

**MEMOIRE PRESENTE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME DU CYCLE
SUPERIEUR DE GESTION**

**LE MARCHÉ DES TITRES DE L'ÉTAT ET LA GESTION DE
LA DETTE PUBLIQUE INTERIEURE AU MAROC :
DIAGNOSTIC ET PERSPECTIVES DE DEVELOPPEMENT**

**PAR : - ISMAÏLI ALAOUI Rachid
- JAIDI Driss**

MEMBRES DU JURY :

Président : AZZOUZI Bouzid

Suffragants :

- Monsieur Ali DEFALI, Professeur à l'ISCAE,
- Monsieur Lahcen OULHAJ, Doyen de la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de la Faculté de Droit de Rabat-Agdal
- Monsieur Abdelouahed El JAI, Directeur à Bank Al-Maghrib

2005

REMERCIEMENTS

A L'ENCADREMENT PEDAGOGIQUE

Nos remerciements à :

Monsieur Bouzid AZZOUZI, Directeur de ce travail de recherche, pour nous avoir fait l'honneur de superviser et de diriger ce mémoire. Son encadrement et ses enseignements pédagogiques au sein du groupe de recherche, se sont avérés extrêmement utiles pour l'aboutissement de ce travail. Monsieur Bouzid AZZOUZI consacre tout son art à mettre en valeur les qualités de ses partenaires. Son style qui a mis en exergue nos potentialités, et aiguisé notre sens de la responsabilité, ainsi que ses orientations méthodologiques empreintes de rigueur, nous ont permis de tirer le meilleur de nous même. Qu'il trouve ici l'expression de notre sincère respect et de notre profonde gratitude.

Monsieur Rachid M'RABET, Directeur Général de l'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises, qui œuvre avec succès pour la grandeur de l'ISCAE, et pour le rayonnement de son action.

Monsieur Mohamed El MOUEFFAK, Directeur des Etudes pour ses efforts inlassables qu'il déploie en vue de développer une formation de haut niveau à l'ISCAE.

Monsieur Ahmed ASLOUN, Directeur des Etudes du Cycle de Supérieur de Gestion de l'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises, qui a été à notre écoute tout au long de notre formation et qui n'a ménagé aucun moyen logistique tout en assurant généreusement le suivi notre encadrement.

AUX MEMBRES DU JURY :

Monsieur Bouzid AZZOUZI, Professeur à l'ISCAE, Directeur de recherche et président du jury, qui a assuré notre formation et encadré notre travail de recherche, ses initiations précises et son appui tant technique que psychologique ont forgé notre motivation. Qu'il nous soit permis de l'assurer de l'admiration et du profond respect que nous lui portons.

Suffragants

Monsieur Ali DEFALI, Professeur à l'ISCAE, d'avoir eu la gentillesse de siéger parmi les membres du jury pour juger ce travail de recherche.

Monsieur Lahcen OULHAJ, Doyen de la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de la Faculté de Droit de Rabat-Agdal, d'avoir eu l'amabilité de nous honorer et siéger parmi les membres du jury pour juger ce travail de recherche.

Monsieur Abdelouahed El JAI, Directeur à Bank Al-Maghrib, d'avoir eu la gentillesse de siéger parmi les membres du jury pour juger ce travail de recherche.

Monsieur Mohamed El ALAOUI EL ABDALLAOUI, Directeur Général Adjoint de CD2G, d'avoir accepté de siéger parmi les membres du jury pour juger ce travail de recherche.

Nous tenons également à exprimer nos vifs remerciements à toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce travail en l'enrichissant par leurs appréciations critiques et lui apportant les ajustements nécessaires en s'inspirant de leur expérience.

Enfin, notre gratitude s'adresse particulièrement aux corps professoral et administratif de l'ISCAE pour leur soutien scientifique, technique et moral.

**L'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises
n'entend donner ni approbation, ni improbation aux opinions émises dans le
cadre de ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à
leurs auteurs.**

LISTE DES ABREVIATIONS ET SYMBOLES

LISTE DES ABREVIATIONS ET SYMBOLES

AFT	Agence France Trésor
BAM	Bank Al-Maghrib
BDT	Bons du Trésor
BTAN	Bons du Trésor à Taux fixe et à Intérêt Annuel
BTF	Bons du Trésor à Taux Fixe et à Intérêts Précomptés
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
CEN	Caisse d'Epargne Nationale
CST	Comptes Spéciaux du Trésor
CT	Certificats de Trésorerie
DMO	Debt Management Office
DTFE	Direction du Trésor et des Finances Extérieures
DTS	Droits de Tirages Spéciaux
EPIC	Etablissements Publics à caractère Industriel ou Commercial
FMI	Fonds Monétaire International
FMSAR	Fédération des Sociétés Marocaines d'Assurances et de Réassurances
GPBM	Groupeement Professionnel des Banques Marocaines.
IASC	International Accounting Standards Committee
IS	Impôt sur les Sociétés
ISC	Institutions Supérieures de Contrôle des Finances Publiques
IVT	Intermédiaires en Valeurs du Trésor
LOF	Loi Organique des Finances
MAVT	Marché des Adjudications en Valeurs du Trésor
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
OFS	Organismes Financiers Spécialisés
OLO	Obligations Linéaires
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PAS	Programme d'Ajustement Structurel
PIB	Produit Intérieur Brut

PVD	Pays en Voie de Développement
SNDO	Swedish National Debt Office
SVT	Spécialistes en Valeurs du Trésor
TGR	Trésorerie Générale du Royaume
TPPRF	Taxe sur les Produits de Placement à Revenu Fixe

SOMMAIRE

UTCHAPITRE INTRODUCTIF.....	5
TINTERET DU SUJET	T8T
TDELIMITATION DU SUJET	T10T
TPROBLEMATIQUE.....	T11T
TMETHODOLOGIE	T14T
UTCHAPITRE PRELIMINAIRE.....	15
UTINTRODUCTION :.....	16
UTSECTION 1 : PRECISION DES CONCEPTS	17
UTSECTION 2 : EVOLUTION DU MODE DE FINANCEMENT INTERIEUR DU TRESOR	50
UTCONCLUSION DU CHAPITRE PRELIMINAIRE	62
UT1ERE PARTIE : ANALYSE DE L EMPRUNT PUBLIC INTERIEUR AU MAROC ET SUR LE PLAN INTERNATIONAL	63
UTINTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE	64
UTCHAPITRE 1 : DIAGNOSTIC DE LA DETTE PUBLIQUE.....	65
UTCHAPITRE 2 : ANALYSE DU FINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE SUR LE PLAN INTERNATIONAL	95
UTCHAPITRE 3 :SYNTHESE DU DIAGNOSTIC ET DU BENCHMARK	151
UTCONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	165
UT2EME PARTIE - REFLEXIONS SUR LE DEVELOPPEMENT DE L'EFFICACITE DU FINANCEMENT DU TRESOR SUR LE MARCHE.....	167
UTINTRODUCTION DE LA DEUXIEME PARTIE	168
UTCHAPITRE 1 : FACTEURS PREALABLES A UN FINANCEMENT EFFICACE SUR LE MARCHE DE LA DETTE	170
UTCHAPITRE 2 : MODERNISATION DU FONCTIONNEMENT DU MARCHE DE LA DETTE PUBLIQUE.....	184
UTCHAPITRE 3 : DEVELOPPEMENT DU MANAGEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE.....	200
UTCONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE	240
UTCONCLUSION GENERALE.....	242
UTANNEXES	248
UTBIBLIOGRAPHIE	265

CHAPITRE INTRODUCTIF

Le milieu des années 1970 a été marqué par l'augmentation du niveau des investissements publics ainsi que par l'adoption d'une politique budgétaire fortement expansionniste. Cette situation a contribué à l'accroissement de l'endettement public au Maroc à travers un recours massif au financement extérieur.

Le financement des déficits budgétaires persistants a conduit à l'accumulation d'une dette publique extérieure, laquelle est rapidement devenue insurmontable au début des années 1980. Ses indicateurs ont atteint des niveaux tels qu'il est apparu impossible de faire face à ses échéances. Cette situation critique a imposé le rééchelonnement de cette dette, avec comme condition la mise en application d'un programme d'ajustement structurel (PAS) à partir de 1983 sous la houlette du Fonds Monétaire International (FMI).

Ce programme a permis au Maroc, considéré naguère comme une économie d'endettement, à s'orienter vers une économie de marchés financiers : le secteur bancaire est libéralisé et mis en concurrence aussi bien avec lui-même qu'avec les marchés de capitaux dont le législateur favorise l'émergence. L'Etat se désengage progressivement en faveur du secteur privé qui assurera le rôle de moteur de l'économie avec pour objectif central "la meilleure allocation des ressources". Le Trésor public ne se finance plus de façon administrée mais sur le marché des capitaux, à pied d'égalité avec l'ensemble des agents économiques.

Ainsi l'emprunt sur le marché intérieur est rapidement devenu le principal moyen de financement du Trésor public, se substituant aux multiples instruments administrés qui prévalaient auparavant et prenant considérablement le relais du financement d'origine extérieure considéré plus risqué à cause des fluctuations erratiques des taux de change, ce qui a abouti à l'accumulation d'une dette intérieure de plus en plus importante.

D'autre part, l'orientation vers un financement intérieur basé sur les ressources du marché a fait peser des contraintes supplémentaires sur le Trésor public.

En effet, le Trésor n'étant pas un agent comme les autres, il apparaît naturel que s'il doit tout mettre en œuvre pour minimiser le coût de sa dette, il doit garder en vue qu'il est garant des équilibres financiers en tant qu'autorité monétaire. La politique d'endettement influencera les conditions de financement de l'économie dans son ensemble et notamment l'efficacité des marchés de capitaux. En conséquence, le Trésor est amené à veiller en permanence à arbitrer entre les impacts directs relatifs au coût de sa dette et ceux indirects, mais non moins cruciaux, que sont les équilibres monétaires et financiers dont il est le garant. De même, en étant le plus gros émetteur de titres sur le marché des capitaux, il est tenu de veiller à ne pas provoquer de déséquilibres pouvant être néfastes au bon financement de l'économie.

INTERET DU SUJET

La gestion de la dette publique est devenue une question déterminante sous la pression des réductions des dépenses publiques mais aussi de l'influence qu'elle exerce sur les conditions de financement de l'économie.

Depuis le début des années 1980, la gestion de la dette publique et les marchés des titres de l'Etat dans de nombreux pays ont connu des changements considérables qui doivent être replacés dans un contexte mondial de déréglementation financière et d'efforts des autorités pour améliorer l'efficacité et l'efficacité à la fois des systèmes financiers nationaux et de la gestion de la dette en tant que telle.

Au Maroc, la réforme de la dette publique intérieure a commencé en 1989 par la mise en place de procédures de financement du Trésor faisant appel à la concurrence. Elle s'est inscrite dans un mouvement de modernisation de l'ensemble du paysage financier marocain : décloisonnement des marchés, création d'un véritable marché interbancaire et d'un marché de titres de créances ouvert à l'ensemble des investisseurs, régulation monétaire qui n'est plus fondée sur l'encadrement du crédit mais sur les taux d'intérêt.

La réforme de la gestion de la dette publique au Maroc dans les années quatre-vingt dix a comporté toute une série de mesures, notamment :

- l'ouverture et la modernisation du marché des bons du Trésor,
- la normalisation des appels de l'Etat au marché,
- l'adoption de la technique d'assimilation qui constitue un prélude à une politique de gestion active de la dette publique
- l'instauration d'un marché secondaire des valeurs du Trésor,

- la mise en place d'un réseau de correspondants permanents, appelés "Intermédiaires en Valeurs du Trésor" (IVT) d'après l'exemple français des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT).

Aussi, pouvons-nous estimer que le cadre réglementaire et institutionnel a été largement mis en place pour une gestion efficace de la dette publique intérieure.

La dette intérieure a atteint des proportions considérables, puisqu'elle a totalisé plus de 224 milliards de dirhams à la fin de l'année 2004, ce qui représente environ la moitié du produit intérieur brut (PIB). Le service de la dette pèse énormément sur le budget ordinaire de l'Etat et constitue le premier poste budgétaire en importance. De plus, le Maroc mène depuis les années 90 une politique de régulation par les taux, et le succès de cette politique de régulation monétaire est très fortement conditionné par la manière dont le Trésor gère sa dette.

DELIMITATION DU SUJET

De nombreuses études ont été menées, de par le passé, sur la problématique de la dette intérieure au Maroc, critiquant notamment les choix politiques qui ont mené le pays vers un endettement jugé trop lourd.

Le présent travail abordera essentiellement les différents aspects liés à la gestion de la dette publique intérieure, en se focalisant sur le marché des adjudications des bons du Trésor qui représente à la fin de l'année 2004 la quasi-totalité de la dette intérieure. Il aura comme objectif essentiel d'apprécier les avancées et les limites en matière de gestion de la dette et du développement du marché durant les dernières années qui ont succédé aux réformes des marchés de capitaux.

Il ne s'agira pas d'évaluer la pertinence des choix politiques qui ont conduit à un endettement public conséquent, ni d'étudier sa soutenabilité : ce débat pourrait être mené dans le cadre plus global de la politique budgétaire et ne s'inscrit pas dans notre champ d'investigation.

En revanche, cet travail de recherche est axé sur les principales mesures à mettre en place pour que le Trésor puisse, à endettement égal, atteindre ses objectifs en termes de dynamisation du marché et d'optimisation du coût de sa dette.

PROBLEMATIQUE

Les mesures mises en œuvre progressivement depuis le début des années 90, dans l'objet d'orienter le Trésor vers un financement sur le marché ont permis d'atteindre un bon nombre d'objectifs qualitatifs tels que :

- La réduction sensible de la part du financement monétaire du Trésor,
- La diminution considérable de la part de la dette à court terme en faveur des ressources à moyen et long termes réputées plus stables,
- Le développement du caractère de négociabilité de la dette publique intérieure dont près de 96 % du stock peut actuellement être librement négocié sur un marché organisé,
- La baisse généralisée et continue des taux d'intérêts pour toutes les maturités qui a eu un impact favorable aussi bien sur la baisse des charges de la dette que sur l'assouplissement des conditions de financement de l'économie dans son ensemble.

Désormais le Trésor se finance en quasi-totalité sur le marché.

A ce titre, il est amené à adopter une des deux attitudes suivantes :

- Une attitude autoritaire à travers laquelle il fera prévaloir son pouvoir régalien et sa position dominante sur le marché en "imposant" ses conditions d'émission au risque d'influer négativement sur le développement du marché,
- Une attitude proactive qui le poussera à s'intégrer totalement au marché afin d'en assurer les opportunités de développement, d'améliorer la gestion de la dette publique et de favoriser l'amélioration des conditions de financement de l'économie.

Eu égard à cette dernière attitude que le Trésor Marocain est plus enclin à adopter et à suivre, il apparaît que le financement de ce dernier par la voie du marché *est empreint d'un certain nombre d'insuffisances qui en limitent l'efficacité.*

La problématique que nous traitons au titre du présent travail de recherche s'articule autour *des insuffisances qui entravent l'efficacité de l'endettement du Trésor sur le marché*. Celles-ci concernent notamment :

- la liquidité de la dette,
- la gestion des risques,
- la communication avec les investisseurs et les différents acteurs,
- la modernisation du marché et
- le mode de gestion de la dette publique.

Cela nous amènera à formuler un ensemble de questions auxquelles nous nous attellerons, tout au long de ce travail, à trouver des éléments de réponse :

- Les titres de l'Etat et le marché de la dette intérieure sont-ils liquides ?
- Le Trésor tient-il compte des risques dans la gestion de la dette intérieure ?
- Le marché des titres de l'Etat au Maroc a-t-il les caractéristiques d'un marché moderne ?
- Le Trésor arrive-t il à exploiter au mieux les opportunités offertes par le marché ?
- Le mode de gestion actuel de la dette, notamment la structure organisationnelle du Trésor, permettent-ils de faire face aux exigences du marché ?

METHODOLOGIE

Après la validation du thème de recherche relatif à la dette publique intérieure, une démarche méthodologique a été adoptée. Elle consiste en :

- la collecte de données relatives à la dette publique intérieure globale ;
- la construction d'une base de données comprenant les souscriptions sur le marché de l'émission des bons du Trésor, lors des dix dernières années. Ces données concernent les taux, les volumes, les catégories de souscripteurs, etc.
- la collecte de documents bibliographiques qui se répartissent en cinq catégories principales : les ouvrages publiés dans le domaine des finances publiques et des marchés de capitaux, les mémoires de recherche publiés par les universités marocaines et étrangères, les articles parus dans les revues spécialisées ou sur Internet, les articles de la presse économique marocaine, les documents et rapport internes du Ministère des Finances et d'institutions financières internationales telles que le FMI, la Banque mondiale, la CNUCED, l'OCDE, la banque des règlements internationaux et enfin les sites Internet des organismes chargés de la gestion de la dette de différents pays.
- la réalisation d'entretiens avec des responsables du Trésor et des acteurs du marché ;

Les partenaires de la recherche sont tous les acteurs qui interviennent directement ou indirectement sur le marché de la dette publique :

- La Direction du Trésor du Ministère des Finances,
- Les Intermédiaires en Valeurs du Trésor ;
- Certains investisseurs institutionnels.

Les concepts utilisés seront essentiellement :

- la finance de marché,
- la communication,
- le management des organisations et des systèmes d'information.

La démarche consiste, à l'aide des concepts et des outils précités, à effectuer un diagnostic stratégique de la dette publique intérieure en se focalisant sur la gestion de la dette, la structure du marché, l'évolution de ses produits et en effectuant une analyse de son environnement interne et externe qui s'appuie notamment, sur une analyse des données et sur un référentiel international.

Après avoir établi le diagnostic et procédé à l'analyse du financement du Trésor et de la dette publique intérieure, une réflexion sera dégagée à partir d'une synthèse qui mettra en exergue les principaux axes susceptibles de mener à un développement du marché des titres d'Etat et à une amélioration de la gestion de la dette intérieure.

CHAPITRE PRELIMINAIRE

INTRODUCTION

La problématique étudiée au cours du présent travail s'articulant autour des difficultés découlant du financement de la dette publique intérieure à travers des mécanismes de marché, il nous a paru intéressant de présenter dans le cadre de ce chapitre préliminaire les principaux concepts auxquels il sera fait référence tout au long de ce travail.

En outre, la transition du mode de financement du Trésor Marocain d'un financement administré vers un financement axé sur des mécanismes de marché, nécessite d'expliquer pourquoi, comment et en réponse à quels besoins s'est faite cette transition.

