعكس على حجم المبادلات الباتة حيث سجل زيادة بنسبة 15% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2020.

ويعزى هذا الأداء الجيد على الارتفاع المسجل في صافي الإصدارات في السوق الأولية، والتي بلغت حوالي 24,1 مليار درهم خلال النصف الأول من سنة 2021، مما مكن من تزويد السوق بأوراق مالية جديدة. كما أثر هذا إيجابا على حجم المعاملات الباتة الذي ارتفع إلى 235,3 مليار درهم مقابل 203,9 مليار درهم سجلت نهاية يونيو 2020.

فيما يتعلق بسيولة السوق الثانوية، فقد تميزت بتحسن طفيف كما يتضح ذلك من خلال معدل الدوران الذي بلغ 36% في نهاية يونيو 2021 مقابل 34% في نهاية يونيو 2020. كما سجل متوسط الحجم اليومي للمعاملات الباتة ارتفاعا بنسبة 15% حيث انتقل من 1 699 مليون درهم في نهاية النصف الأول من سنة 2020 إلى 1 961 مليون درهم بتمت يونيو 2021، في حين استقر الحجم المتوسط للمعاملة الواحدة في حدود 83 مليون درهم.

على غرار أسعار الفائدة المسجلة في السوق الأولية، عرفت أسعار الفائدة في السوق الثانوية انخفاضا هم جميع أطراف منحني أسعار الفائدة وبلغ 10 نقطة أساس في المتوسط مقارنة بالمستويات المسجلة في نهاية دجنبر 2020. أما فيما يخص معاملات الاستحفاظ التي همت سندات الخزينة، فقد بلغ حجمها 5 104,1 مليار درهم عند نهاية يونيو 2021 مقابل 6 015,3 مليار درهم بنهاية يونيو 2020، أي بانخفاض قدره 15%.

### ❖ التدبير النشط للخزينة العمومية خلال النصف الأول من سنة 2021

تتمثل أهم مميزات تدخلات مديرية الخزينة والمالية الخارجية في السوق النقدية فيما يلي:

- ارتفاع عدد العمليات المنجزة خلال النصف الأول من سنة 2021 حيث بلغ 216 عملية مقابل 185 عملية منجزة خلال النصف الأول من سنة 2020؛
- انخفاض الحجم الاجمالي الموظف بحوالي 27% حيث بلغ 366,6 مليار درهم خلال الستة الأشهر الأولى من سنة 2021 مقابل 421,1 مليار درهم خلال النصف الأول من سنة 2020. ويعزى هذا التطور أساسا إلى انخفاض طلب البنوك على عمليات توظيف فائض الخزينة بحوالي 21% مقارنة مع الفترة نفسها من سنة 2020؛
- تقلص رصيد الحساب الجاري للخزينة بحوالي 8,3 مليار درهم كمتوسط يومي ليصل إلى حوالي 4,8 مليار درهم مقابل 13,1 مليار درهم دون احتساب هذه العمليات؛ و
- انخفاض سعر الفائدة اليومي لعمليات التوظيف المنجزة من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية (بنوعيتها) بحوالي 70,3 نقطة أساس، ليلبغ 1,37% خلال النصف الأول من سنة 2021 مقابل 2,07% سجل في متم شهر يونيو 2020. ويرجع هذا الانخفاض أساسا إلى قرار بنك المغرب بخفض سعر الفائدة الرئيسي مرتين متتاليتين خلال سنة 2020.

## ملحق إحصائيات الدين

### ❖ إحصائيات دين الخزينة

يونيو 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
										<b>حجم الدين (بملايين الدراهم)</b>
855 844	832 602	747 255	722 621	692 332	657 472	629 203	586 565	554 261	493 677	دين الخزينة
%2,8	%11,4	%3,4	%4,4	%5,3	%4,5	%7,3	%5,8	%12,3	%14,6	التغير (%)
	%76,4	%64,8	%65,2	%65,1	%64,9	%63,7	%63,4	%61,7	%58,2	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
656 966	632 899	585 687	574 637	539 135	514 679	488 395	445 479	424 457	376 805	الدين الداخلي
%3,8	%8,1	%1,9	%6,6	%4,8	%5,4	%9,6	%5,0	%12,6	%13,7	التغير (%)
-	%58,1	%50,8	%51,8	%50,7	%50,8	%49,4	%48,1	%47,3	%44,4	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
198 878	199 703	161 568	147 983	153 197	142 793	140 808	141 086	129 804	116 872	الدين الخارجي
%-0,4	%23,6	%9,2	%-3,4	%7,3	%1,4	%-0,2	%8,7	%11,1	%17,4	التغير (%)
-	%18,3	%14,0	%13,4	%14,4	%14,1	%14,3	%15,2	%14,5	%13,8	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
										<b>تحميلات الفوائد (بملايين الدراهم)</b>
18 271	29 566	30 480	28 046	27 894	27 753	28 033	25 747	23 300	20 731	دين الخزينة
	%-3,0	%8,7	%0,5	%0,5	%-1,0	%8,9	%10,5	%12,4	%11,6	التغير (%)
	%2,7	%2,6	%2,5	%2,7	%2,8	%2,8	%2,8	%2,6	%2,4	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
	%12,9	%12,1	%12,0	%12,1	%12,7	%13,3	%12,0	%11,3	%10,3	بالنسبة للموارد العادية
15 678	25 455	26 639	24 313	24 121	23 971	24 047	22 011	19 418	17 336	الدين الداخلي
	%-4,4	%9,6	%0,8	%0,6	%-0,3	%9,2	%13,4	%12,0	%11,6	التغير (%)
	%2,3	%2,3	%2,2	%2,3	%2,4	%2,4	%2,4	%2,2	%2,0	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
	%11,1	%10,5	%10,4	%10,5	%11,0	%11,4	%10,2	%9,4	%8,6	بالنسبة للموارد العادية
2 593	4 111	3 841	3 733	3 773	3 782	3 986	3 736	3 882	3 395	الدين الخارجي
-	%7,0	%2,9	%-1,0	%-0,2	%-5,1	%6,7	%-3,8	%14,3	%11,8	التغير (%)
-	%0,4	%0,3	%0,3	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
-	%1,8	%1,6	%1,6	%1,6	%1,7	%1,9	%1,8	%1,9	%1,7	بالنسبة للموارد العادية
										<b>مؤشرات التكلفة والمخاطر</b>