Ainsi, la première section tentera de lever le voile sur le concept de Trésor public en précisant les définitions, les missions, l'organisation et le fonctionnement. Elle présentera ensuite le concept de la dette publique, son cadre réglementaire, ainsi que des besoins et des sources de financement de l'emprunt public. Enfin, elle donnera un aperçu sur certains concepts fondamentaux liés à la dette publique, en l'occurrence : la liquidité et la gestion des risques.

La deuxième section portera sur l'évolution de la dette publique et du mode de financement du Trésor au Maroc. Elle traitera également des différentes réformes qui ont été entreprises en vue d'octroyer au Trésor la possibilité de mobiliser les ressources qui lui sont nécessaires par le biais du marché.

SECTION 1 : PRECISION DES CONCEPTS

Cette section a pour objet de clarifier les notions de base de ce travail de recherche et ce, sous différents angles. Elle a pour principal objectif tout d'abord de présenter l'acteur principal concerné par la gestion de la dette publique, à savoir le Trésor. En mettant en évidence les relations qu'il entretient avec ses différents partenaires et correspondants. Ensuite, il s'agira d'introduire et de procéder à une analyse succincte du concept de la dette publique. Enfin, les deux derniers paragraphes seront consacrés à la définition et à la présentation de deux des notions clés qui caractérisent le financement par la voie du marché.

1. Le Trésor Public

1.1 Le concept

L'histoire du Trésor est ancienne. Son nom vient du latin "thesaurus" et apparaît dès le 11^{ème} siècle dans la langue française. Un certain nombre d'auteurs se sont intéressés au concept et ont tenté de définir son rôle.

Pour Bloch¹: "Le Trésor est un service qui effectue conformément aux lois de finances, pour le compte de l'Etat et de la plupart des autres collectivités administratives les opérations de caisse et de banque que comporte la gestion des finances publiques et qui exerce sur l'ensemble des activités financières les pouvoirs de tutelle conférés à l'Etat".

¹ Bloch (F), «Mouvement général des fonds », 1960

Pour Jurgensen et Lebègue², le Trésor est un service de l'Etat qui assure le maintien des grands équilibres monétaires et financiers :

- en effectuant des opérations de caisse, de banque et de comptabilité nécessaires à la gestion des finances publiques ;
- en exerçant des activités de tutelle, de financement et d'impulsion en matière économique et financière.

Ainsi, le Trésor peut être fonctionnellement défini comme un service de l'Etat qui :

- conformément à la loi de finances, effectue les opérations de recettes et les mouvements de créances et dettes nécessaires à la gestion des finances publiques, exerce les activités de gestion comptable, d'administration de tutelle de financement, ou d'impulsion que la loi confie à l'Etat en matière économique et financière sur les plans national et international ;
- assure la surveillance des grands équilibres monétaires et financiers nécessaires à la régularité de l'expansion économique.

1.2 Des missions plurielles

Les fonctions actuelles du Trésor sont le résultat d'une longue évolution, dont les principales peuvent être regroupées dans les fonctions suivantes :

- La gestion de la trésorerie de l'Etat. A ce titre, le Trésor a pour mission d'ajuster les ressources aux charges, c'est-à-dire de s'assurer que les entrées et les sorties de fonds s'équilibrent dans le temps et dans l'espace, pour chacun des postes comptables,
- Une mission de puissance publique. Le Trésor pratique une mission de puissance publique dans les secteurs économiques et financiers en exerçant une tutelle administrative sur certaines institutions financières et une tutelle financière sur l'ensemble des établissements de crédit. En

² Jurgensen (P) et. Lebègue (D), « le Trésor et la politique Financière », 1989.

outre, le Trésor est actionnaire et gestionnaire des participations publiques dans tous les secteurs économiques,

- Une intervention en faveur des entreprises. Le Trésor met en œuvre des moyens tendant à réduire le coût de la ressource financière apportée aux entreprises. Il peut en effet, accorder des subventions, prendre en charge une partie de la charge d'intérêt des prêts accordés à certains secteurs ou catégories d'agents économiques (crédits jeunes promoteurs, crédits logements économiques etc....), accorder sa garantie aux emprunts de certains organismes publics et abaisser ainsi la charge des emprunts de l'entité emprunteuse.

En plus de sa mission originale qui est d'être le caissier et le banquier de l'Etat et des collectivités locales, le Trésor a été investi progressivement de plusieurs fonctions dont celles de banquier de l'économie et de tuteur des activités financières.

Ainsi, et à partir des missions susmentionnées, il apparaît que le Trésor joue un rôle capital dans le maintien des grands équilibres, à savoir :

- l'équilibre de la trésorerie publique,
- l'équilibre des marchés de capitaux qui suppose que l'épargne soit suffisante pour financer les investissements,
- l'équilibre des circuits monétaires qui suppose que la monnaie soit en quantité suffisante pour le fonctionnement de l'économie et circule dans de bonnes conditions entre les agents,
- l'équilibre des paiements extérieurs.

Globalement, les missions principales du Trésor consistent pour l'essentiel à :

- faire face aux mouvements quotidiens de la Trésorerie de l'Etat, c'est à dire d'assurer les besoins en trésorerie,

- assurer le financement des déficits budgétaires éventuels qui résultent de l'incapacité des ressources à couvrir les charges de l'Etat,
- assurer le financement des remboursements des emprunts contractés en principal et en intérêts.

Ainsi, en tant qu'agent financier de l'Etat, le Trésor doit assurer la couverture des besoins de l'Etat pour faire face à ses charges.

Pour cela, les comptables du Trésor assurent entre eux une fonction d'unité de caisse qui s'est considérablement développée au fil du temps par l'extension des compétences du Trésor pour atteindre d'autres organismes, dits "correspondants du Trésor".

Le Trésor est donc confronté à plusieurs contraintes. Il doit en effet :

- veiller à la liquidité de la trésorerie en procédant aux ajustements nécessaires. La trésorerie de l'Etat subissant des fluctuations importantes au cours de l'année en raison du décalage entre le rythme des recettes et des dépenses, le Trésor, doit ainsi faire face à des besoins de liquidités à court terme par le recours à l'emprunt à court terme dans le but d'assurer l'équilibre de sa trésorerie ;
- assurer le financement du déficit budgétaire. Le Trésor doit trouver les ressources nécessaires pour financer le déficit budgétaire de l'Etat pour une période durable (moyen et long terme) ;
- assurer le remboursement des titres parvenus à échéance.

En fait, le problème principal posé au Trésor est moins un problème de trésorerie proprement dite qu'un problème de choix des instruments de financement et leur incidence à moyen et long terme sur le budget de l'Etat et sur l'ensemble de l'économie. En effet, les opérations de l'Etat et les techniques de financement utilisées par le Trésor ont des incidences sur la création monétaire.

Par ailleurs, ces opérations ont également une grande répercussion sur l'activité économique, car le financement de l'Etat est intimement lié au financement du reste de l'économie. Si, par exemple, l'endettement de l'Etat s'avère être excessif et que ce dernier soit obligé de renouveler massivement ses emprunts pour faire face à l'échéance de la dette, cela peut engendrer des effets d'éviction³. Le Trésor a donc une responsabilité importante concernant les conditions de fonctionnement de l'économie.

La cohérence de sa politique dépend principalement de la manière dont est conçue sa structure organisationnelle d'une part et d'autre part, de ses relations avec ses partenaires et correspondants lors de l'exercice de sa mission.

1.3 Organisation et fonctionnement du Trésor

1.3.1 Structure organisationnelle de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE)

Le Trésor Marocain est placé sous l'autorité du Ministère des Finances. Il exerce ses attributions à travers une organisation administrative et des principes particuliers d'organisation financière.

La gestion de la dette est une attribution de la DTFE relevant du Ministère des Finances. "La Direction du Trésor et des Finances Extérieures est chargée d'assurer l'équilibre de la trésorerie publique et de mobiliser l'ensemble des concours intérieurs et extérieurs nécessaires à cette fin. Elle procède à toute opération de trésorerie, effectue l'émission et le placement des emprunts, gère la dette publique interne et externe et participe à l'élaboration et à la mise en

³ Lorsque l'épargne intérieure est orientée en grande partie vers le financement du Trésor, elle prive l'économie réelle de sources de financement. On parle alors d'effet d'éviction.

application des textes législatifs et réglementaires relatifs à la comptabilité publique"⁴.

Sur le plan externe, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures détermine la stratégie relative aux financements extérieurs et coordonne les tâches de négociations et de mobilisation des ressources afférentes. Elle est de ce fait, chargée de la négociation des protocoles financiers, de la mobilisation des emprunts liés à la balance des paiements et des prêts à l'ajustement structurel et du traitement des questions liées à la rétrocession et à la garantie des emprunts extérieurs. De plus, elle assure le suivi des financements extérieurs des établissements publics et du secteur privé.

Sur le plan interne, la Direction du Trésor a pour mission :

- d'initier l'émission des emprunts intérieurs, en supervisant les opérations d'émission des bons du Trésor, fixant les montants à emprunter, choisissant les conditions d'émission et les modalités de leur remboursement ;
- d'assurer le suivi du stock de la dette et le remboursement de ses charges ;
- de traiter les dossiers liés à la garantie interne de l'Etat ;
- de superviser le programme de réformes et de modernisation du secteur financier et d'initier les textes législatifs et réglementaires y afférents.

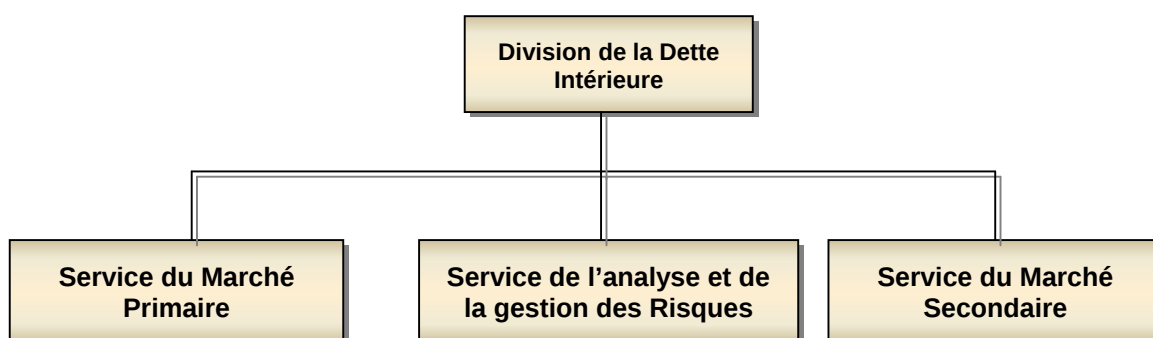
La D.T.F.E est l'entité chargée de la collecte et de la centralisation des données de la dette publique. Les données dont dispose la Direction sont complétées et recoupées régulièrement avec les informations qui lui sont transmises par :

⁴ Article 11 du décret n°2-78-539, du 22 novembre 1978 (Article 13 se rapportant aux missions du Trésor).

- les différentes entités relevant du Ministère des Finances, notamment, la Trésorerie Générale du Royaume, la Direction du Budget et l'Office des Changes ;
- la Banque centrale ; pour les avis de crédit et de débit relatifs aux tirages et aux remboursements de la dette du Trésor ;
- les entreprises publiques bénéficiaires de la garantie de l'Etat , pour les données relevant de leurs emprunts extérieurs ;
- les divers créanciers.

La DTFE exerce sa mission de "gestion de la dette publique" à travers trois principaux départements : la Division de la Dette Intérieure, la Division de la Gestion de la Dette et la Division de la Restructuration de la Dette et du Marché.

La Division de la dette intérieure a été créée au mois de novembre 2002 pour prendre en charge la gestion de la dette intérieure à la place de la Division des Opérations du Trésor à laquelle revenait cette mission auparavant. Elle est chargée d'assurer la gestion administrative de la dette intérieure en procédant notamment, à l'arrêt des montants à lever et au suivi du remboursement des diverses lignes par l'établissement des échéanciers.



La Division de la Dette Intérieure a également pour missions :

- l'élaboration des prévisions budgétaires,

- le suivi des équilibres des finances publiques et la détermination des besoins de financement du Trésor,
- la mobilisation des ressources domestiques nécessaires à la couverture des besoins de financement à travers la conduite des adjudications des bons du Trésor,
- et la proposition des réformes et mesures devant contribuer à dynamiser le marché et à gérer les risques inhérents à la dette intérieure.

La coordination de la politique de gestion de la dette avec la politique budgétaire de L'Etat et la politique monétaire mise en œuvre par la Banque centrale est du ressort de la DTFE. A ce titre, cette dernière participe à la définition des orientations de la loi de finances, notamment le niveau du déficit budgétaire et les moyens de sa couverture et à l'exécution du budget et au redressement des dépassements éventuels. De plus, elle élabore les prévisions de la trésorerie publique découlant de l'exécution du budget et identifie et met en œuvre les moyens de financement.

Sur le plan monétaire, la coordination avec la Banque centrale s'effectue au niveau d'un comité de suivi qui est chargé, entre autres, de la définition des objectifs monétaires et d'inflation, du suivi de leur réalisation et de la proposition de réformes et mesures à mettre en œuvre. Les orientations et les mesures à mettre en œuvre sont présentées aux intervenants lors de la réunion du Conseil National de la Monnaie et de l'Epargne logé à la Banque centrale et présidé conjointement par le Ministre des Finances et le Gouverneur de Bank Al-Maghrib.

1.3.2 Les partenaires

En liaison avec la DTFE, la Trésorerie Générale du Royaume (TGR) communique les situations sur la trésorerie au jour le jour ainsi que des états sur l'exécution de la loi de finances à travers des tableaux traçant les charges et les ressources du Trésor. Ces données constituent, en principe, un moyen d'aide à

la décision pour définir les besoins et donc les montants à lever. La TGR s'occupe aussi de la phase comptable de la dette intérieure par l'enregistrement de toutes les opérations budgétaires et de trésorerie afférentes aux lignes de crédits contractés ou remboursés.

Le service financier des emprunts émis par l'Etat en matière d'opérations d'émission, de conversion et de remboursement des emprunts et des effets publics est confié à Bank Al-Maghrib (BAM) en sa qualité d'agent financier de l'Etat.⁵

La Trésorerie Générale du Royaume⁶

La TGR est chargée principalement ⁷ :

- de gérer comptablement la dette publique interne et externe, de centraliser les résultats des émissions d'emprunts ainsi que les opérations relatives à la gestion de la dette publique et de dresser annuellement le compte de la dette⁸ ;
- d'assurer la gestion de la trésorerie publique et l'exécution des opérations de trésorerie et d'établir à cet effet les situations statistiques et comptables des opérations du Trésor;
- d'établir le compte de gestion de l'Etat et de participer à l'élaboration des projets de lois de règlement et du compte général du Royaume.

Dans le but d'optimiser la gestion des liquidités de l'Etat, le Trésor a besoin de projections fiables sur les mouvements au jour le jour des liquidités.

⁵ Voir article 7 du Dahir 1.59.233 du 30/06/1959 tel qu'il a été modifié par le Dahir 1-61-258 du 12/01/1962.

⁶ Pour une appréciation globale de l'organisation de la TGR, voir l'organigramme en annexe.

⁷ Décret n°2-78-539, du 22 novembre 1978 (Article 13 se rapportant aux missions de la trésorerie générale)

⁸ Voir article 99 du règlement général de la comptabilité publique « Les résultats des émissions d'emprunts ainsi que les opérations relatives à la gestion de la dette publique sont centralisés par le trésorier général ».

La Direction du Trésor et la Trésorerie Générale du Royaume sont responsables du suivi des mouvements de liquidités et de la prévision de ces besoins de liquidités. La TGR établit les mouvements des liquidités du mois à partir des prévisions quotidiennes qui s'appuient sur :

- les dépenses prévisionnelles au titre des dépenses budgétaires ou des flux relatifs aux emprunts,
- les prévisions des recettes, basées en général sur les recettes de l'exercice antérieur, ainsi que du mouvement saisonnier des recettes,
- les hypothèses relatives aux dépenses dont le paiement ne suit pas un calendrier régulier.

Les prévisions sont, en théorie, communiquées à un rythme quotidien au Ministre des Finances, mais dans les faits, ces informations sont transmises à un rythme assez irrégulier. La Direction du Trésor établit parallèlement des projections mensuelles sur les mouvements des liquidités qui reposent sur des estimations des recettes et des dépenses pour chacune des quatre semaines du mois.

Par ailleurs, et par rapport à l'environnement du Trésor, celui-ci est composé de l'ensemble des organismes publics, semi-publics et privés qui constituent des auxiliaires du Trésor dans l'exercice de ses fonctions financières.

Le Trésor dispose donc, à l'égard d'autres organismes, de pouvoirs juridiques et financiers étendus et exerce sur eux une profonde influence. Il a le pouvoir de réglementer l'activité de ces organismes. Souvent, il définit ou il approuve leurs statuts par voie d'arrêtés du Ministre des Finances ou de décrets pris sur propositions du Ministre des Finances.

Il peut également être représenté dans ces institutions sous différentes formes :

- le Trésor est représenté auprès du conseil d'administration des institutions financières (Banque centrale, CDG, etc.....) où il exprime la position du Ministre ;

- il est aussi un administrateur qui représente l'Etat actionnaire dans les conseils d'administration des établissements publics ;
- il apparaît dans les organismes de régulation et de réglementation de la politique financière, économique et monétaire. Le Conseil National de la Monnaie et de l'Epargne est en effet présidé par le Ministre des Finances.

Parmi les principaux organismes qui font partie intégrante de l'environnement du Trésor, il est possible de distinguer de manière particulière Bank Al-Maghrib qui est son agent financier, le réseau des correspondants du Trésor ainsi que les différents organismes qui investissent sur le marché de la dette.

Bank Al-Maghrib⁹

En tant qu'agent financier du Trésor public pour ses opérations de banque et de crédit, BAM procède quotidiennement à l'ajustement des opérations de recettes et de dépenses affectant la trésorerie publique en utilisant notamment les moyens financiers mis à la disposition du Trésor : elle gère le compte courant du Trésor ouvert dans ses écritures et l'assiste dans la gestion de ses emprunts.

La gestion du compte courant du Trésor : BAM gère, gratuitement, le compte courant du Trésor où sont retranscrites les opérations traitées d'ordre ou pour compte de l'ensemble des comptables publics accrédités par le Trésor, permettant ainsi à ces derniers d'y verser leurs recettes et d'en tirer des fonds pour exécuter leurs dépenses.