										<b>تكلفة الدين</b>
-	%3,6	%3,9	%3,9	%4,1	%4,1	%4,3	%4,3	%4,4	%4,5	دين الخزينة
-	%3,9	%4,2	%4,3	%4,5	%4,5	%4,8	%4,7	%4,7	%4,8	الدين الداخلي
-	%2,5	%2,6	%2,4	%2,6	%2,7	%2,8	%2,9	%3,3	%3,4	الدين الخارجي
										<b>المدة الزمنية المتبقية للسداد</b>
7 سنوات و 4 أشهر	7 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 11 أشهر	6 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 10 أشهر	7 سنوات	6 سنوات و 10 أشهر	6 سنوات و 6 أشهر	5 سنوات و 6 أشهر	5 سنوات و 7 أشهر	دين الخزينة
6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات	6 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و 3 أشهر	5 سنوات و 9 أشهر	4 سنوات و 5 أشهر	4 سنوات و 8 أشهر	الدين الداخلي
9 سنوات و 8 أشهر	9 سنوات و 9 أشهر	8 سنوات و 8 أشهر	7 سنوات و 10 أشهر	8 سنوات و 5 أشهر	8 سنوات و 8 أشهر	8 سنوات و 8 أشهر	8 سنوات و 11 أشهر	9 سنوات	8 سنوات و 5 أشهر	الدين الخارجي
										<b>بنية دين الخزينة</b>
										<b>بنية الدين حسب مصدر التمويل (%)</b>
%76,8	%76,0	%78,4	%79,5	%77,9	%78,3	%77,6	%75,9	%76,6	%76,3	الدين الداخلي
%23,2	%24,0	%21,6	%20,5	%22,1	%21,7	%22,4	%24,1	%23,4	%23,7	الدين الخارجي
										<b>بنية الدين حسب المدة الزمنية المتوسطة المتبقية للسداد (%)</b>
%11,9	%11,5	%13,2	%11,4	%12,4	%13,4	%13,9	%15,8	%16,8	%15,5	الأمد القصير
%40,1	%39,6	%38,9	%44,6	%40,0	%37,6	%37,9	%33,6	%39,9	%41,3	الأمد المتوسط
%48,0	%48,9	%47,9	%44,0	%47,6	%49,0	%48,2	%50,6	%43,3	%43,2	الأمد الطويل
										<b>بنية الدين حسب العملات (%)</b>
%76,0	%75,4	%78,1	%79,3	%77,8	%77,7	%77,2	%75,6	%76,2	%75,9	الدراهم المغربي
%14,5	%15,0	%14,7	%13,1	%14,6	%16,0	%17,3	%19,3	%18,5	%18,5	الأورو
%8,3	%8,3	%5,8	%6,0	%6,3	%5,0	%4,0	%3,5	%3,3	%3,1	الدولار الأمريكي
%0,3	%0,3	%0,3	%0,3	%0,3	%0,4	%0,5	%0,6	%0,6	%0,7	الدنار الكويتي
%0,4	%0,5	%0,5	%0,6	%0,6	%0,6	%0,5	%0,5	%0,6	%0,8	الين الياباني
%0,5	%0,6	%0,6	%0,7	%0,4	%0,3	%0,4	%0,5	%0,8	%0,9	عملات أخرى
										<b>بنية الدين حسب سعر الفائدة (%)</b>
%92,8	%92,5	%92,3	%92,4	%91,0	%90,9	%91,4	%91,6	%91,4	%92,5	سعر ثابت
%7,2	%7,5	%7,7	%7,6	%9,0	%9,1	%8,6	%8,4	%8,6	%7,5	سعر متغير

## إحصائيات الدين الداخلي للخزينة

يونيو 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
										<b>حجم الدين الداخلي (بملايين الدراهم)</b>
656 966	632 899	585 687	574 637	539 135	514 679	488 395	445 479	424 457	376 805	الدين الداخلي
	%58,1	%50,8	%51,8	%50,7	%50,8	%49,4	%48,1	%47,3	%44,4	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
										<b>توزيع الدين الداخلي حسب الأدوات (بملايين الدراهم)</b>
624 857	600 741	557 161	546 205	516 706	490 028	470 104	426 057	412 971	356 721	سوق السندات
50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	سندات 6 أشهر
32 059	32 108	28 476	28 382	22 378	24 601	18 241	19 372	11 436	20 034	أدوات أخرى
										<b>توزيع الدين الداخلي حسب الأمد (بملايين الدراهم)</b>
91 675	85 467	79 979	74 003	77 450	75 284	80 107	84 717	84 983	68 958	الأمد القصير
286 300	275 329	235 296	264 892	219 797	208 609	193 765	163 081	186 974	170 853	الأمد المتوسط
278 991	272 103	270 412	235 743	241 888	230 785	214 523	197 681	152 500	136 994	الأمد الطويل
										<b>خدمة الدين الداخلي (بملايين الدراهم)</b>
52 182	120 156	97 219	88 624	86 734	93 645	106 574	98 896	120 333	78 605	تحملت أصل الدين
49 310	109 067	93 437	85 554	84 002	91 440	104 474	97 083	118 937	77 768	المزادات
2 873	11 089	3 781	3 070	2 732	2 205	2 100	1 813	1396	836	أدوات أخرى
15 678	25 455	26 639	24 313	24 121	23 971	24 047	22 011	19 418	17 336	تحملت الفوائد
14 220	22 764	23 751	21 722	21 602	21 585	21 491	19 149	16 864	15 067	المزادات
1 458	2 691	2 888	2 591	2 519	2 385	2 556	2 861	2 554	2 269	أدوات أخرى
										<b>مؤشرات التكلفة والمخاطر</b>
6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات و 7 أشهر	6 سنوات	6 سنوات و 5 أشهر	6 سنوات و 3 أشهر	5 سنوات و 9 أشهر	4 سنوات و 5 أشهر	4 سنوات و 8 أشهر	4 سنوات و 8 أشهر	المدة الزمنية المتوسطة المتبقية للسداد
-	%3,9	%4,2	%4,3	%4,5	%4,6	%4,8	%4,6	%4,7	%4,7	التكلفة المتوسطة للدين
%2,0	%2,3	%3,0	%2,8	%2,8	%2,8	%3,1	%4,3	%4,5	%4,1	معدل الفائدة المتوسط المرجح عند الإصدار
%13,9	%13,5	%13,7	%12,9	%14,4	%14,6	%16,5	%19,0	%20,0	%18,0	حصة الدين ذو الأمد القصير
										<b>السوق الثانوية لسندات الخزينة</b>
235	372	421	281	247	194	171	150	159	142	المعاملات الباتة (بملايين الدراهم)
5 104	11221	13 604	13 868	12 062	8 321	7 445	9 348	8 077	7 084	عمليات الإستحفاظ (بملايين الدراهم)
36	55	70	46	43	35	34	35	35	35	معدل الدوران (%)
83	76	78	75	67	70	78	82	82	99	الحجم المتوسط للمعاملات (بملايين الدراهم)
										<b>الدين الداخلي المضمون (بملايين الدراهم)</b>
38 670	38 667	35 207	28 496	27 397	23 928	21 695	20 447	19 611	18 051	الدين الداخلي المضمون
	%3,5	%3,1	%2,5	%2,6	%2,4	%2,2	%2,2	%2,2	%2,1	بالنسبة للنتائج الداخلي الإجمالي
										<b>حجم الخطوط المصدرة عبر المزادات (بملايين الدراهم)</b>
624 857	600 741	557 161	546 205	516 706	490 028	470 105	426 057	412 972	356 722	<b>الإجمالي</b>
									6 022	الأمد جد قصير
100	2 284	500		418	408	1 050	450	60	2 670	13 أسبوعا
3328,4	7478,6	132		1 165	6 662	984	1 700	8 903	700	26 أسبوعا
19 054	23 062	9 939	20 097	24 693	11 982	25 449	12 721	24 891	6 279	52 أسبوعا
71 363	56 937	47 669	62 391	51 012	57 284	59 040	69 791	83 222	73 896	2 سنوات
174 090	159 384	145 432	145 466	140 581	130 581	123 679	95 222	94 328	82 880	5 سنوات
123 503	121 781	129 368	116 125	98 240	90 549	87 533	96 422	90 692	83 574	10 سنوات
121 384	125 336	135 322	125 087	123 665	117 381	110 092	101 931	86 640	76 465	15 سنة
77 758	72 384	66 223	57 082	56 977	56 238	48 966	44 545	21 461	21 461	20 سنة
34 276	32 095	22 577	19 958	19 958	18 945	13 312	3 275	2 775	2 775	30 سنة
										<b>اكتتابات الخزينة (بملايين الدراهم)</b>
73 425	152 647	104 393	115 053	110 680	111 364	148 521	110 169	175 187	120 279	<b>الإجمالي</b>
								4 958	25 042	الأمد جد قصير
2 153	8 492	950	811	3 535	5 658	9 907	1 800	18 494	8 130	13 أسبوعا
3 328	12405	132	100	2 081	7 859	4 514	2 950	35 529	2 600	26 أسبوعا
5 977	26 389	8 345	17 316	19 734	13 850	22 149	9 250	24 891	6 279	52 أسبوعا
22 317	41 336	15 317	42 923	26 402	24 614	31 902	15 010	50 404	31 496	2 سنوات
20 166	33 333	24 479	31 060	35 346	27 757	43 184	21 044	16 249	25 502	5 سنوات
9 183	4 143	16 707	17 885	8 872	11 433	12 871	16 911	14 137	14 360	10 سنوات
2 745	10 846	26 703	4 853	12 959	7 289	9 536	19 619	10 525	6 470	15 سنة
5 374	6 185	9 141	105	739	7 272	4 421	23 085		200	20 سنة
2 181	9 518	2 620	0	1 013	5 633	10 037	500		200	30 سنة