Par le biais de « la comptabilité centrale », BAM veille à l'imputation de chacune de ces opérations au débit ou au crédit du compte courant du Trésor. Elle est également autorisée à procéder aux opérations de nivellement du compte CCP et à l'utilisation ou au remboursement de certaines avances. Une part très

⁹ Pour une appréciation plus globale de l'organisation de BAM, se référer à l'organigramme au niveau de l'annexe 3.

importante de ces opérations est réalisée au niveau des 19 sièges de BAM (ou places bancables) dans plusieurs villes du Royaume. La tenue du compte courant du Trésor revient quant à elle à l'administration centrale de BAM.

Le compte courant du Trésor doit présenter à la fin de chaque journée un solde créditeur qui doit, par convention entre BAM et le Trésor, être maintenu entre un million de dirhams et 1,1 million de dirhams. Si ce compte présente en fin de journée un solde inférieur à un million de dirhams, BAM procède d'office à l'octroi d'avances au Trésor. Si ce compte présente un solde créditeur supérieur à 1,1 million de dirhams, l'excédent est affecté au remboursement des avances consenties précédemment au Trésor par BAM.

L'assistance du Trésor dans la gestion de ses emprunts : BAM est chargée de la gestion de certains emprunts intérieurs ou extérieurs du Trésor. Les emprunts intérieurs du Trésor peuvent être, soit émis sur le marché monétaire (adjudications sur appel d'offres), soit émis sur le marché financier comme c'est le cas pour les emprunts nationaux. Ces derniers sont émis par des arrêtés du Ministère des Finances qui fixent les caractéristiques de chaque emprunt¹⁰. BAM est chargée d'en définir les modalités pratiques et d'en assurer la gestion.

En sa qualité d'agent financier de l'Etat, BAM a pour rôle de procéder :

- A l'encaissement des tirages en monnaies étrangères des emprunts extérieurs et à la supervision des opérations d'adjudications des bons du Trésor (émissions internes), en créditant le compte courant du Trésor des contre-valeurs en dirhams des tirages extérieurs et des montants souscrits par adjudication ;
- Au règlement, sur la base des ordres reçus, du service de la dette en devises aux créanciers étrangers et en dirhams au profit des souscripteurs locaux par le débit du compte courant du Trésor.

¹⁰ Il y a lieu de préciser que le Ministre des Finances a décidé, au mois de juillet 1999, de cesser les émissions d'emprunts nationaux.

Bank Al-Maghrib, en sa qualité de conseiller financier du gouvernement, participe aux négociations de prêts et d'emprunts extérieurs conclus pour le compte de l'Etat ou avec sa garantie. Elle peut représenter celui-ci dans ses négociations selon les directives du Ministre des Finances.

1.3.3 Les correspondants du Trésor

Le Trésor gère les comptes et reçoit les dépôts de plusieurs institutions provenant des budgets annexes, des établissements publics, des collectivités locales et leurs établissements, ainsi que d'autres personnes physiques et morales. Ces personnes physiques et morales sont regroupées sous la désignation de « correspondants du Trésor ». A travers ces correspondants, le Trésor a pu constituer un véritable circuit, ce qui lui permet de disposer de liquidités suffisantes sans recourir à des moyens de financement coûteux et qui engendrent l'inflation (création monétaire).

Les correspondants assistent le Trésor selon trois manières :

- En premier lieu, ils constituent un circuit monétaire qui permet de renflouer la liquidité de la trésorerie de l'Etat dans la mesure où les relations entre le Trésor et ses correspondants se régularisent par un simple jeu d'écriture ;
- En deuxième lieu, ces déposants peuvent souscrire des bons du Trésor en compte courant ;
- Enfin, les correspondants mettent à la disposition du Trésor une masse de dépôts, théoriquement éphémères mais pratiquement dotés d'une grande stabilité. Cela lui permet de s'assurer un financement à moindres frais.

Les principales catégories de correspondants du Trésor sont les suivantes :

a) Les correspondants financiers :

- La Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG)

La CDG est un établissement public créé le 10 février 1959, dont la mission principale est la centralisation et la gestion des fonds d'épargne privée ou publique. La CDG consacre l'essentiel de ses fonds à la couverture des besoins à moyen et long terme du Trésor, des collectivités locales, des entreprises publiques et semi publiques.

Le Trésor est le principal bénéficiaire du concours de la CDG, avec plus de 53 % des emplois de cette dernière. La CDG joue également depuis 1996 un rôle plus dynamique dans la gestion des titres de l'Etat faisant partie des principaux intermédiaires en valeurs du Trésor.

- Barid Al Maghrib

Barid Al Maghrib est un établissement public dont les principales missions sont :

- l'émission de timbres postes,
- la collecte de l'épargne (liquide et à court terme) à travers la Caisse d'Epargne Nationale (CEN),
- la gestion du service des comptes courants de chèques postaux (CCP).

Les CCP participent à l'alimentation de la Trésorerie Publique. Ils favorisent les transactions entre comptables au même titre que les banques.

La CEN joue pratiquement un rôle limité dans la collecte de l'épargne, malgré les avantages offerts (exonération fiscale au titre des intérêts perçus par les personnes physiques) en raison de la faible qualité des services rendus à ses clients.

b) Les correspondants non financiers

- Les collectivités locales

Les collectivités locales ont l'obligation de déposer l'intégralité de leurs disponibilités au Trésor. Les opérations comptables et de trésorerie sont assurées par les comptables publics de la Trésorerie Générale du Royaume.

Cette gestion des finances des collectivités locales se traduit par une multitude d'avances et de découverts accordés à ces dernières, ce qui a un impact significatif sur la trésorerie de l'Etat.

- Les établissements publics

Les établissements publics ont l'obligation de déposer (conformément aux dispositions du Dahir du 6 Février 1963) leurs fonds au Trésor. Les établissements publics administratifs doivent déposer les excédents de recettes sur les dépenses au Trésor, tandis que pour les Etablissements publics à caractère industriel ou commercial (EPIC), cette obligation ne concerne qu'une partie de leurs liquidités.

- Les fonds particuliers

Les particuliers et les entreprises peuvent ouvrir un compte à la Trésorerie Générale. Les sommes déposées dans leurs comptes procurent au Trésor des disponibilités à court terme qu'il peut utiliser pour faire face à ses besoins de trésorerie. Il est à signaler que les dépôts des particuliers sont reçus par le Trésorier Général pour son compte personnel et sans aucune garantie de l'Etat.

1.3.4 Les intervenants sur le marché de la dette intérieure :

Les principaux intervenants sur le marché de la dette sont les investisseurs institutionnels, tels que banques, compagnies d'assurance et Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), ainsi que les Intermédiaires en Valeurs du Trésor¹¹ (IVT).

Ces derniers ont été créés dans le souci de garantir une participation active et dynamique au marché des adjudications en valeurs du Trésor. Les IVT ont l'obligation, de par la convention qui les lie au Trésor, de contribuer régulièrement aux adjudications en souscrivant pour au moins 10% des titres émis dans chaque catégorie d'échéances (court, moyen et long terme). En contrepartie, ils ont l'avantage de pouvoir présenter des offres non compétitives dans la limite de 20% des montants adjugés pour chaque ligne, dont 50 % au taux au prix moyen pondéré et 50% au taux au prix limité¹².

Les IVT interviennent aussi bien sur le marché primaire que le marché secondaire, le nombre d'opérateurs a été limité à un nombre restreint¹³, dans l'objectif d'assurer une concurrence satisfaisante entre les opérateurs et leur fournir les incitations suffisantes afin qu'ils puissent honorer leurs engagements à animer le marché.

Les IVT ont l'obligation d'animer le marché secondaire des valeurs du Trésor à travers les actions principales suivantes :

- La mise en œuvre par l'IVT des moyens nécessaires pour la commercialisation des valeurs du Trésor auprès de sa clientèle ;

¹¹ Les IVT ont été institués par la circulaire du 17 Mars 1997 dans le but de développer le marché des titres du Trésor.

¹² Voir Article 11 de l'arrêté n°913-01 du 1er février 2001.

¹³ Les IVT liés avec une convention avec le trésor et qui opèrent actuellement sur le marché sont la CDG, la BCP, la BMCE, la BCM, MEDIAFINANCE, WAFABANK et la BMCI

- La participation sur le marché secondaire pour une part minimale des transactions. Cette part est calculée sur la base des statistiques des volumes recensés par BAM pour chaque trimestre.

Après avoir apporté quelques éclaircissements sur le Trésor public , ses missions, son organisation, son fonctionnement et ses principaux partenaires, il s'agit maintenant de définir le concept de dette publique et d'en préciser les contours.

2. La dette publique

2.1 Le concept :

La dette publique peut être définie, en première approche, comme un ensemble d'engagements à échéances diverses résultant d'opérations effectuées par des organismes publics avec divers créanciers dans le passé et dont l'extinction est prévue dans l'avenir.

Cette définition a pour mérite de mettre en évidence que la dette publique n'est pas uniquement liée à l'Etat, mais également à l'ensemble des organismes publics qui y ont souscrit. En effet, un organisme public qui n'honore pas ses engagements met en jeu la responsabilité de l'Etat (ou Trésor) soit de manière directe lorsque l'organisme en question bénéficie de la garantie de l'Etat au titre de la dette qu'il a contractée, soit de manière indirecte, dans la mesure où l'Etat est dans l'obligation d'assumer d'une manière ou d'une autre les défaillances des organismes publics.

Dans la même optique, *l'International Accounting Standards Committee* (IASC) définit la dette publique comme "une obligation d'un organisme public d'effectuer des paiements à une tierce partie à une date ultérieure, sous réserve de la

réalisation d'un ou plusieurs événements futurs incertains dans le cas d'un passif éventuel".

La dette publique englobe "les engagements d'organismes publics telle qu'une administration centrale ou fédérale, des instances gouvernementales, provinciales régionales, municipales ou locales, des entreprises appartenant à l'Etat ou sous sa tutelle ainsi que d'autres entités considérées comme publiques ou quasi- publiques "¹⁴. C'est "un engagement représenté par un instrument financier dont l'une de ses caractéristiques fondamentales est l'existence d'une relation contractuelle créancier/ débiteur"¹⁵.

Pour l'IASC, une définition plus large de la dette comprendrait non seulement les contrats, mais tous autres engagements des organismes publics tels que le passif des régimes de retraite et des soins de santé des agents publics, les programmes d'assurance et de réassurance, les garanties accordées à des tiers, les produits de régimes d'épargne publics, etc....

Ainsi, il est possible d'avancer qu'il existe diverses catégories de dettes. Toutefois, ce travail s'articulant principalement sur la dette directe du Trésor public, qui est prise en charge par le budget de l'Etat, l'expression "dette" sera utilisée dans un sens nettement plus restrictif en la faisant concorder avec l'emprunt effectué par le Trésor public.

Par ailleurs, la dette n'est pas uniquement un engagement, elle est également un procédé permettant de réunir et de mobiliser les ressources afin de satisfaire les besoins de financement globaux du Trésor, un instrument financier et économique qui permet d'assurer l'équilibre entre l'épargne et l'investissement et un outil de politique monétaire qui permet de juguler les tensions inflationnistes

¹⁴ Voir « COMMISSION DE LA DETTE PUBLIQUE lignes directrices sur la communication de la dette publique » Rapport final, mai 2000, Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques

¹⁵ Idem.

en ajustant les déséquilibres en flux monétaires et flux réel grâce à la ponction des liquidités au titre des emprunts émis sur le marché.

Au Maroc, il reste difficile de cerner les composantes de la dette publique. Cette dernière n'ayant pas été définie de manière claire et précise par un texte légal ou réglementaire, exception faite de légères mentions dans les lois de finances.

2.2 Le financement

Devant l'extension du rôle de l'Etat, le Trésor est confronté à des besoins de financement de plus en plus considérables et diversifiés. Le Trésor a l'obligation, de lever et d'aménager dans le temps et dans l'espace les ressources nécessaires pour accomplir les missions qui lui sont assignées. L'Etat ne peut en effet se trouver dans une situation où il ne peut honorer ses engagements sans que cela ne puisse donner lieu à de graves perturbations d'ordre politique, économique et social.

Les obligations du Trésor découlent de son rôle d'exécution de la loi de finances et de gestionnaire de la trésorerie de l'Etat. Le Trésor doit ainsi être en mesure de déterminer avec suffisamment de précision ses besoins de financement afin d'assurer le montage des emprunts nécessaires pour y faire face.

Tout au long de l'exercice de ses fonctions, le Trésor public a développé divers instruments lui permettant de se procurer les ressources nécessaires pour pallier à ses besoins de financement. Ces modes de financement largement administrés au départ, ont cédé peu à peu la place à des modes de financement basés sur des mécanismes de marché.

2.2.1 Les besoins de financement

Les besoins de financement du Trésor public marocain peuvent être déclinés en quatre catégories¹⁶ :

- le financement de la partie du budget d'équipement non couverte par l'épargne budgétaire ;
- le financement des amortissements de la dette publique intérieure et extérieure ;
- le financement de la réduction des arriérés en vue de réduire le stock des arriérés ;
- la mobilisation de financements de contrepartie de la gestion active de la dette extérieure. Ces besoins de financement permettent au Trésor le refinancement de la dette extérieure onéreuse et des opérations de conversion de la dette en investissements.

Il s'agit en fait de besoins très divers qui peuvent concerner aussi bien le très court terme (besoin de liquidités immédiates ou besoins de trésorerie), que le moyen ou le long terme (financement du déficit budgétaire).

2.2.2 Les prévisions

Pour déterminer ses besoins de financement, le Trésor suit l'évolution des charges et des ressources afin de connaître le montant du déficit. En même temps, il tient compte des mouvements infra-annuels de la trésorerie de l'Etat ainsi que du remboursement des emprunts antérieurs.

¹⁶ A.Loudiyi, Directeur du Trésor, in « Revue al Maliya » n° 21

a) La prévision des charges et des ressources de l'Etat

Les prévisions des ressources et des charges de l'Etat sont déterminées dans le cadre de la loi de finances qui traduit les objectifs économiques et financiers de l'Etat. Ainsi, la loi de finances « prévoit, évalue, énonce et autorise pour chaque année budgétaire, l'ensemble des ressources et des charges de l'Etat, dans les limites d'un équilibre économique et financier qu'elle définit »¹⁷.

La loi de finances s'inscrit dans le cadre macro-économique global du pays qui intègre la situation et les perspectives de l'économie nationale et internationale. Ainsi, elle prend en compte des hypothèses concernant les taux de croissance, d'épargne, d'investissement, d'inflation, de change, la campagne agricole, les échanges extérieurs. Elle prend également en considération le niveau de déficit budgétaire limite et les moyens à mettre en œuvre pour le respecter.

Les recettes ordinaires de l'Etat sont prévues sur la base des réalisations de l'exercice précédent tout en tenant compte des mesures de politique économique envisagées.

La prévision des charges fait l'objet d'un processus de négociation entre les divers départements ministériels et le Ministère des finances¹⁸. Elle concerne les dépenses du budget général, des budgets annexes¹⁹ et des Comptes Spéciaux

¹⁷ Loi organique des finances 7-98

¹⁸ Chaque année, le premier Ministre établit une « lettre de cadrage » qui fournit aux Ministres les indications leur permettant de préparer leurs propositions de dépenses et à travers laquelle, il trace les grandes orientations qui doivent guider l'élaboration du projet de loi de finances. Les propositions des départements ministériels sont examinées dans le cadre de commissions budgétaires qui regroupent des représentants du Ministère des Finances et des Ministères concernés. Lorsque, les éléments chiffrés du budget ainsi que les dispositions à insérer dans le projet de loi de finances sont arrêtés, ce dernier suit la procédure légale pour son adoption au niveau du conseil de gouvernement, du conseil de ministres et des deux chambres du Parlement.

¹⁹ Budget annexe : budget retraçant les recettes et les dépenses d'un service de l'ETAT sans personnalité juridique dont l'activité tend essentiellement à produire des biens ou à rendre des services donnant lieu à des paiements. Au Maroc, il y a deux budgets annexes : la Radio Télévision Marocaine et l'Imprimerie Officielle. La tendance générale actuelle est à la suppression des budgets annexes.

du Trésor²⁰ (CST). Les dépenses du budget général regroupent essentiellement les dépenses de fonctionnement, les dépenses d'investissement et les dépenses relatives à la dette publique en intérêts et commissions ainsi que les dépenses relatives aux amortissements de la dette à moyen et long terme (supérieure ou égale à cinq ans).

Les dépenses de fonctionnement sont composées des dépenses de personnel et des dépenses de matériel et dépenses diverses.

Les dépenses du personnel sont prévues sur la base de la situation des postes budgétaires pourvus en procédant aux actualisations qui tiennent compte des postes vacants, des titularisations, des transformations de postes, etc.... Les créations de nouveaux postes restent limitées dans l'effort que fournit l'Etat depuis l'adoption du Programme d'Ajustement Structurel (PAS) en vue de réduire la masse salariale.

Les dépenses du matériel et dépenses diverses sont déterminées sur la base des dépenses réalisées au cours des exercices précédents et des estimations des divers départements ministériels. Elles demeurent attachées aux impératifs de la politique de l'Etat en matière de limitation des dépenses de fonctionnement.

Les dépenses d'investissement sont prévues sur la base de la politique de développement économique de l'Etat. L'estimation de ces dépenses tient compte des projets en cours de réalisation, des actions continues ainsi que des projets précédemment étudiés et prêts pour la phase de lancement de leur réalisation

Les dépenses de la dette amortissable antérieure en intérêts et en capital sont connues et leurs échéanciers déterminés de manière précise.

²⁰ Les Comptes Spéciaux du Trésor sont des comptes distincts du budget retraçant des dépenses et des recettes de l'Etat entre lesquels on veut établir un lien.