يونيو 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	التطور السنوي لسعر الفائدة المرجح لسندات الخزينة
%1,99	%2,29	%2,98	%2,77	%2,80	%2,82	%3,08	%4,27	%4,54	%4,07	السعر السنوي
%1,35	%1,62	%2,18	%2,17	%2,15	%2,09	%2,52	%2,98	%3,88	%3,37	13 أسبوعا
%1,42	%1,63	%2,23	%2,19	%2,22	%2,21	%2,53	%2,97	%4,03	%3,45	26 أسبوعا
%1,53	%1,96	%2,31	%2,41	%2,36	%2,26	%2,62	%3,10	%4,16	%3,72	52 أسبوعا
%1,70	%2,16	%2,42	%2,56	%2,48	%2,45	%2,77	%3,37	%4,63	%3,98	2 سنوات
%1,97	%2,31	%2,65	%2,81	%2,83	%2,68	%3,14	%4,22	%5,02	%4,20	5 سنوات
%2,34	%2,59	%3,03	%3,32	%3,27	%3,22	%3,54	%4,73	%5,52	%4,51	10 سنوات
%2,66	%2,94	%3,45	%3,70	%3,80	%3,64	%4,00	%5,51	%5,77	%4,64	15 سنة
%2,89	%3,20	%3,63	%3,98	%4,02	%4,05	%4,34	%5,57		%4,97	20 سنة
%3,31	%3,73	%4,20		%4,43	%4,61	%4,99	%5,69		%5,01	30 سنة

## ❖ إحصائيات الدين الخارجي للخبزينة

يونيو 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
<b>حجم الدين</b>										
198 878	199 703	161 568	147 983	153 197	142 793	140 808	141 086	129 804	116 872	بملايين الدرهم
18 766	18 263	15 009	13 511	13 694	13 414	13 062	12 862	11 558	10 484	بملايين الدولار
22 303	22 426	16 842	15 471	16 421	14 144	14 215	15 603	15 926	13 858	بملايين الأورو
-	%18,3	%14,0	%13,4	%14,4	%14,1	%14,3	%15,2	%14,5	%13,8	بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي
<b>بنية الدين (%)</b>										
<b>حسب الأمد وحسب المقرض</b>										
%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	متوسط وطويل الأمد (الأجل الأصلي)
%13,1	%11,6	%13,3	%16,1	%17,4	%16,9	%18,6	%20,1	%23,7	%28,5	المقرضون الثنائيون
%7,8	%6,9	%6,5	%8,0	%9,0	%10,4	%11,9	%13,3	%16,1	%18,8	دول الاتحاد الأوروبي
%2,3	%2,5	%3,6	%4,1	%4,0	%1,3	%1,4	%1,5	%1,5	%1,9	الدول العربية
%3,0	%2,2	%3,2	%4,0	%4,4	%5,2	%5,3	%5,3	%6,1	%7,8	دول أخرى
%50,9	%51,7	%55,7	%55,2	%52,9	%51,2	%48,6	%46,5	%50,6	%47,5	المؤسسات الدولية
%36,0	%36,7	%31,0	%28,7	%29,7	%31,9	%32,8	%33,4	%25,7	%24,0	حاملو السندات الدولية
%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	قصر الأمد
<b>حسب العملات</b>										
%60,3	%60,6	%66,7	%63,2	%65,6	%71,0	%75,9	%78,8	%77,2	%76,6	الأورو
%34,6	%33,8	%26,8	%29,0	%28,4	%22,8	%17,7	%14,5	%14,2	%13,3	الدولار الأمريكي والعملات المرتبطة به
%1,3	%1,2	%1,3	%1,4	%1,6	%2,0	%2,3	%2,4	%2,6	%3,1	الدينار الكويتي
%1,7	%1,9	%2,5	%2,9	%2,8	%2,8	%2,3	%2,3	%2,6	%3,2	الين الياباني
%2,1	%2,4	%2,7	%3,5	%1,6	%1,4	%1,8	%2,0	%3,4	%3,8	عملات أخرى
<b>حسب سعر الفائدة</b>										
%69,0	%68,7	%64,3	%63,0	%59,4	%58,0	%61,7	%64,9	%63,4	%68,2	سعر ثابت
%31,0	%31,3	%35,7	%37,0	%40,6	%42,0	%38,3	%35,1	%36,6	%31,8	سعر متغير
<b>خدمة الدين</b>										
7 565	24 032	12 067	11 818	17 016	11 361	12 353	12 128	11 888	11 292	مجموع خدمة الدين (بملايين الدراهم)
-	%10,5	%4,8	%5,1	%7,4	%5,2	%5,9	%5,6	%5,8	%5,6	بالنسبة للمداخل العادية (%)
849	2 522	1 251	1 256	1 743	1 155	1 261	1 438	1 409	1 305	بالدولار الأمريكي (بالملايين)
4 972	19 921	8 226	8 085	13 243	7 579	8 368	8 392	8 006	7 897	تحميلات أصل الدين (بملايين الدراهم)
1 225	2 695	3 041	3 350	3 387	3 369	3 313	3 376	3 361	3 258	المقرضون الثنائيون
700	1 527	1 826	2 145	2 113	2 110	2 097	2 249	2 153	1 867	دول الاتحاد الأوروبي
409	555	256	247	262	248	235	244	252	281	الدول العربية
116	613	959	958	1 012	1 011	981	883	956	1 110	دول أخرى
3 747	6 167	5 070	4 735	4 399	4 210	5 055	5 016	4 645	4 639	المؤسسات الدولية
0	11 059	115	0	5 457	0	0	0	0	0	حاملو السندات الدولية
2 593	4 111	3 841	3 733	3 773	3 782	3 985	3 736	3 882	3 395	تحميلات الفائدة (بملايين الدراهم)
189	435	502	601	561	671	772	864	954	1 114	المقرضون الثنائيون
95	207	225	288	339	402	469	555	603	699	دول الاتحاد الأوروبي
74	172	181	185	52	57	67	63	66	78	الدول العربية
20	56	96	128	170	212	236	246	285	337	دول أخرى
1 228	1 661	1 502	1 344	1 121	1 018	1 120	1 218	1 280	1 466	المؤسسات الدولية
1 176	2 015	1 837	1 788	2 091	2 093	2 093	1 654	1 648	815	حاملو السندات الدولية
<b>سحوبات الدين (بملايين الدراهم)</b>										
8 836	62 979	25 516	6 247	16 799	10 388	8 687	17 685	23 015	23 146	مجموع السحوبات
4 845	4 754	726	395	5 757	1 244	394	869	1 590	3 257	المقرضون الثنائيون
3 044	4 599	690	348	351	463	322	621	863	2 157	دول الاتحاد الأوروبي
0	135	19	0	4 695	0	24	187	32	237	الدول العربية
1 801	20	17	47	711	781	48	61	695	863	دول أخرى
3 991	20 750	14 203	5 852	11 042	9 144	8 293	5 649	15 003	7 050	المؤسسات الدولية
0	37 475	10 587	0	0	0	0	11 167	6 422	12 839	حاملو السندات الدولية