A travers les prévisions de la loi de finances, le Trésor se trouve en mesure d'estimer ces besoins de financement nécessaires en devises et en monnaie nationale au cours de l'année budgétaire. Les prévisions des emprunts extérieurs se font généralement sur la base des taux de change et des taux d'intérêt pratiqués sur le marché international, ainsi que des échéanciers de remboursement de la dette du Trésor. Les prévisions des emprunts intérieurs se font sur la base de plusieurs facteurs, notamment, des échéanciers de remboursement de la dette, de la liquidité ou non du marché intérieur et de la capacité du budget de l'Etat à générer une épargne publique.

b) La prise en considération des mouvements infra-annuels de recettes et de dépenses

Les recettes et les dépenses aussi bien du budget général que des budgets annexes ou des CST ne s'effectuent pas à un rythme régulier tout au long de l'année. Toutefois des tendances régulières apparaissent sur le solde d'exécution des lois de finances.

c) Les tendances pouvant être observées au niveau des recettes

Le rythme d'encaissement de recettes dépend de contraintes réglementaires ; il en est ainsi de la date d'exigibilité de l'Impôt sur les Sociétés (IS). En effet l'IS donne lieu à des versements d'acomptes espacés dans le temps (trimestriels) suivis d'un règlement de soldes à la fin de l'année (avant le 31 mars en principe) qui dépend du rythme de règlement opéré par les contribuables.

Il est également corrélé à l'activité économique dont une bonne partie des encaisses de l'Etat est liée. C'est le cas particulièrement des impôts indirects (TVA) et des droits de douane qui sont assis sur la valeur ajoutée, les importations ou les ventes.

d) Les tendances pouvant être observées au niveau des dépenses :

Chaque mois, des dépenses budgétaires qui ne descendent pas en dessous d'un certain seuil sont exécutées. Des mouvements irréguliers peuvent être enregistrés d'un mois à l'autre, cependant des données relativement constantes peuvent être dégagées :

- les dépenses du budget général ont tendance à être plus importantes à la veille des vacances et des fêtes (Ramadan, Aid al Adha, ...),
- les dépenses atteignent leur plus haut niveau à la fin de l'année budgétaire (en décembre ou en juin, entre 1996 et 2000) car les services cherchent à consommer le maximum de crédits avant la fin de l'exercice budgétaire,
- le rythme d'exécution des dépenses de fonctionnement est beaucoup plus stable que celui des dépenses d'investissements.

Les opérations de retraits et de versements sur les comptes de dépôts sont également une source de fluctuations de la trésorerie de l'Etat. Il est impératif pour le Trésor de connaître ces tendances avec suffisamment de précision pour pouvoir y faire face à temps. La prévision du rythme d'évolution des recettes et des dépenses permet également au Trésor de limiter au strict nécessaire son endettement marginal, à court terme, dans le temps et par suite les charges de la dette.

e) La prise en considération du remboursement des emprunts

Le Trésor tient compte du remboursement en capital des emprunts antérieurs de toutes échéances. En effet, si les charges d'intérêt et les amortissements de la dette à moyen et long terme constituent une dépense budgétaire, il n'en va pas de même pour les dépenses en capital des emprunts à court terme (inférieurs à 5 ans) qui sont considérés comme des dépenses de trésorerie.

2.2.3 Les sources de financement

Le Trésor met en place les moyens nécessaires pour satisfaire ses besoins de financement en devises et en monnaie nationale. Les modes de financement du Trésor sont de deux types : le financement intérieur et le financement extérieur.

a) Le financement extérieur

Les sources de financement extérieures sont diverses et variées. Il est possible de distinguer quatre sources de financement :

- l'aide bilatérale consiste pour l'essentiel à faciliter les échanges extérieurs avec les pays prêteurs. Elle prend généralement la forme d'aides à la balance des paiements ou d'aides de financement de projets d'équipement ou de développement ;
- l'aide multilatérale est composée de prêts accordés par des organismes financiers internationaux tels que la Banque Mondiale, la BAD, ou le FMI qui conditionnent généralement les prêts à l'exécution de programmes déterminés ;
- les emprunts contractés auprès du marché financier international qui peuvent être levés auprès de bailleurs de fonds publics dans le cadre du « Club de Paris » ou de créanciers privés dans le cadre du « Club de Londres », ou encore auprès de pays arabes ;
- d'autres moyens annexes de financement tels que les dons et diverses coopérations de pays et d'organismes donateurs.

b) Le financement intérieur

Le financement intérieur du Trésor est réalisé grâce à une panoplie d'instruments mis en place par ce dernier qui lui permettent de collecter à travers l'emprunt les ressources nécessaires.

A côté de ces instruments, le Trésor dispose de l'aide octroyée par son réseau de correspondants, les facilités de la Banque centrale et les fonds déposés par les entreprises et les particuliers. Les correspondants du Trésor qui sont les entreprises publiques²¹ et les collectivités locales²² alimentent la trésorerie de l'Etat par le biais de l'obligation de déposer leurs fonds disponibles au Trésor. Bank Al-Maghrib, par le biais des avances et des facilités qu'elle consent au Trésor constitue également une source de financement privilégiée pour le Trésor. Enfin, les entreprises et les particuliers qui disposent d'un compte ouvert aux CCP ou à la TGR procurent, par les dépôts qu'ils effectuent dans leurs comptes une source de financement pour le Trésor.

2.3 Le cadre légal

A l'instar des ressources et des charges de l'Etat, les opérations de la dette publique tant au niveau des recettes d'emprunts intérieurs et extérieurs, qu'au niveau des dépenses de la dette (règlement des échéances en principal, intérêts et commissions) sont soumises au principe de l'autorisation préalable inscrit lors de chaque année budgétaire dans la loi de finances.

La loi de finances de l'année autorise²³ le gouvernement, par des dispositions spécifiques, à effectuer des emprunts à l'étranger dans la limite du montant de la prévision des recettes fixé à l'avance au budget général²⁴. Elle l'autorise également à émettre des emprunts à l'intérieur, pour la couverture de l'ensemble des charges du Trésor (besoins de trésorerie et déficit budgétaire du trésor) pendant l'année budgétaire.

²¹ Les entreprises publiques sont des correspondants du Trésor en vertu du Dahir du 6 février 1963.

²² Les collectivités locales sont des correspondants du Trésor en vertu du Décret du 30 Septembre 1976 portant règlement de la comptabilité des collectivités et de leurs groupements

²³ Par dérogation aux dispositions qui stipulent que « les dépenses ne peuvent être engagées, ordonnancées et payées que dans la limite des crédits ouverts » « ...peuvent s'imputer au-delà de la dotation inscrite aux rubriques qui les concernent, les dépenses se rapportant à la dette publique et à la dette viagère... » Article 41 de la loi organique 7-98.

²⁴ Chapitre 1.1.13, article 62, paragraphe 22, intitulé : « recettes d'emprunt, contre valeur des emprunts extérieurs ».

Les dépenses relatives au service de la dette publique sont inscrites au budget général de l'Etat, Elles comprennent les dépenses relatives aux amortissements pour les emprunts à moyen et long terme et en intérêts et commissions pour l'ensemble des emprunts²⁵.

Les produits des emprunts effectués au cours de l'année budgétaire sont inscrits au titre de ressources dans le budget général de l'Etat²⁶. Toutefois, les emprunts à court terme considérés comme des opérations de trésorerie ne figurent pas dans le budget.

Le montant inscrit dans la loi de finances est évalué sur la base de l'évolution de l'encours pendant l'année précédente, de la part réservée à la dette intérieure pour combler le déficit budgétaire, de la charge de la dette ainsi que des échéanciers de remboursement prévus.

La loi de finances est accompagnée de deux Décrets d'application par lesquels le Premier Ministre donne délégation de pouvoir au Ministre des Finances ou à la personne spécialement habilitée par lui à effectuer des emprunts extérieurs et à émettre des emprunts intérieurs pour la couverture de l'ensemble des charges du Trésor.

Le Ministre des Finances, qui est l'ordonnateur du service de la dette intérieure et extérieure, donne délégation aux responsables des services gestionnaires pour effectuer les règlements des échéances de la dette.

Les conditions et les modalités de l'émission de chaque emprunt sont fixées par arrêté du Ministre des Finances.

²⁵ Article 16 de la LOF 7-98.

²⁶ Article 11 et article 13 de la LOF 7-98.

La clarification du concept de la dette publique a permis de mettre en évidence l'étendue des besoins d'emprunt, les techniques de leurs prévisions et les sources de leur financement, ainsi que le cadre légal qui gouverne l'émission et la gestion de la dette publique au Maroc.

Les deux prochains points tenteront de définir et de cerner deux notions importantes qui caractérisent le mode de financement par les mécanismes de marché, à savoir la liquidité et les risques liés à la gestion de la dette.

3. La liquidité du marché de la dette

3.1 Définition de la liquidité

La liquidité est une caractéristique intrinsèque au bon fonctionnement des marchés financiers. Toutefois, elle reste une notion complexe à définir et à préciser. Cette difficulté peut s'expliquer par les multiples dimensions qu'elle peut prendre. Certains auteurs la qualifient de concept à "facettes multiples"²⁷ ou encore de concept "ambigu". Il est en effet courant que les opérateurs d'un marché attestent de sa liquidité sans être en mesure de cerner avec précision les facteurs qui y contribuent.

L'OCDE définit la liquidité comme étant "la capacité de convertir des titres en espèces et vice versa dans un délai réduit et à un coût raisonnable"²⁸. Cette définition simple semble refléter les principales caractéristiques inhérentes à des titres liquides.

²⁷ Hamon J., « Marchés d'actions : architecture et microstructure », in éditions Economica, 1995.

²⁸ « Les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE » ; Rapport OCDE, 2002.

Gravelle²⁹, définit un marché liquide, comme un marché où " des opérations de montant élevé peuvent être effectuées rapidement sans incidence marquée sur les prix". Une définition identique en a été donnée par R. Leftwich et B. Barber³⁰.

Selon Gravelle, la liquidité d'un marché comporte quatre dimensions principales qui sont, l'immédiateté, la profondeur, l'ampleur et la résilience.

L'immédiateté caractérise la rapidité avec laquelle les transactions peuvent être menées. Un marché sera d'autant plus liquide que les titres peuvent être échangés sans délai. C'est donc un marché sur lequel les investisseurs peuvent facilement et rapidement acquérir ou se dessaisir de leurs titres.

La profondeur est le montant maximal des opérations pour un écart acheteur vendeur déterminé.

Quant à l'ampleur, elle renvoie à l'écart observé entre les cours d'achat et de vente des titres, un écart étroit induisant une plus forte liquidité du marché. Il est en effet clair qu'un faible écart entre les cours d'achat et de vente des titres dynamise et encourage les échanges sur le marché ce qui influe positivement sur sa liquidité.

La résilience, désigne la capacité des prix et de leurs variations à revenir rapidement à la normale après une opération d'envergure ou bien la capacité de résorber rapidement les déséquilibres entre les offres d'achat et de vente.

Par ailleurs, la liquidité du marché est étroitement liée à celle de chacun des titres qui le composent. La liquidité d'un titre peut ainsi également contribuer à la liquidité de l'ensemble du marché.

²⁹ Tony Gravelle : "le marché des titres de gouvernement canadien dans les années 90 ; liquidité et comparaison avec d'autres pays", in revue de la banque du canada , 1999.

³⁰ Richard LEFTWICH & Brad BARBER : " Marchés et SNE", in les échos : « l'art de la finance » , 2000.

3.2 Mesures de la liquidité

Si la liquidité reste une notion relativement complexe à définir à cause des multiples dimensions qu'elle peut contenir, elle peut néanmoins être appréciée à travers certains indicateurs du marché dont les principaux concernent le volume des opérations, les taux de rotation des titres et les écarts entre les cours d'achat et de ventes.

Le volume des opérations désigne la valeur monétaire des transactions calculée au cours d'une période déterminée. Cet indicateur simple est le plus souvent utilisé par les investisseurs et les acteurs du marché pour mesurer la liquidité.

Le taux de rotation des titres, c'est-à-dire le volume total des opérations divisé par l'encours des titres, réfère au nombre de fois qu'un même titre est échangé entre les opérateurs du marché. Un taux de rotation élevé démontre une multiplicité et une facilité des échanges des titres sur le marché ce qui constitue un bon indicateur de sa liquidité.

L'écart entre les cours acheteur et vendeur affichés par les teneurs du marché (IVT) représente un coût pour l'investisseur. Par exemple, si ce dernier achète au prix vendeur 102 dirhams et vend au prix acheteur 100 dirhams, il perd l'écart prix acheteur- prix vendeur, soit 2 dirhams ou 2 % de la valeur du titre. Ainsi, des investisseurs qui interviennent en majorité sur le court terme et qui procèdent à des opérations d'achat ou de vente fréquentes (quotidiennes) sur le marché, prêtent une grande attention à l'écart entre les cours d'achat et de vente dans leurs stratégies.

Par ailleurs, l'écart acheteur - vendeur procure aux teneurs du marché les ressources qui compensent les coûts de gestion des risques et de portage des stocks de titres qu'ils doivent constituer, les frais de recherche et les coûts du traitement administratif des opérations. Il constitue ainsi un indicateur plus général de la liquidité d'un marché car il tient compte de multiples facteurs qui

influent sur le coût assumé par les teneurs du marché pour assurer la liquidité du marché.

La liquidité du marché de la dette est un facteur qui joue un grand rôle dans la mise en place d'un marché performant de la dette publique.

Dans l'optique de l'orientation du Trésor vers un financement basé sur des mécanismes de marché, d'autres facteurs prennent une dimension de plus en plus grande ; il s'agit des risques liés à la dette publique.

4. Les risques liés à la gestion de la dette publique

Le recours à des mécanismes de marché pour assurer les besoins de financement du Trésor public a accentué les risques qui pèsent sur la gestion de la dette publique intérieure. Parmi les principales sources de risques, il convient de retenir le risque de taux, le risque de crédit, le risque de liquidité et de plus en plus souvent, au cours des dernières années, le risque opérationnel.

4.1 Le risque de taux

Toute variation des taux d'intérêt a nécessairement un impact sur le coût du service de la dette que ce soit lors des nouvelles émissions pour la dette à taux fixe ou à l'occasion de la fixation du nouveau taux pour la dette à taux variable. Ainsi, si l'endettement du Trésor est à court terme, une augmentation du taux d'intérêt général induit le risque que les coûts des endettements à court terme augmentent si cet endettement est prolongé. De l'autre côté, si l'endettement est à long terme, une baisse du taux d'intérêt entraîne le risque que les coûts de l'endettement à long terme soient plus élevés que les conditions du marché l'exigeraient.

4.2 Le risque de refinancement

Le risque de refinancement est le risque que l'Etat ne puisse être en mesure de lever sur le marché les ressources nécessaires pour financer ses besoins ou de manière plus générale pour honorer ses engagements. Une défaillance potentielle de l'Etat aurait des conséquences négatives sur sa réputation. Elle pourrait entraver sa capacité à mobiliser les ressources nécessaires à son refinancement sur le marché. Elle en augmenterait considérablement le coût, en raison des fortes primes de risque qu'exigeraient les investisseurs potentiels.

Ce risque est l'un des plus importants auquel est confronté un gestionnaire de la dette publique car il signifie l'incapacité du Trésor à subvenir aux besoins de l'Etat.

4.3 Le risque de liquidité

Le risque de liquidité se manifeste lorsque le Trésor ne dispose pas, de manière ponctuelle, des liquidités nécessaires lui permettant de faire face à des besoins immédiats. Cette situation qui s'apparente au risque de refinancement est extrêmement sensible car elle entache, aux yeux des investisseurs, la réputation du Trésor quant à sa capacité à honorer ses engagements.

Le risque de liquidité peut notamment se manifester, dans le cas où le volume des actifs liquides diminuerait fortement suite à des obligations de trésorerie imprévues, ou lorsqu'il apparaît une difficulté dans la levée des ressources liquides à travers l'emprunt.

4.4 Les risques opérationnels

Ce type de risque est lié à l'aspect proprement opérationnel de la gestion de la dette publique. Il peut être défini comme étant "le risque de pertes directes ou indirectes résultant de l'inadaptation ou de la défaillance de procédures, de personnes, ou de systèmes ou résultant d'événements extérieurs³¹". Plusieurs types de risques peuvent y être rattachés notamment, les erreurs de transactions pouvant survenir au cours des diverses étapes de l'exécution et de l'enregistrement des opérations, les insuffisances ou défaillances des contrôles internes ou des systèmes et services, le risque afférent à la réputation financière, les problèmes juridiques, les atteintes à la sécurité, etc..... .

Globalement, les risques opérationnels peuvent être regroupés en deux grandes catégories : les risques involontaires liés au règlement des opérations et les risques de fraude.

Cette section a permis de présenter succinctement quelques uns des principaux concepts et des notions essentielles gravitant autour de la dette publique qui nous ont paru indispensables à décrire avant d'avancer plus profondément dans le traitement de notre problématique.

La section suivante oeuvrera à décrire dans une perspective historique le processus d'endettement qui prévalait avant l'adoption d'un financement basé sur les mécanismes de marché , les raisons de l'abandon du financement de type administré et la manière dont la transition vers les mécanismes de marché s'est effectuée.

³¹ Banque des Règlements Internationaux, Comité de Bâle, janvier 2001, in www.bis.org

SECTION 2 : EVOLUTION DU MODE DE FINANCEMENT INTERIEUR DU TRESOR

Dès l'indépendance, le Trésor a eu recours aux ressources domestiques pour assurer une partie de son besoin de financement. Ainsi, outre les avances et les facilités offertes par BAM, le Trésor a, dès 1960, lancé un emprunt obligataire. S'en suivit toute une panoplie d'instruments institués au fur et à mesure de l'évolution de ses besoins de financement. Toutefois, la grande partie des emprunts était couverte par l'appel à des ressources extérieures.

Les contraintes du surendettement extérieur à l'issue de la crise financière de 1983, ont poussé les pouvoirs publics à s'orienter de plus en plus vers les ressources intérieures. Au début des années 1990 et au terme du PAS, un ensemble de réformes couvrant l'ensemble du paysage financier ont été mises en place touchant plus particulièrement le développement d'un marché de titres publics performant et la libéralisation des marchés financiers.

L'objectif recherché est que le Trésor puisse transiter d'un mode de financement intérieur largement administré vers un mode de financement aux conditions du marché pouvant lui procurer les ressources nécessaires à son financement dans des conditions optimales de coût à long terme.

La présente section vise à décrire le mode de financement du Trésor public au Maroc à la veille de la crise financière de 1983, ainsi que les mesures mises en place par les pouvoirs publics depuis cette date en vue d'effectuer la transition d'un financement de type administré vers un financement basé sur des mécanismes de marché.

1. Evolution du mode d'emprunt du Trésor à l'aube de la crise de 1983

1.1 Crise de 1983 et programme d'ajustement structurel

La genèse de la crise de l'endettement au Maroc est le résultat d'une conjugaison de plusieurs facteurs défavorables. Le Maroc s'est engagé durant les années 70 dans un large programme d'investissements à un moment où la conjoncture internationale connaissait un retournement de situation défavorable perturbé par les hausses brutales des prix de l'énergie et le désordre du système monétaire international. Cette augmentation considérable des dépenses de l'Etat s'est alliée à une baisse des recettes publiques, en raison de la chute des prix du phosphate exporté et à la baisse de l'activité économique suite à la persistance de trois années consécutives de sécheresse au début des années 80.