## ❖ إحصائيات الدين الخارجي العمومي

يونيو 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
										<b>حجم الدين</b>
373 264	374 629	339 961	326 615	332 558	312 468	300 985	278 071	234 746	212 713	بملايين الدراهم
35 220	34 259	31 582	29 821	29 727	29 354	27 921	25 349	20 903	19 082	بملايين الدولار
41 859	42 071	35 438	34 145	35 646	30 950	30 385	30 752	28 801	25 222	بملايين الأورو
	%34,4	%29,5	%29,5	%31,3	%30,8	%30,5	%30,0	%26,1	%25,1	بالنسبة للناتج الداخلي الإجمالي
										<b>بنية الدين (%)</b>
										<b>حسب الأمد وحسب المقرض</b>
%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	متوسط وطويل الأمد (الأجل الأصلي)
%22,9	%23,0	%25,6	%28,4	%29,4	%28,9	%28,4	%29,5	%32,8	%35,2	المقرضون الثنائيون
%15,8	%16,0	%16,9	%18,7	%19,8	%19,8	%19,9	%21,1	%23,4	%23,4	دول الاتحاد الأوروبي
%2,7	%2,8	%3,6	%4,0	%3,9	%2,8	%2,7	%2,5	%2,7	%3,2	الدول العربية
%4,4	%4,2	%5,1	%5,7	%5,7	%6,3	%5,8	%5,9	%6,7	%8,6	دول أخرى
%48,3	%48,9	%49,4	%48,8	%47,3	%45,9	%45,2	%45,4	%51,0	%49,2	المؤسسات الدولية
%28,8	%28,1	%25,0	%22,8	%23,3	%25,2	%26,4	%25,1	%16,2	%15,6	حاملو السندات الدولية والبنوك التجارية
%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	قصر الأمد
										<b>بنية الدين حسب المقرضين</b>
%53,3	%53,3	%47,5	%45,3	%46,1	%45,7	%46,8	%50,7	%55,3	%54,9	دين الخزينة
%46,2	%46,7	%52,5	%54,7	%53,9	%54,3	%53,2	%49,3	%44,7	%45,1	أدين الخارجي لباقي المقرضين العموميين
%45,8	%45,7	%51,5	%54,2	%53,5	%54,0	%52,9	%48,9	%44,2	%44,5	المؤسسات العمومية
%0,3	%0,4	%0,4	%0,1	%0,2	%0,2	%0,2	%0,3	%0,3	%0,4	القطاع البنكي العمومي
%0,5	%0,5	%0,5	%0,3	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,2	%0,2	الجماعات المحلية
%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	المؤسسات ذات المنفعة العمومية
										<b>حسب العملات</b>
%59,4	%60,6	%61,8	%59,6	%61,1	%61,4	%63,1	%68,8	%73,8	%72,7	الأورو
%32,4	%30,7	%28,2	%29,6	%29,1	%28,0	%24,8	%18,9	%12,5	%11,1	الدولار الأمريكي والعملات المرتبطة به
%4,0	%3,9	%4,6	%4,7	%4,5	%5,0	%6,3	%6,3	%7,1	%8,0	الدينار الكويتي
%2,8	%3,0	%3,5	%3,8	%3,6	%3,8	%3,6	%3,5	%4,2	%5,6	الياباني
%1,4	%1,8	%1,9	%2,3	%1,7	%1,8	%2,2	%2,5	%2,4	%2,6	عملات أخرى
										<b>حسب سعر الفائدة</b>
%74,6	%74,5	%74,9	%75,3	%74,1	%74,3	%76,3	%76,0	%74,2	%77,1	سعر ثابت
%25,4	%25,5	%25,1	%24,7	%25,9	%25,7	%23,7	%24,0	%25,8	%22,9	سعر متغير
										<b>خدمة الدين</b>
24 258	41 424	29 233	28 586	32 059	29 078	24 694	22 584	21 847	19 958	مجموع خدمة الدين (بملايين الدراهم)
-	%9,3	%5,7	%5,8	%6,8	%6,8	%6,0	%5,7	%6,0	%5,7	بالنسبة للمداخيل الجارية لميزان الأداءات
2 724	4 347	3 030	3 038	3 284	2 957	2 521	2 678	2 590	2 307	بالدولار الأمريكي (بالملايين)
19 606	32 957	20 689	19 979	23 389	20 296	15 975	15 161	14 958	13 721	تحميلات أصل الدين (بملايين الدراهم)
4389	9 510	9 619	9 550	8 293	7 754	6 450	6 006	5 693	5 488	المقرضون الثنائيون
3 154	6 755	7 043	7 108	5 820	5 467	4 363	4 155	3 759	3 374	دول الاتحاد الأوروبي
654	1 150	815	722	758	749	708	664	674	623	الدول العربية
581	1 605	1 761	1 720	1 715	1 538	1 379	1 187	1 260	1 491	دول أخرى
6 240	11 501	10 086	9 673	8 744	11 743	8 688	8 430	7 912	7 408	المؤسسات الدولية
8 977	11 946	984	756	6 352	799	837	725	1 353	825	حاملو السندات الدولية والبنوك التجارية
4 652	8 467	8 544	8 607	8 670	8 782	8 719	7 423	6 889	6 237	تحميلات الفائدة (بملايين الدراهم)
494	1 699	1 859	2 119	2 042	2 106	2 118	2 000	1 983	2 102	المقرضون الثنائيون
180	1 060	1 140	1 366	1 387	1 433	1 452	1 374	1 313	1 316	دول الاتحاد الأوروبي
162	368	397	398	263	250	247	219	221	250	الدول العربية
115	271	322	355	392	423	419	407	449	536	دول أخرى
1 735	3 188	3 240	3 134	2 934	2 908	3 042	3 149	3 068	3 117	المؤسسات الدولية
2 146	3 580	3 445	3 354	3 694	3 768	3 559	2 274	1 838	1 018	حاملو السندات الدولية والبنوك التجارية
										<b>سحوبات الدين (بملايين الدراهم)</b>
26 759	76 149	39 548	19 281	35 668	31 894	37 496	52 705	41 194	37 495	سحوبات الدين (بملايين الدراهم)
6 234	9 185	4 740	4 834	14 771	12 457	8 671	10 944	10 371	9 030	المقرضون الثنائيون
3 964	8 395	4 414	3 607	7 312	7 900	6 044	9 094	8 528	7 015	دول الاتحاد الأوروبي
238	314	75	467	5 743	1 244	1 339	654	425	306	الدول العربية
2 031	476	251	760	1 716	3 313	1 288	1 196	1 418	1 709	دول أخرى
7 184	29 489	20 212	12 834	20 897	19 281	17 723	14 430	23 605	14 513	المؤسسات الدولية
13 342	37 475	14 596	1 613	0	156	11 102	27 331	7 218	13 952	حاملو السندات الدولية والبنوك التجارية

تضع وزارة الاقتصاد والمالية تحت اشارتكم  
مجموعة من قنوات التواصل والاعلام

بوابة الانترنت

[www.finances.gov.ma](http://www.finances.gov.ma)

صفحة الفيسبوك

[www.facebook.com/financesmaroc](http://www.facebook.com/financesmaroc)

حساب تويتر

Twitter '@financesmaroc'

موقع القانون التنظيمي لقانون المالية

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