Trois phases principales peuvent être distinguées dans l'évolution de l'endettement au Maroc :

1^{ère} phase : avant 1975

Le recours au financement extérieur était maîtrisé. Cette phase était caractérisée par une relative stabilité monétaire et financière au niveau international et donc par des conditions d'emprunts assez favorables³². Le niveau d'endettement du Maroc était relativement réduit³³ et les charges de la dette n'étaient pas fortement pesantes sur le budget de l'Etat.³⁴

³² Les taux d'intérêt relativement réduits (entre 2 et 7 %) et les périodes d'exigibilité suffisamment étalées .

³³ L'encours total de la dette extérieure se chiffrait à 1,2 Milliards de dollars.

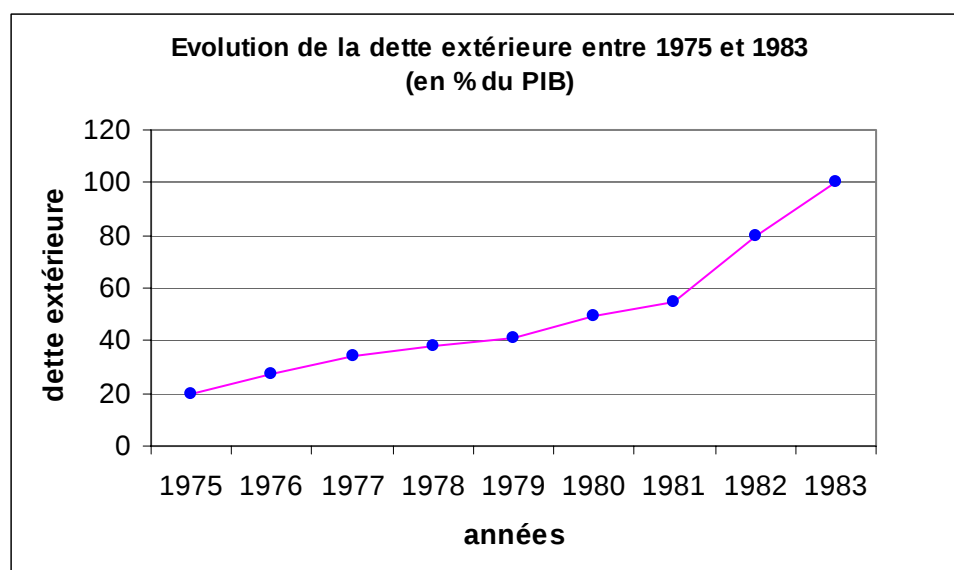
³⁴ Le service de la dette était de 5% des recettes de l'Etat

2^{ème} phase : de 1975 à 1983

Au cours de cette période, les pouvoirs publics ont adopté une politique économique ambitieuse à travers la mise en œuvre d'un important programme d'investissement et de dépenses publiques dans le cadre du plan quinquennal (1973/1977) qui s'appuyait largement sur l'emprunt extérieur pour son financement.

Le choix de la politique économique a été orienté vers le développement des activités de substitution aux importations par les établissements publics et semi-publics en vue de les guider de manière progressive vers les débouchés extérieurs, ainsi que vers le développement de la grande hydraulique en vue de l'encouragement de l'agriculture tournée vers l'exportation. Cette politique a été encouragée par les revenus escomptés à l'issue de la hausse des prix des phosphates sur le marché international (qui est passé de 14 dollars en 1973 à 68 dollars la tonne en 1975).

Les renversements de la conjoncture internationale sous l'effet de la crise pétrolière et de la hausse des prix des biens d'équipement ont porté à la hausse les prévisions des investissements. Les pouvoirs publics ont eu, à nouveau, recours à des ressources extérieures et plus particulièrement sur le marché international dont les taux ont dépassé les 22% en 1982 ce qui a considérablement accru le poids de la dette extérieure.



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

La hausse des charges de l'Etat et la baisse des recettes budgétaires, en raison notamment de la baisse des prix du phosphate sur le marché international et de la persistance de cycles de sécheresse, a engendré de graves crises de paiements extérieurs pour le Maroc.

Cette période a été donc marquée par une détérioration des indicateurs macroéconomiques :

- l'inflation était de l'ordre de 10 % par an,
- le déficit du Trésor a atteint 12% du PIB en 1982 contre 9% en 1975,
- l'encours de la dette extérieure a atteint près de 100% du PIB en 1983 contre 34% en 1977 et 16% en 1974,
- la dette extérieure s'est fortement aggravée ; son encours est passé de l'équivalent de 16% du PIB en 1974, à 34 % en 1977, 49% en 1980 et près de 100% en 1983,
- le service de la dette a fortement augmenté passant de 5% des exportations en 1975 à 45% en 1982,
- les réserves de change ont diminué pour atteindre le seuil critique de seulement 10 jours d'importations.

Pour faire face à cette situation, les pouvoirs publics ont entamé une première tentative de stabilisation en 1982, en collaboration avec les experts du FMI, en vue de limiter le déficit budgétaire et de diminuer les déséquilibres. Cette tentative fut vouée à l'échec en raison notamment, de la persistance de trois années de sécheresse au début des années 1980, à l'élévation importante et continue du dollar ainsi qu'à la hausse des dépenses militaires dues au conflit du Sahara.

3^{ème} phase : à partir de 1983

Devant l'aggravation du déficit budgétaire et l'augmentation du niveau d'endettement, le Maroc s'est trouvé au début de l'année 1983 dans l'incapacité de faire face au remboursement de ses créances. Cette situation l'a amené à solliciter le concours des institutions financières internationales (principalement le FMI) en vue de la mobilisation d'aides financières et du rééchelonnement de la dette extérieure du pays. L'obtention de l'assistance de ces institutions fût conditionnée à l'instar de beaucoup de pays en voie de développement par la signature d'un Programme d'Ajustement Structurel.

Le PAS permettra au Maroc de rééchelonner sa dette extérieure et de bénéficier de l'assistance financière du FMI en contrepartie d'une remise en ordre douloureuse sur le plan social de la situation financière du pays qui s'est traduite par une série de restructurations et d'ajustements visant un désengagement progressif de l'Etat et d'une orientation dans le sens de la libéralisation économique. Il lui permettra également de bénéficier d'aides financières directes du FMI en vue de rétablir l'équilibre du compte courant de la balance des paiements.

C'est dans ce cadre que le Maroc a signé des accords de confirmation avec le FMI en 1983 qui lui ont permis d'obtenir le rééchelonnement³⁵ de sa dette extérieure à travers une série d'accords conclus avec les principaux créanciers du Maroc. Ainsi, durant la période allant de 1983 à 1993, six accords ont pu être conclus avec le club de Paris qui représente les créanciers du secteur public et trois autres accords avec le club de Londres qui représente les créanciers du secteur privé au terme desquels un total de 12,7 milliards de dollars ont pu être rééchelonnés.

1.2 Les objectifs et les mesures prises

Les pouvoirs publics ont, dans le cadre du PAS, entamé une vaste politique d'assainissement des finances publiques en vue de rétablir les équilibres fondamentaux de l'économie et un ensemble de réformes structurelles visant à redresser les différents secteurs de l'activité économique.

Parmi les principaux objectifs fixés :

- la réduction progressive du déficit budgétaire³⁶ par le biais de la limitation de l'accès à la fonction publique, la diminution des dépenses d'équipement et la rationalisation des dépenses de fonctionnement et par le biais de l'augmentation des ressources, notamment fiscales, de l'Etat,
- la réduction du déficit des opérations courantes de la balance des paiements à travers la compression du déséquilibre croissant entre les entrées et les sorties de capitaux,
- l'encouragement et le soutien du libéralisme économique et de l'économie de marché à travers la libéralisation du commerce extérieur, la réduction progressive des subventions, la libéralisation graduelle des prix, et la privatisation du secteur public,

³⁵ Le rééchelonnement est un réaménagement des conditions de remboursement des prêts contractés. Il s'applique généralement au montant principal de la dette mais peut concerner également les intérêts

³⁶ Hassan SABAR « essai de compréhension de la crise d'endettement des PVD ».

- un suivi attentif en premier abord de la progression de la masse monétaire à travers le contrôle du crédit, l'administration des taux d'intérêt, les planchers d'effets publics, etc. ;
- l'adoption d'une politique de change³⁷ appropriée à même d'encourager les exportations.

La poursuite de ces objectifs allait donner lieu à une série de réformes en profondeur du paysage économique et financier du Maroc, telles que la modernisation du système fiscal, l'engagement d'un programme de privatisation, la mise en place d'une politique monétaire et financière prudente et la réforme du secteur financier.

1.2.1 La modernisation du système fiscal :

Les principales mesures ont été orientées dans le sens de l'élargissement de l'assiette fiscale, de la lutte contre la fraude fiscale et l'instauration d'une répartition plus équitable des contributions fiscales³⁸. C'est ainsi qu'a été mise en place une large réforme du système fiscal à travers notamment , l'institution de la taxe sur la valeur ajoutée TVA³⁹ en 1986, de l'impôt sur les sociétés⁴⁰ en 1987 et de l'impôt général sur le revenu⁴¹ qui a été mis en place en 1990.

³⁷ Le dirham a connu des dévaluations successives atteignant plus de 70 % entre 1983 et 1990

³⁸ Une loi cadre promulguée en 1984 mettait en évidence les principes de la modernisation du système fiscal.

³⁹ La TVA a été instituée en remplacement de la taxe sur les produits et les services.

⁴⁰ L'IS est appliqué aux revenus et bénéfices des sociétés en substitution aux impôts appliqués en fonction de la nature du revenu, et qui sont l'impôt sur les bénéfices, la taxe urbaine et l'impôt agricole.

⁴¹ L'IGR a été mis en place en 1990 à la place d'un ensemble de taxes frappant les revenus et bénéfices des personnes physiques, l'impôt sur les bénéfices professionnels, le prélèvement sur les traitements et salaires, la taxe urbaine, la contribution complémentaire sur le revenu global des personnes physiques et la participation à la solidarité nationale.

1.2.2 La privatisation du secteur public

Elle a été mise en place en vue de donner aux mesures de rigueur et d'austérité le cadre nécessaire pour le développement du libéralisme. C'est ainsi que dès le début des années 1990, l'Etat a amorcé son désengagement d'un ensemble de secteurs économiques et a entamé un cycle de privatisation des principales entreprises publiques.

1.2.3 La mise en place d'une politique monétaire et financière prudente :

Elle a été mise en œuvre à travers, notamment l'encadrement du crédit, la fixation de plafonds au niveau du crédit bancaire, l'encadrement des taux d'intérêt, du plancher d'effets publics. Au cours des années 1980, l'aggravation du déficit budgétaire de l'Etat et les tensions inflationnistes persistantes ont contraint les pouvoirs publics à adopter une réglementation très restrictive du système financier à travers notamment une politique d'encadrement du crédit, le contrôle des taux d'intérêt et les planchers d'effets publics qui imposent aux établissements de crédit l'obligation de mobiliser une grande partie de leurs ressources dans l'acquisition de titres publics.

Cette politique n'a pas favorisé une allocation judicieuse des ressources et a biaisé les mécanismes de concurrence du système financier ce qui a nécessité l'engagement d'un processus de réformes profondes du secteur financier.

1.2.4 La réforme du secteur financier :

La réforme a été entamée au début des années 1990 avec l'objectif de mettre en place un système financier moderne permettant d'assurer une meilleure mobilisation de l'épargne et une allocation des ressources financières plus efficiente au moyen, notamment, du décloisonnement du système bancaire, du développement du marché des capitaux et de la libéralisation du mode de

financement du Trésor. Elle devait en outre permettre aux agents économiques une liberté de choix et d'arbitrage entre les différents produits offerts.

La réforme du secteur bancaire a été initiée dans le sens de la modernisation et du développement de la concurrence. Ainsi, le cadre législatif a été profondément modifié suite à l'introduction de la loi bancaire, au mois de juillet 1993, qui a permis, notamment, la suppression de la distinction entre les banques commerciales et les Organismes Financiers Spécialisés (OFS), l'introduction d'un cadre juridique applicable à l'ensemble des établissements de crédit, la déréglementation progressive de l'activité bancaire entamée par la suppression progressive du plancher d'effets publics (juin 1998) et la libéralisation des taux d'intérêt⁴².

L'encadrement du crédit⁴³ un des principaux instruments de la politique monétaire⁴⁴ a été abandonné en 1991 et a fait place à des instruments indirects de régulation monétaire qui sont les avances sur appels d'offres à 7 jours à l'initiative de BAM, les appels d'offres à 5 jours à l'initiative des banques, les avances à 24 heures et les opérations d'Open Market⁴⁵.

Par ailleurs, un programme de développement de l'épargne institutionnelle a été mis en place dans le but d'améliorer les conditions de mobilisation de l'épargne institutionnelle. Ces principaux axes gravitaient autour de la réforme de la Caisse de Dépôt et de Gestion, du secteur des assurances et des organismes de retraites.

De profondes réformes ont également concerné la politique de change dans le but de favoriser l'ouverture du système financier marocain sur l'extérieur et sa

⁴² La libéralisation des taux créditeurs a été achevée au mois de mars 1992 et celle des taux débiteurs au mois de février 1996.

⁴³ L'encadrement du crédit a été appliqué la première fois de 1969 à 1972, puis à nouveau entre 1976 et 1990.

⁴⁴ L'encadrement du crédit joue un rôle important pour freiner le rythme de la création monétaire.

⁴⁵ La Banque centrale intervient sur le marché secondaire par des opérations d'achats et de ventes fermes de bons du trésor, en vue d'agir indirectement sur la liquidité bancaire.

connexion avec les marchés financiers internationaux. Les principales mesures prises dans ce sens ont concerné la convertibilité totale du dirham pour les opérations d'investissement réalisées par les non-résidents, la mise en place d'un marché des changes en 1996 et la libéralisation des financements extérieurs pour les entreprises.

Le marché des capitaux a connu également une profonde transformation dans deux de ses composantes, à savoir, le marché financier et le marché monétaire et ce, dans l'objectif de favoriser le développement des financements alternatifs tout en sécurisant les transactions et en favorisant leur transparence.

Ainsi une refonte du cadre juridique et réglementaire a eu lieu à travers l'adoption de textes de loi relatifs à la Bourse des Valeurs, aux Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM), au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) et à l'appel public à l'épargne, l'objectif étant de mettre en place un cadre juridique moderne nécessaire au bon fonctionnement du marché financier, d'assurer la transparence et l'intégrité du marché, la diversité et la disponibilité des produits financiers et la protection de l'épargnant.

La réforme du marché monétaire s'est plus particulièrement manifestée par la dynamisation du marché des adjudications à travers son ouverture à l'ensemble des investisseurs, à la mise en place d'un marché secondaire des bons du Trésor⁴⁶, à l'institution en 1997 d'un réseau d'Intermédiaires en Valeurs du Trésor (IVT).

⁴⁶ La réforme a entrepris également d'élargir la gamme des instruments de placement et d'offrir aux banques et aux entreprises des mesures alternatives de financement par l'institution en 1995 d'un marché des titres de créances négociables qui comporte trois catégories de titres : les certificats de dépôts émis par les banques, les bons de sociétés de financement émis par les sociétés de financement et enfin les billets de trésorerie dont l'émission est réservée aux entreprises non financières.

2. Réforme du mode de financement intérieur du Trésor

Afin de limiter le recours du Trésor aux moyens de financements monétaires, les pouvoirs publics ont œuvré à la mobilisation d'une épargne intérieure suffisamment importante pour faire face aux besoins de financement du Trésor.

A l'issue de la crise de 1983, les pouvoirs publics ont commencé à recourir de plus en plus au financement intérieur aux dépens du financement extérieur. Leur politique s'est traduite par :

- l'augmentation des emplois obligatoires, soit l'obligation pour les banques de détenir un plancher d'effets publics rémunérés à de faibles taux,
- la diversification des émissions et des produits de placements offerts au public à des taux avantageux et l'exonération fiscale des intérêts perçus par les personnes physiques jusqu'en 1994,
- l'accroissement des émissions des emprunts auprès des investisseurs institutionnels,
- le recours à BAM pour les besoins supplémentaires de financement.

L'amorce d'une structure du marché de la dette a eu lieu dès 1989 avec la création d'un marché des adjudications des bons du Trésor réservé de prime abord, aux investisseurs institutionnels tels que les banques commerciales, les OFS, les organismes de prévoyance, les compagnies d'assurance, etc. L'objectif affiché était de stimuler la concurrence, de dynamiser le marché de la dette et de faire appel à des sources de financement non inflationnistes.

Devant l'augmentation continue des charges de l'Etat, le mode de financement du Trésor a fait l'objet d'une réforme profonde visant à assurer la mobilisation des ressources intérieures nécessaires, aux conditions du marché et en limitant la création monétaire. Ces réformes ont principalement porté sur :

- l'élimination progressive des privilèges dont bénéficiait le Trésor par rapport aux autres emprunteurs avec notamment la réduction de l'assistance de la

Banque centrale⁴⁷, la suppression progressive du plancher d'effets publics et l'abandon de la plupart des autres émissions telles que les emprunts nationaux qui limitent la liquidité du marché ;

- la modernisation des instruments de financement et de la gestion de sa dette afin d'augmenter la liquidité et de limiter le coût de la dette ;
- la dynamisation du marché primaire des adjudications des valeurs du Trésor et l'institution d'un marché secondaire en vue d'assurer la négociabilité des bons du Trésor émis sur le marché primaire ;
- le recours continu du Trésor au marché des adjudications qui deviendra sa source presque exclusive de financement ;
- l'institution d'un marché secondaire des bons du Trésor en vue de permettre l'amélioration de la liquidité de la dette publique.

⁴⁷ Une seule avance conventionnelle a été consentie au Trésor par BAM en 1996. Toutefois, le recours aux avances statutaires à un taux nul reste toujours largement maintenu.

CONCLUSION DU CHAPITRE PRELIMINAIRE

Le présent chapitre introductif a permis de faire une présentation des principaux concepts qui seront utilisés tout au long de ce travail de recherche, à savoir le Trésor et la dette publique. Il a également permis de s'arrêter sur des notions importantes caractérisant le développement de l'emprunt par voie de marché que sont la liquidité et les risques liés à la dette publique.

De même, ce chapitre s'est attardé sur l'évolution du mode de financement du Trésor public qui est passé d'un mode d'emprunt de type administré vers un mode d'emprunt basé sur les ressources de marché.

Cette transformation trouve son origine dans la crise d'endettement qu'a connu le Maroc au début des années 1980 qui a impulsé à travers la mise en place d'un plan d'ajustement structurel un changement de cap de l'économie et du système financier Marocain de manière générale et du mode de financement du Trésor public en particulier. Concernant ce dernier, l'accent des réformes entreprises a été mis sur le développement d'un marché intérieur de la dette performant, permettant de mobiliser les ressources nécessaires aux besoins du Trésor en monnaie nationale et dans des conditions optimales de coûts.

Il reste à savoir si l'adoption d'un mode d'emprunt public basé sur les ressources de marché a pu atteindre les objectifs escomptés notamment quant à la mise en place d'un marché performant et d'une gestion efficiente de la dette par les pouvoirs publics. La partie suivante tentera de trouver des réponses à cette interrogation.

1ERE PARTIE : ANALYSE DE L'EMPRUNT PUBLIC INTERIEUR AU MAROC ET SUR LE PLAN INTERNATIONAL

INTRODUCTION

Au début de la décennie 1990, de profondes réformes de l'ensemble du système financier ont été opérées, entre autres, celles relatives au financement du Trésor public en vue de transiter d'un mode de financement intérieur largement administré vers un mode axé sur des mécanismes de marché, permettant ainsi de répondre aux besoins de financement croissants du Trésor dans des conditions optimales de coûts.

De nombreuses et importantes transformations institutionnelles et réglementaires ont eu lieu tout au long de cette décennie dans le sens de la mise en place d'un marché développé de la dette publique, conduisant ainsi à s'interroger sur l'étendue de ces réformes et leur efficacité dans l'atteinte des résultats attendus par les pouvoirs publics.

La présente partie s'arrêtera dans son premier chapitre sur l'analyse du financement du Trésor sur le marché en vue de mettre en évidence les points de dysfonctionnement liés à l'orientation du financement du Trésor public par la voie du marché

Le deuxième chapitre cherchera à travers l'analyse du marché et de la gestion de la dette d'un ensemble de pays connaissant divers niveaux de développement et ayant opté pour un financement de leurs besoins d'emprunts sur le marché en vue de faire le point sur les avancées opérées dans ce sens et de s'arrêter sur les faiblesses qui caractérisent encore le marché et la gestion de la dette publique au Maroc.

Le troisième chapitre présentera une synthèse des résultats de l'analyse de la dette au Maroc et sur le plan international en mettant en évidence, les conditions préalables nécessaires à l'efficacité du financement de la dette par des ressources de marché, ainsi que les principales forces et faiblesses qui caractérisent le mode de financement du Trésor.

CHAPITRE 1 : DIAGNOSTIC DE LA DETTE PUBLIQUE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 1

L'ensemble des grandes réformes visant le mode de financement du Trésor public au début des années 1990 avait pour objet de transiter d'un mode de financement largement administré, qui a montré des limites dans la réponse aux besoins de financement croissants du Trésor, vers un financement basé sur des mécanismes de marché pouvant drainer des ressources plus importantes et moins inflationnistes.

De multiples mesures ont ainsi été entreprises, dans le sens du développement d'un marché performant de la dette publique et la mise en place d'instruments et de techniques modernes d'emprunt.

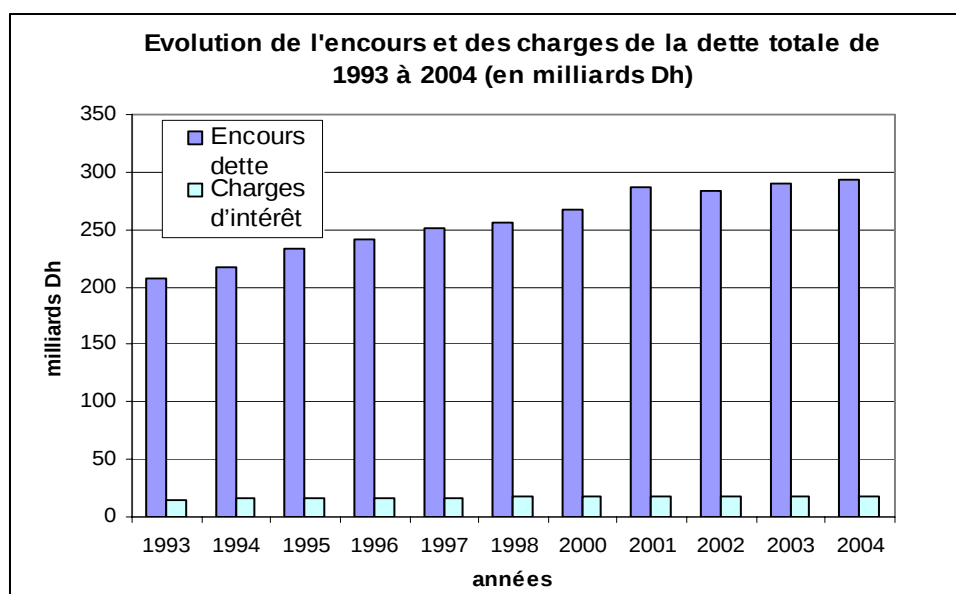
L'objet du présent chapitre est de chercher à savoir si le développement du mode de financement du Trésor public a pu atteindre les résultats escomptés concernant l'institution d'un marché de titres de l'Etat performant, canalisant des ressources suffisantes vers le Trésor dans de bonnes conditions de coûts. Il s'agira également de s'interroger sur le degré d'adaptation de la conduite de la gestion de la dette publique telle qu'elle est pratiquée actuellement.

Section 1 : Evolution du poids de la dette

La dette du Trésor n'a cessé de progresser pendant les dernières années, le stock de la dette passant de 207,9 milliards de dirhams en 1993 à près de 294,6 milliards de dirhams en 2004.

Depuis le début des années 1990, une baisse notable du poids de la dette extérieure est enregistrée au profit d'une augmentation très importante de la dette intérieure qui a presque triplé passant de 76,8 milliards dirhams en 1993 à 224,1 milliards de dirhams en 2004.

Les charges en intérêts de la dette publique du Trésor sont toutefois restées relativement stables depuis 1993, passant de 14,7 milliards dirhams en 1993 à seulement 17,2 milliards dirhams en 2004, soit une augmentation de seulement 17 %. Cette progression relative peut être attribuée à la baisse générale des taux d'intérêts constatée lors de cette période sur le marché international et surtout sur le marché marocain de la dette intérieure.



Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

(Montants en milliards de dirhams)						
Années	Encours dette intérieure	Encours dette extérieure	Encours dette totale	Charges d'intérêt dette intérieure	Charges d'intérêt dette extérieure	Charges d'intérêt totales
1993	76,8	131,1	207,9	6,3	8,4	14,7
1994	93,8	124,0	217,8	7,7	8,1	15,8
1995	101,1	133,2	234,4	8,6	8,1	16,7
1996	110,4	131,0	241,4	9,2	7,7	16,9
1997	121,5	130,3	251,9	9,3	7,5	16,8
1998	131,0	125,8	256,8	10,7	6,8	17,5
2000	149,3	118,6	268,0	11,2	6,4	17,6
2001	175,8	111,5	287,3	12,2	5,9	18,1
2002	191,5	92,6	284,1	13,2	4,2	17,4
2003	221,5	62,1	290,4	14,1	3,2	17,3
2004	224,1	70,5	294,6	14,7	2,5	17,2

Non compris les avances de BAM non rémunérées et les dépôts auprès de la Trésorerie générale et du service des chèques postaux

Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

Cependant, si les charges de la dette enregistrent faible une progression, une nette distinction est observée entre les charges de la dette intérieure qui ont plus que doublé depuis 1993, passant de 6,2 milliards de dirhams en 1993 à 14,7 milliards de dirhams en 2004 au moment où les charges de la dette extérieure ont considérablement baissé dans des proportions légèrement équivalentes.

Section 2 : Focus sur la dette intérieure

Conformément à l'objet de notre étude, nous nous pencherons par la suite de manière plus approfondie sur l'étude et l'analyse de l'évolution et de la structure de la dette intérieure.

Comme il a déjà précédemment mentionné, la dette intérieure a connu une progression fulgurante au cours des dix dernières années de plus de 300 %, suite au recours du Trésor de façon massive et soutenue au marché domestique pour assurer son financement.

1. Revirement vers les ressources intérieures

Le Maroc a su tirer les leçons de l'expérience de la fin des années 1970, marquée par un fort endettement sur le marché international, lui même caractérisé par une forte volatilité des taux de change et des taux d'intérêt : autant de facteurs qui ont grandement contribué à la grande crise financière de 1983. A ce titre, il est fondamental de constater que les prescriptions des institutions financières internationales (FMI et BIRD) ont eu une influence prépondérante sur l'orientation accentuée du Maroc vers le financement intérieur.

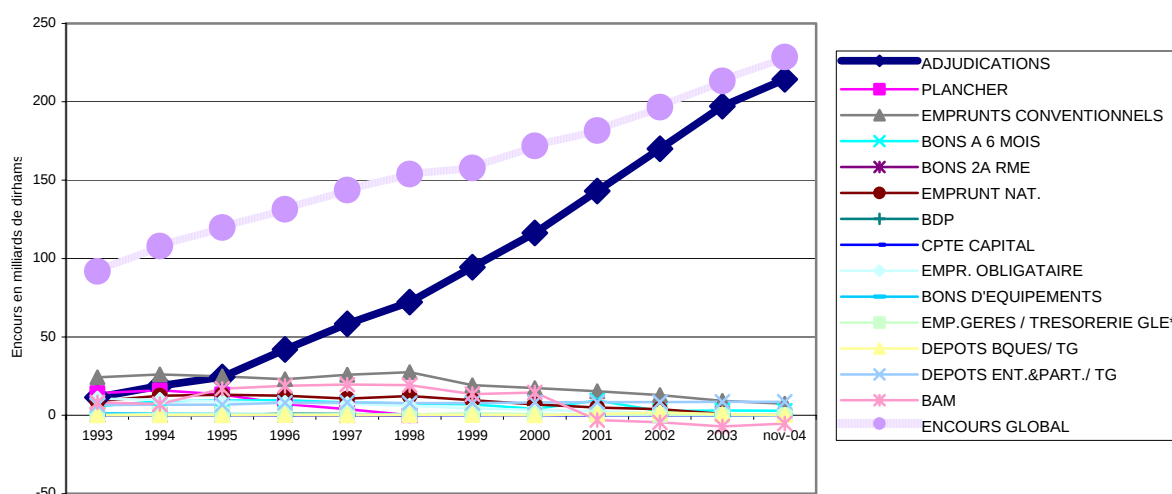
Le Maroc a, en effet, dans le cadre du PAS, engagé une réforme en profondeur de l'ensemble du secteur financier et s'est nettement orienté vers l'établissement d'une économie de financement par les marchés.

Ces réformes, qui ont porté sur la modernisation du paysage financier, ont permis au Trésor de profiter de nouvelles sources de financements auprès d'un marché monétaire qui s'est distingué ces dernières années par une liquidité abondante souvent qualifiée de surliquidité en raison principalement de la faible évolution des crédits à l'économie.

L'institution d'un marché des adjudications en 1989 et son élargissement progressif à toutes les catégories d'investisseurs a eu pour effet, de mobiliser des ressources domestiques importantes tout en permettant de contenir le financement par des ressources monétaires au profit des ressources non monétaires non génératrices d'inflation. Il a permis également de faire jouer la concurrence entre les intervenants, en vue de permettre à terme de réduire les charges de la dette.

Le marché des adjudications a progressivement remplacé les multiples instruments de financement de type administrés auxquelles le Trésor recourait dans le passé et qui allaient constituer à terme des ressources limitées face à l'évolution croissante des besoins du Trésor.

Evolution de la dette publique intérieure de 1993 à 2004
-Structure de l'encours par instrument-



Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

L'institution d'un marché secondaire des bons du Trésor à partir de 1996 allait permettre d'assurer un fonctionnement régulier du marché primaire, les investisseurs étant d'autant plus engagés à souscrire à des titres émis sur le marché primaire des adjudications qu'ils ont la certitude de pouvoir s'en dessaisir dans de bonnes conditions au niveau du marché secondaire

Le décloisonnement, la déréglementation de l'activité bancaire, la désintermédiation à travers la loi bancaire de 1993 et l'institution de nouveaux acteurs dans le paysage financier comme les OPCVM obligations ont permis de canaliser davantage les ressources d'épargne et de les orienter vers le marché des bons du Trésor.

Enfin, la mise en place d'un « réseau de distribution » constitué par des « grossistes » qui sont les Intermédiaires en Valeurs du Trésor, lesquels ont une mission de commercialisation et de rachat des valeurs du Trésor, ont contribué à animer et à dynamiser le marché des valeurs du Trésor et d'en assurer la liquidité.

2. Evolution de la structure de la dette intérieure globale

Depuis l'instauration du marché des adjudications en 1989, la dette libellée sur ce marché n'a cessé d'augmenter et s'est progressivement substituée à l'ensemble des autres instruments émis dans le passé. D'un encours de 11,5 milliards de dirhams, soit 15 % de la dette intérieure en 1993, elle est passée à plus de 24,7 milliards de dirhams en 1995.

Depuis la modernisation du marché monétaire qui a permis l'accès de tous les investisseurs aux titres émis par le Trésor et l'instauration du marché secondaire des bons du Trésor, le Trésor a été en mesure de lever la quasi-totalité de ses besoins de financement sur le marché des adjudications en faisant le choix de délaisser les autres catégories d'instruments mis à part les emprunts nationaux et les bons du Trésor à six mois mais dans une mesure beaucoup moins importante.

2.1 Un financement de moins en moins basé sur la création monétaire

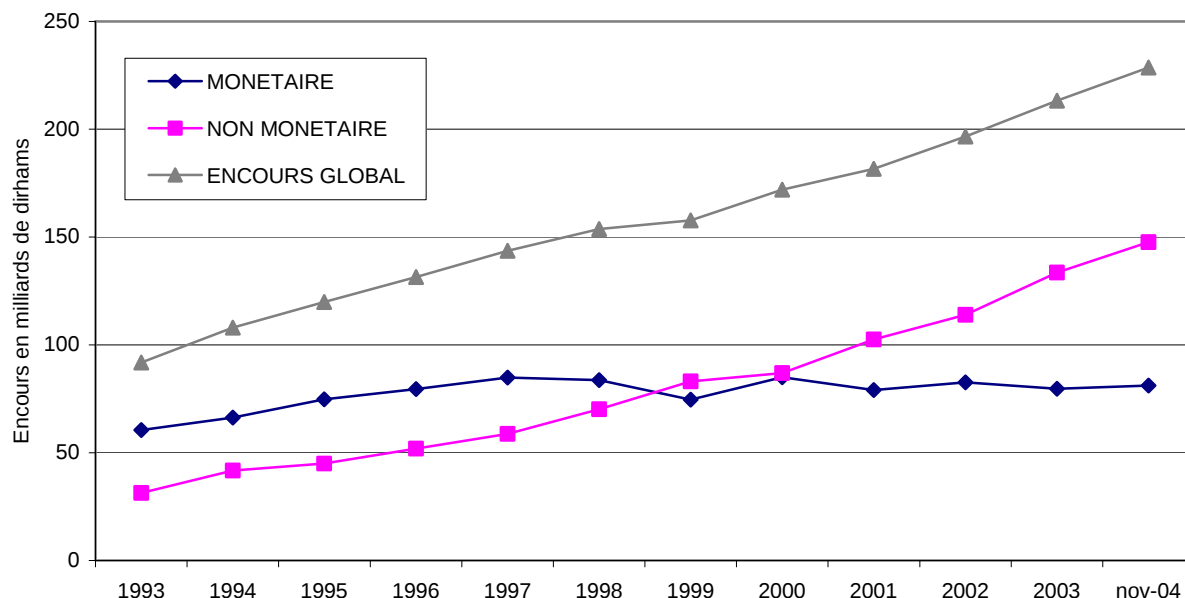
L'analyse portera sur la dette publique intérieure en prenant en considération l'ensemble du passif du Trésor public. En d'autres termes, celle-ci inclura les avances de BAM ainsi que les dépôts chez la Trésorerie générale (entreprises et particuliers).

Les réformes du marché monétaire précédemment mentionnées et plus particulièrement, l'ouverture du marché des adjudications à toutes les catégories d'investisseurs a eu pour effet de drainer des ressources non bancaires vers le Trésor et d'élargir le circuit de la dette notamment aux investisseurs institutionnels (zinzin) et aux OPCVM.

Le Trésor a pu ainsi limiter la part du financement monétaire dans ses emprunts. On constate effectivement une inversion des tendances sachant que la dette détenue par les institutions bancaires (créatrices de monnaie) a considérablement diminué au cours des 10 dernières années passant ainsi de 59 % du total de l'encours de la dette intérieure en 1992 à près de 32 % en 2004.

Cette baisse de la part monétaire dans le financement du Trésor Public a permis de contenir l'expansion de la masse monétaire et de limiter par là même les tensions inflationnistes.

Evolution de la dette publique intérieure de 1993 à 2004
-Caractère monétaire-non monétaire-



Source : BAM

A ce titre, certains investisseurs institutionnels jouent un rôle de plus en plus important dans le financement du Trésor. Ainsi, l'encours des bons du Trésor détenus par les compagnies d'assurances est passé de moins de 10 milliards de dirhams du total de la dette intérieure en 1993 à près de 74 milliards de dirhams en 2004 détenant par l'occasion près de 32 % du total de la dette intérieure.

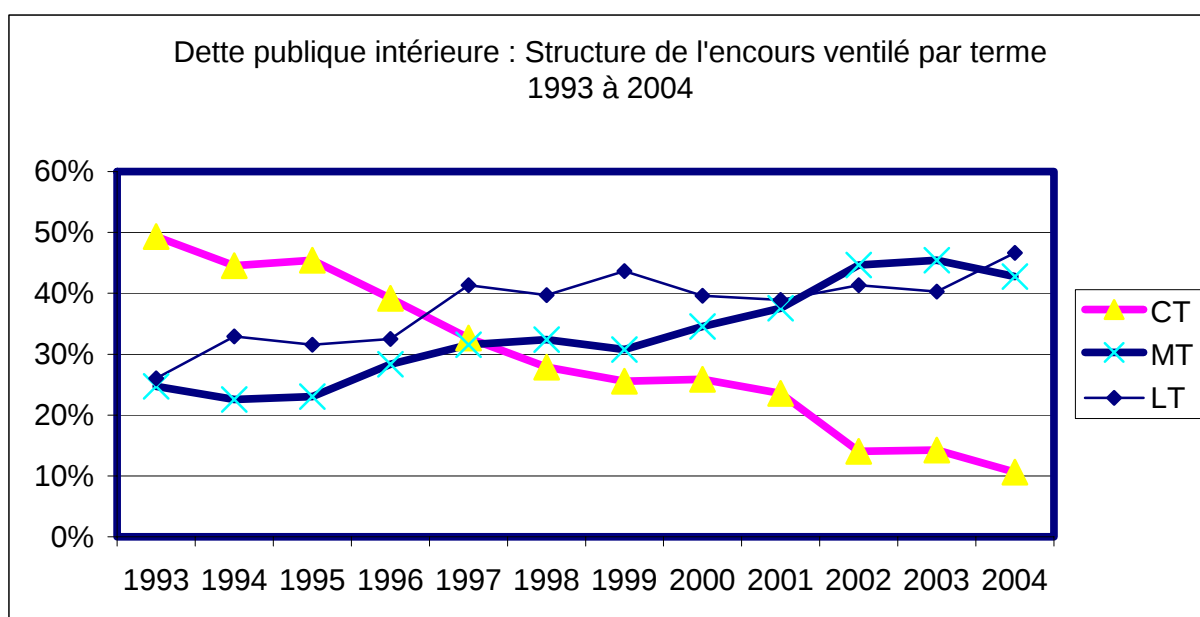
La part des OPCVM n'a cessé de croître depuis 1996 pour atteindre près de 45 milliards de dirhams en 2004, soit environ 20% du total de l'encours de la dette émise.

La participation de ces agents non bancaires au financement du Trésor a eu pour effet de canaliser une partie de l'épargne nationale déjà constituée et d'augmenter la part du financement non monétaire, donc plus sain, des besoins du Trésor public.

2.2 Structure de la dette ventilée par terme

La ventilation de la dette par échéance a connu une inversion de tendance notable au cours des dernières années. Ainsi, la part de la dette à court terme (échéance inférieure à un an) qui se situait au voisinage de 49% soit près de la moitié du total de la dette intérieure en 1993 est passée à 20% en 2004. En revanche, la dette à moyen et long terme a fortement progressé pour atteindre 80% de l'encours de la dette.

En conséquence, il est possible de dire que le Trésor dispose, depuis qu'il s'est orienté vers le financement de marché, de ressources plus stables et qu'il est ainsi moins exposé au risque de renouvellement de la dette.

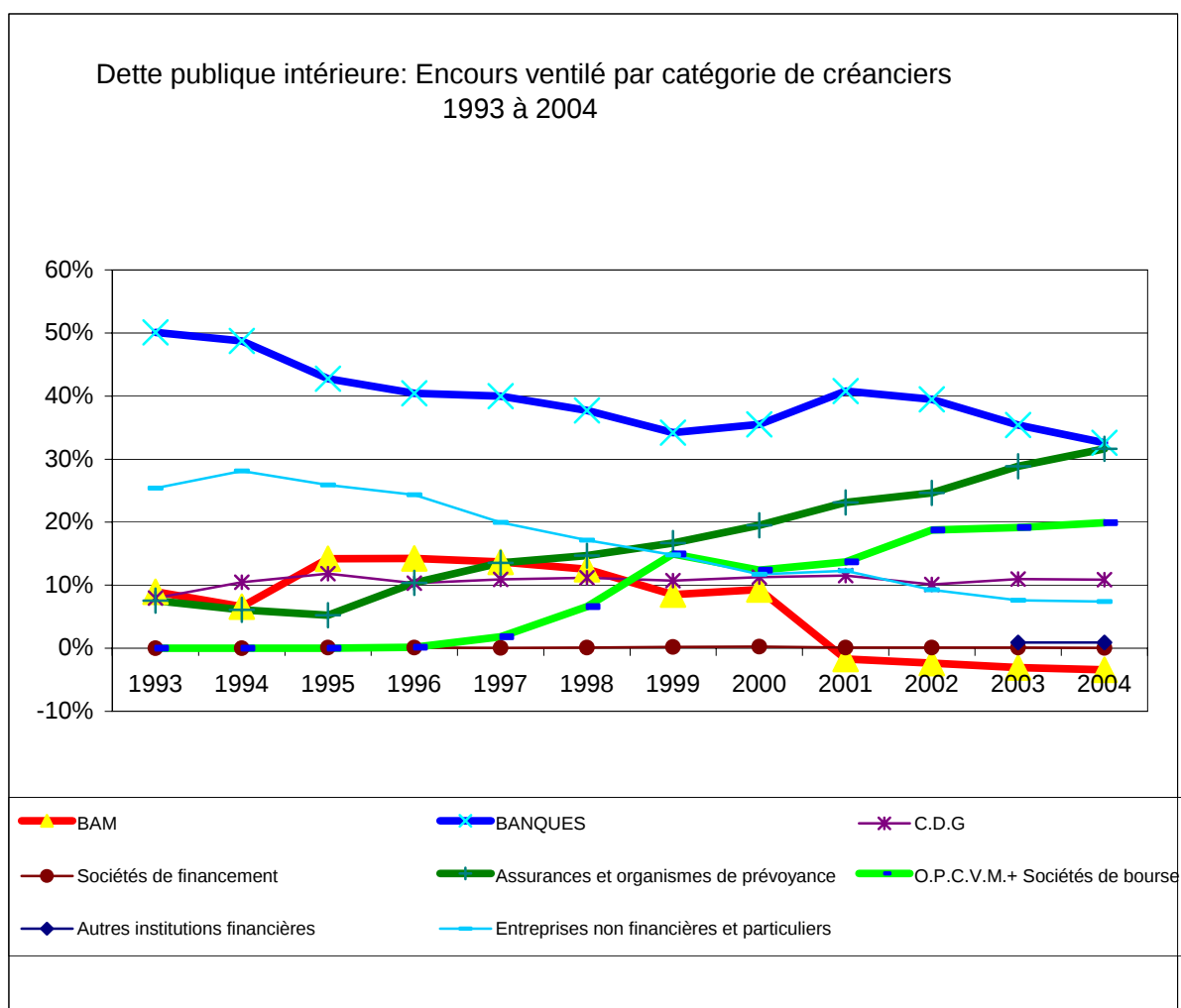


Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

3. Analyse par catégorie de créanciers

L'analyse de la structure de la dette intérieure par catégorie de créancier montre une importante évolution de la participation de certains souscripteurs institutionnels au financement du Trésor.

Les OPCVM, nouveaux acteurs issus des réformes de 1993, participent de façon substantielle au financement du Trésor. Leur encours détenu en bons du Trésor a atteint près de 45 milliards de dirhams, soit 20% de la dette intérieure globale, les consacrant en tant qu'instruments efficaces de collecte de l'épargne et en tant que d'importants bailleurs de fonds de l'Etat.



Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

Les concours de Bank Al-Maghrib au Trésor, considérés comme un financement inflationniste par excellence, ont été remboursés. En effet, la situation du compte du Trésor chez la Banque centrale affichait un solde débiteur à hauteur de 8,23 milliards de dirhams à fin 1993, qui par la suite a atteint 19,7 milliards à fin 1997. Cette situation du compte courant du Trésor a connu une nette amélioration,

voire une inversion puisque celui-ci enregistre régulièrement un solde débiteur en fin d'exercice depuis l'année 2000.

De ce point de vue, il est possible de conclure que la réforme profonde du système de financement du Trésor a permis d'atteindre un certain nombre de résultats encourageants, notamment :

- le Trésor est moins lié à la Banque centrale,
- le Trésor se finance de plus en plus avec des ressources non monétaires,
- le Trésor se finance prioritairement sur le marché domestique,
- le terme moyen de la dette se rallonge de plus en plus en comparaison avec les premières périodes de son introduction sur le marché,
- la quasi-totalité de la dette du Trésor est devenue négociable.

Section 3 : Analyse de la dette émise sur le marché des adjudications

Comme il a été précédemment souligné, le recours du Trésor au financement par le biais du marché des adjudications a connu un essor considérable depuis la date de son institution. Ce recours a été encore plus accentué depuis l'élargissement de ce marché à l'ensemble des intervenants et l'institution du marché secondaire des valeurs du Trésor de sorte que le marché des adjudications est devenu l'instrument quasi-exclusif du financement du Trésor public.

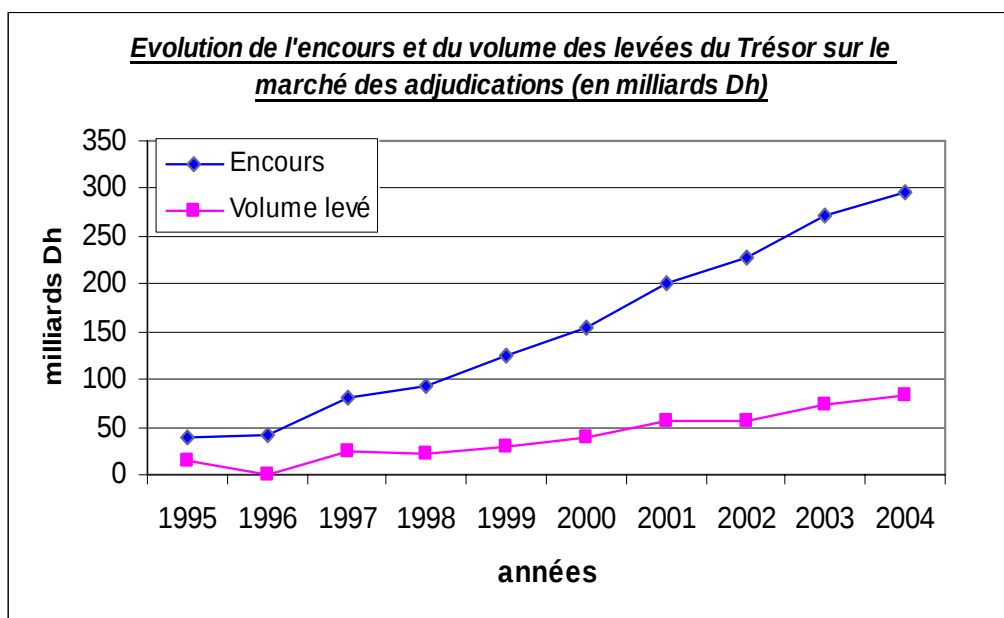
La forte progression de ce mode de financement coïncide avec les objectifs marqués par le Trésor depuis la moitié des années 80 en vue de s'orienter vers un financement de marché au détriment d'un financement administré lourd de conséquences sur les équilibres économiques et financiers du pays (financement générateur d'inflation par la création monétaire).

Une analyse plus détaillée des titres émis par le Trésor sur le marché des adjudications permettra d'apprécier la manière dont le Trésor s'est financé sur ce compartiment au cours des dix dernières années ainsi que les facteurs qui ont favorisé l'expansion de ce mode de financement

L'accent sera particulièrement mis sur les limites de certains aspects de la politique de financement intérieure du Trésor, notamment en ce qui concerne l'organisation du marché, la liquidité de la dette et la relation du Trésor avec ses principaux partenaires sur ce marché.

1. Progression importante des levées

Les volumes émis sur le marché des adjudications ont connu une progression significative durant la première moitié de la décennie 1990 et une forte accélération depuis 1996 avec des volumes qui sont passés de 14 milliards de dirhams en 1995 à 82 milliards de dirhams en 2004.



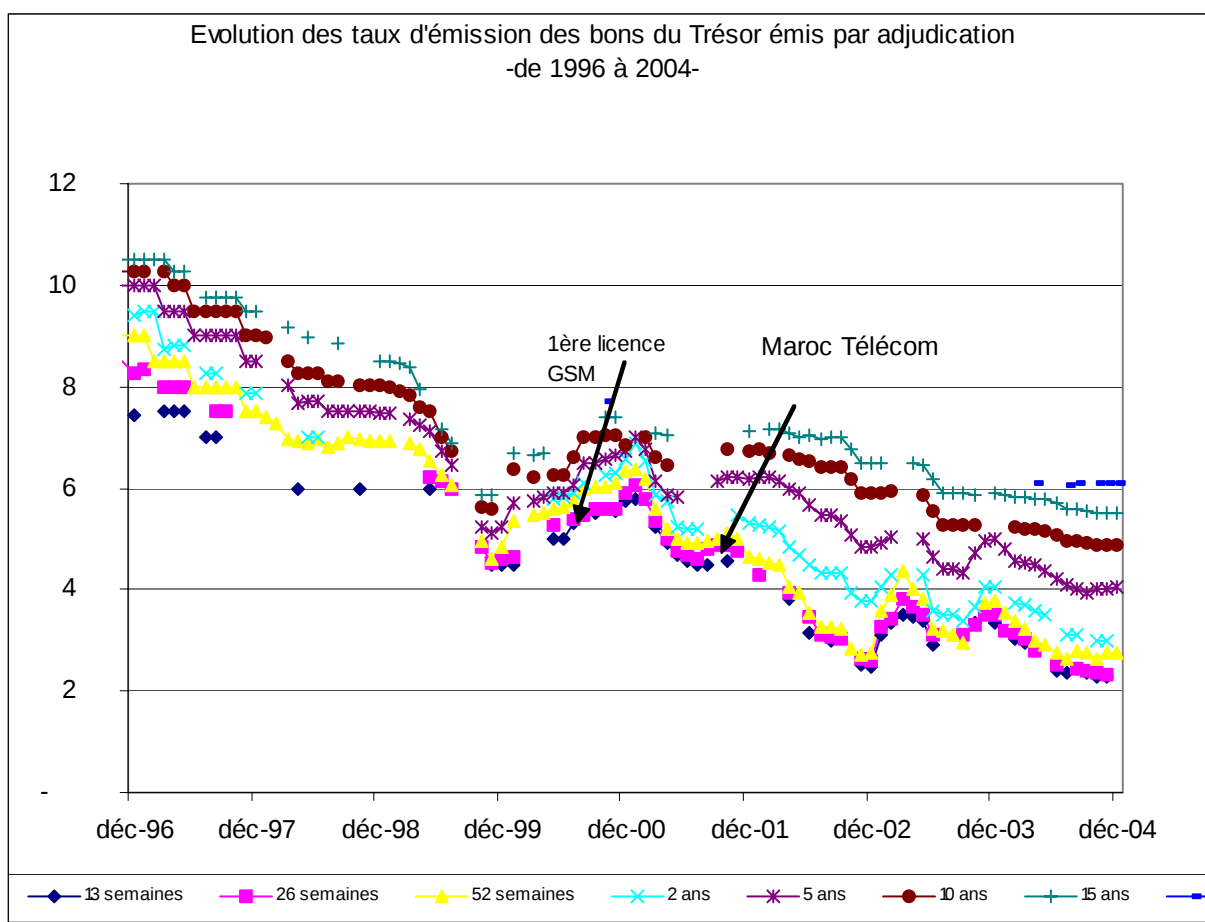
Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

En conséquence les encours sont passés de 11,4 milliards de dirhams en 1993 à 42 milliards de DH en 1996 et à 214,8 milliards de dirhams en 2004, soit d'une part de 13% du total de la dette intérieure en 1993 à 32 % en 1996 et plus de 96% en 2004.

2. Les taux : une tendance globalement baissière

Avant son orientation vers un financement sur le marché, les conditions de financement du Trésor étaient largement administrées et les taux étaient très disparates selon les instruments de financement utilisés (planchers d'effets publics, emprunts obligataires, emprunts conventionnels, bons d'équipement, etc.....). Le Trésor avait la possibilité d'accéder à des ressources de financement privilégiées dans lesquelles il fixait par voie réglementaire les conditions et les modalités de ses émissions.

Deux phases principales peuvent être distinguées dans l'évolution des taux sur le marché des adjudications. Une première phase allait être fortement marquée par la période précédente (c'est-à-dire la période où les taux étaient administrés) où les taux ont connu une relative stabilité et une 2ème phase à partir de décembre 1999 où les mécanismes de marché allaient jouer de manière plus accentuée.



Source : Ministère des finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

Lors de la première phase, les taux sur le marché des adjudications ont connu une longue période marquée par une orientation baissière des taux, pour l'ensemble des maturités émises par le Trésor, néanmoins, cette baisse s'est opérée par paliers de longues durées à l'intérieur desquels les taux étaient quasi stables. Ainsi, les taux des bons du Trésor à 5 ans, 10 ans et 15 ans n'ont connu aucune variation pendant plus de deux années 1995 et 1996.

Il est donc possible de conclure que le Trésor continuait à administrer ses taux et faisait très peu jouer la concurrence sur le marché. La formation des prix sur le marché des adjudications pendant cette période n'était pas efficiente car elle résultait moins de la confrontation entre l'offre et la demande que de la pression exercée par le Trésor sur les conditions d'émission.

De manière générale, cette première phase peut globalement être décrite comme une phase de transition vers une phase où la formation des taux obéira relativement plus à des mécanismes de marché. L'année 1999 allait être marquée par un événement qui allait avoir un impact prépondérant sur le marché des bons du Trésor. En Août 1999, l'attribution de la 2^{ème} ligne GSM allait générer des ressources très importantes dans les caisses du Trésor public de l'ordre de 11 milliards de dirhams, impactant de ce fait les niveaux de taux d'intérêt, lesquels ont connu une chute brutale pendant les mois d'Octobre et de Novembre 1999. Devant l'aisance de sa situation financière, le Trésor s'est brutalement retiré du marché en arrêtant pendant plusieurs semaines ses émissions par adjudications.

La deuxième phase est marquée par une remontée brutale et de très courte durée, pour la première fois depuis cinq années, des taux des bons du Trésor provoquant des perturbations sur le marché obligataire dues à l'influence des taux des bons nouvellement émis sur la valorisation de tout le stock de bons en circulation. Cette forte remontée des taux allait déprécier brusquement tous les bons du Trésor détenus par les agents économiques notamment les OPCVM qui allaient enregistrer une forte baisse de leur valeur liquidative et par conséquent subir une désaffection très importante de la part des épargnants. Ces soubresauts des niveaux des taux à l'émission se sont avérés préjudiciables au Trésor qui a délaissé une opportunité de se financer à des conditions plus attractives (août, septembre) en concentrant toutes ses émissions à la fin du mois de décembre ce qui a déclenché cette surélévation brutale des taux, synonyme de charges plus importantes pour le Trésor.

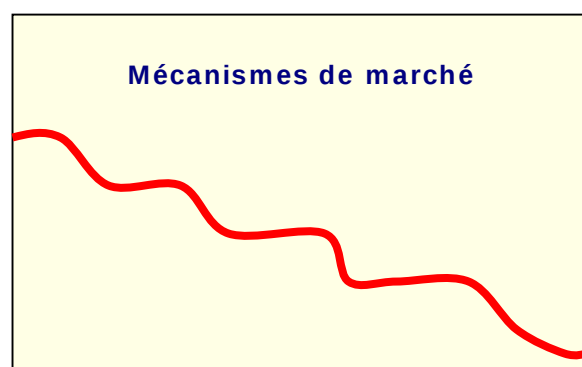
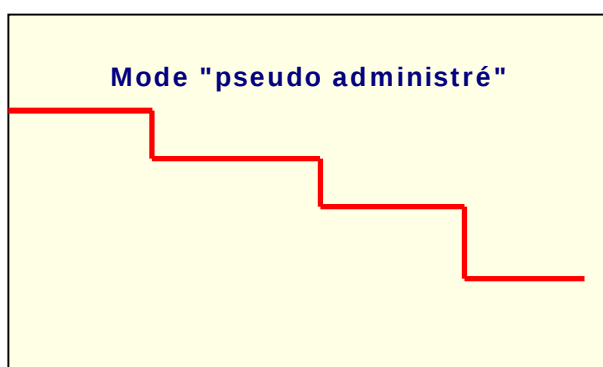
La brusque variation des taux a entraîné également un manque de visibilité pour les opérateurs. Ces derniers, notamment les gestionnaires d'OPCVM, ont fini par restreindre momentanément ces modes de placements, réputés en principe être les plus sûrs, et qui depuis lors représentent à leurs yeux un placement à risque difficilement mesurable. A titre d'illustration, l'encours des bons du trésor détenus par les OPCVM qui connaissait auparavant une progression fulgurante, a baissé pendant cette période de 23,6 milliards de dirhams en 1999 pour atteindre 21,3 milliards dirhams en 2000.

Il est dès lors certain que le Trésor devrait s'assurer que le niveau de volatilité de ses taux d'émission ne dépasse pas certains seuils au delà desquels les investisseurs pourraient ne plus appréhender correctement les risques auxquels ils souhaitent s'exposer. Or, il s'avère que le passage, d'une phase s'étalant sur cinq années où la volatilité des taux était quasiment nulle à une phase durant une semaine, s'est avéré brutal et s'est traduit par un changement du niveau des taux qui s'est opéré à la hausse.

De plus, deux mois auparavant (août et septembre 1999), le Trésor avait d'abord brutalement arrêté son recours au marché considérant qu'il disposait de ressources suffisantes suite aux recettes perçues au titre de la cession de la deuxième licence GSM. Ensuite, il a eu massivement recours, à la fin du mois de décembre au marché provoquant ainsi un déséquilibre de l'ensemble du marché monétaire

Le scénario idéal aurait consisté à un étalement des émissions dans le temps en abandonnant la logique du très court terme en faveur d'une vision à moyen terme, c'est-à-dire en ne focalisant pas exclusivement sur ses besoins propres et ponctuels en trésorerie mais en tenant compte également de la demande du marché et des besoins et des attentes des investisseurs.

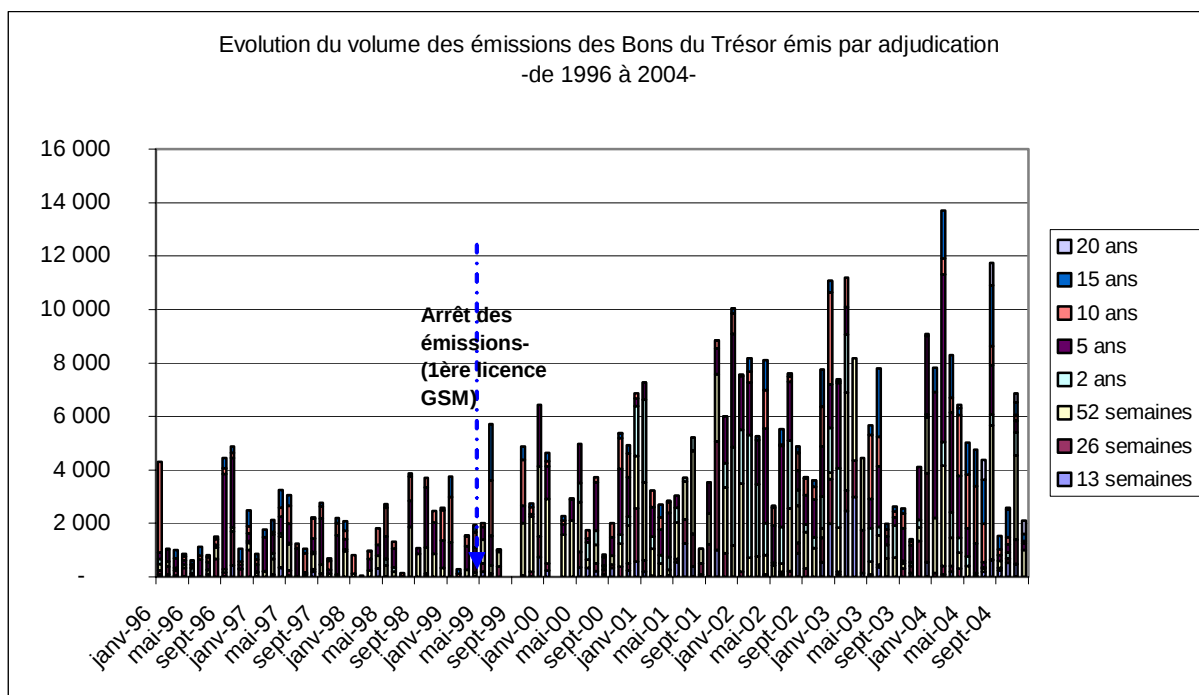
Néanmoins, cette situation quoique brutale allait marquer les prémices d'un début d'instauration de véritables mécanismes de marché sur le compartiment des bons du trésor émis par adjudications.



3. Le comportement des émissions

Les émissions des bons du Trésor par adjudication ont connu une très large progression au dépens des autres instruments qui ont été quasi abandonnés à partir de l'année 2000. Le Trésor a ainsi pu lever 23,3 milliards de dirhams en 1997, 57,4 milliards de dirhams en 2001 et près de 82.1 milliards de dirhams en 2004. Le Trésor a ainsi pu lever une grande partie de ses besoins sur le marché monétaire qui se trouvait et se trouve toujours dans une situation de surliquidité.

Néanmoins, le Trésor n'a pas assuré une présence régulière sur le marché pour l'ensemble des maturités. La mise en place d'un système de financement basé sur les mécanismes de marché exige que le Trésor puisse assurer un flux continu d'émissions, à un rythme régulier et couvrant l'ensemble des maturités. L'objectif étant de ne pas créer de discordances avec la demande de titres émanant des investisseurs.



Source : Ministère des Finances et Bank Al-Maghrib (rapports annuels)

Section 4 : L'évolution du marché secondaire

1. L'intérêt d'un marché secondaire

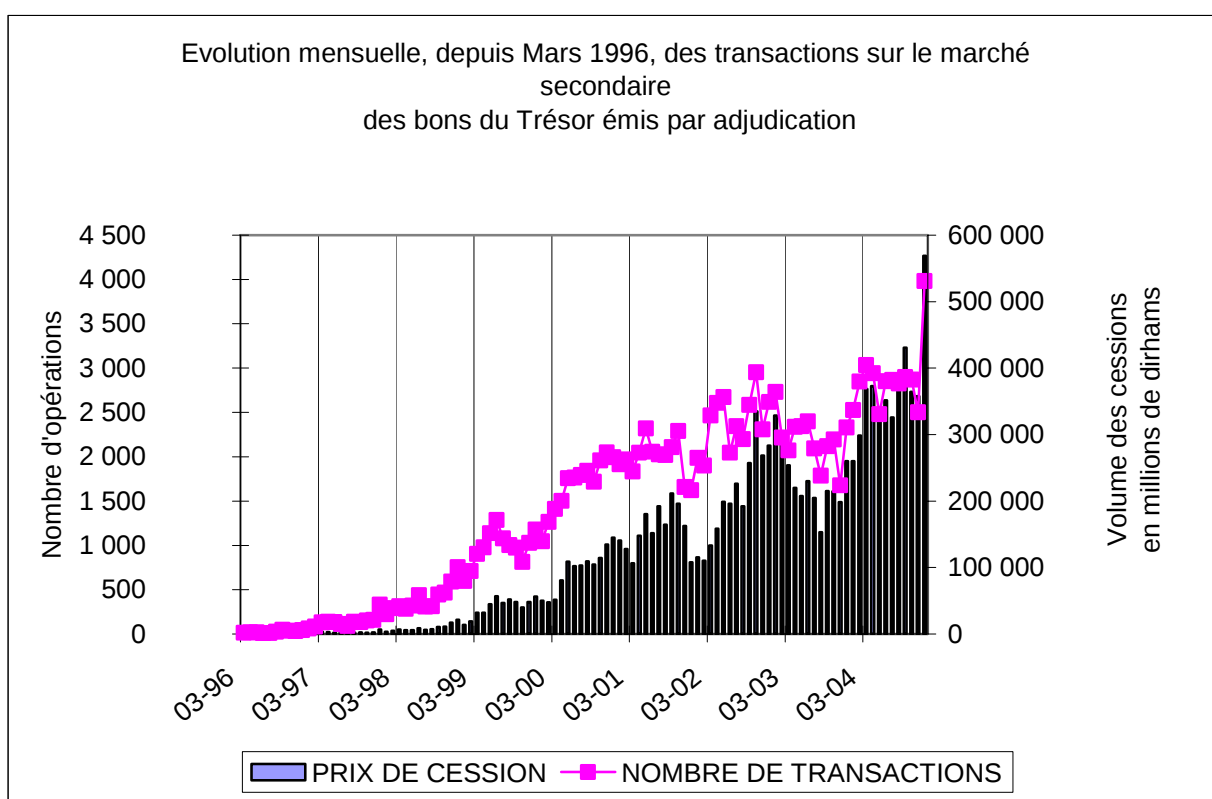
Le marché secondaire constitue le marché de l'occasion des titres du Trésor. Il a pour principal intérêt d'assurer la négociabilité des titres émis sur le marché primaire et par suite le fonctionnement régulier de ce dernier. En effet, un investisseur ayant acquis des titres au niveau du marché primaire peut en cas de besoin, les céder sur le secondaire et retrouver ainsi la liquidité de son placement. En conséquence, l'investisseur sera moins exigeant quant au niveau de taux rémunérant son placement.

Un marché secondaire contribue donc à améliorer les conditions d'émission du Trésor du fait que la négociabilité des titres permet d'émettre à des taux plus avantageux. Cette fonction de négociabilité est d'autant mieux assurée que le

marché secondaire est liquide, c'est-à-dire qu'il offre la possibilité d'acheter ou de vendre rapidement des titres même pour des volumes importants sans influencer grandement sur les cours des titres.

Le marché secondaire permet également au Trésor d'être informé en permanence sur l'état du marché de la dette et le niveau des taux qui y sont pratiqués et constitue ainsi un indicateur pertinent grâce auquel il pourra mieux orienter ses décisions quant aux émissions ultérieures. En outre, le marché secondaire offre la possibilité de dégager une structure des taux qui permet une évaluation permanente des actifs financiers, ce qui aide les agents détenteurs de titres du Trésor à s'informer sur la valeur de leur portefeuille.

Depuis son institution, le marché secondaire a enregistré un volume de négociation croissant de façon quasi-exponentielle passant de 7,4 milliards de dirhams en 1996 à 1888 milliards de dirhams en 2001 et à près 4423 milliards de dirhams en 2004.



Source : Bank al Maghrib

Néanmoins, une analyse des transactions opérées sur ce compartiment révèle une prépondérance des opérations dites « REPO » qui constituent près de 98% du volume global négocié sur ce marché. Les cessions fermes ou définitives ne représentent de ce fait qu'une faible part du volume global négocié sur ce marché. Or c'est ces opérations qui constituent le véritable indicateur de développement de ce marché.

L'analyse des opérations fermes sur le marché secondaire permet de dégager la structure des taux par maturité qui constitue en principe un indicateur pertinent de l'évaluation des actifs financiers et de l'anticipation des acteurs quant à l'évolution future de l'inflation. Or, il apparaît que dans le cas du Maroc, les taux sont fortement dirigés par les taux du marché primaire lesquels sont tributaires de l'importance des besoins de financement du Trésor. Un besoin ponctuel et important en financement est souvent anticipé par les opérateurs qui augmentent les taux de leurs soumissions aux bons du Trésor et inversement de faibles besoins ponctuels de financements du Trésor ont tendance à tirer les taux vers le bas.

Cette situation résulte en partie d'un manque de liquidité du marché secondaire. En effet, la liquidité du marché secondaire est assez réduite à cause de plusieurs raisons ayant trait au manque de dynamisme des IVT à assumer leur rôle, à l'absence de taux de référence fiables, à la variation erratique des taux sur le marché primaire et surtout à l'absence de gisements de titres fongibles suffisamment importants.

2. Lien entre marché primaire et marché secondaire

Bien qu'ils demeurent fondamentalement différents, le marché primaire et le marché secondaire sont très complémentaires.

D'une part, l'importance du marché primaire dépend en grande partie du degré de liquidité du marché secondaire. En effet, toutes choses égales par ailleurs, les investisseurs sont d'autant plus enclins à souscrire à des titres émis sur le marché primaire qu'ils ont l'assurance de pouvoir s'en dessaisir dans de bonnes conditions au niveau du marché secondaire. De ce fait, un marché secondaire peu liquide risque de constituer un obstacle à de nouvelles souscriptions des investisseurs aux émissions du Trésor.

D'autre part, la liquidité du marché secondaire dépend, du moins partiellement, des nouvelles émissions, c'est-à-dire de l'alimentation du marché secondaire en nouveaux titres provenant du marché primaire.

En outre, les conditions d'émissions des nouveaux titres et donc leurs prix ou leurs taux dépendent des cours affichés sur le marché secondaire au moment de l'émission, les cours se formant sur le marché secondaire constituant une référence aux nouvelles émissions.

En conséquence, les marchés secondaires restent très complémentaires dans la mesure où le dysfonctionnement de l'un entraînera obligatoirement le dysfonctionnement de l'autre.

Section 5 : Les limites actuelles

1. Absence de cotation :

Les Intermédiaires en Valeurs du Trésor ont un rôle primordial à jouer dans le développement et l'animation du marché des valeurs du Trésor. A ce titre, ils doivent contribuer activement au développement des marchés primaire et secondaire, en assurant la liquidité de ce dernier en pratiquant notamment des cotations régulières des bons du Trésor et en contribuant à une meilleure adéquation entre les titres offerts par le Trésor et les besoins des investisseurs.

A cet égard, les IVT sont chargés d'une double mission qui consiste à diffuser de l'information auprès des investisseurs et d'assurer un flux d'information. Ils sont chargés notamment, de renseigner les investisseurs sur les produits existants, sur la politique d'émission du Trésor et doivent donc s'ériger en véritables conseillers en matière d'investissements en bons du Trésor. Les IVT sont également tenus d'informer le Trésor sur l'évolution des besoins du marché en volume et en produits afin que celui-ci soit en mesure d'adapter ses émissions aux attentes du marché.

Depuis leur institution, les IVT n'arrivent pas à assurer pleinement leur rôle dans l'animation du marché de la dette. En effet, ces derniers respectent peu leurs engagements en matière de cotation⁴⁸ des lignes de bons du Trésor. Cette pratique est extrêmement importante car elle permet d'améliorer le niveau de transparence induisant ainsi une meilleure information des acteurs sur les prix pratiqués et par suite une concurrence importante entre les IVT qui permet de favoriser les échanges.

2. Une gestion des risques encore embryonnaire :

La gestion des risques liés à la dette publique fait l'objet d'une attention croissante par les pouvoirs publics, cela se manifeste dans les documents et les diverses communications faites par le Trésor. En outre, la réorganisation des services en charge de la dette au sein du nouvel organigramme de la DTFE a doté la division en charge de la dette intérieure d'un service dédié expressément à "l'analyse et la gestion des risques"

Toutefois, dans les faits la seule gestion des risques que pratique le Trésor est celle liée au refinancement. Les instruments utilisés se bornent à la réalisation d'émissions sur des lignes futures qui permettent de gérer l'échéancier de

⁴⁸ la cotation est l'opération d'affichage sur des systèmes d'information électroniques des prix à l'achat ou la vente de certaines souches de BDT qui sont diffusés chez l'ensemble des opérateurs du marché.

remboursement de la dette. Cependant, du fait qu'il ne dispose pas d'outils développés de mesure, d'analyse et de gestion des risques, le Trésor n'est pas encore en mesure de procéder à la gestion des autres risques, dont le risque opérationnel et surtout le risque de taux.

3. L'absence d'une véritable courbe des taux

La courbe des taux est utile pour connaître les anticipations de l'évolution des taux d'intérêt. Elle permet au Trésor de connaître les anticipations des divers acteurs du marché et le renseigne ainsi sur le niveau des prix avec lesquels il doit se refinancer. Elle renseigne l'investisseur sur les prix des bons du Trésor et constitue, à ce titre, une référence sur laquelle il se base pour effectuer ses placements au gré de ses anticipations de l'évolution de l'allure de la courbe. Enfin, la courbe des taux est un instrument de valorisation des titres et des portefeuilles⁴⁹ et offre à ce titre, l'opportunité aux épargnants non institutionnels, d'être mieux renseignés sur la valeur des portefeuilles placés en bons du Trésor. Cela contribue ainsi, à attirer plus d'épargnants vers le marché.

Elle doit émaner en principe de la cotation des titres par les IVT et doit représenter une référence des prix sur le marché. Elle est donc, de ce fait, un indicateur indispensable qui favorise l'efficacité du marché. Cependant, du fait que les IVT ne procèdent pas à l'affichage des cotations des différentes souches de BDT, il est impossible d'établir des taux de référence et de les mettre à la disposition des acteurs du marché. Ce manquement, qui peut être décelé par les investisseurs comme étant un manque de transparence, provoque une réticence de ces derniers à échanger sur le marché secondaire.

Une solution de substitution a été mise en place d'un commun accord entre le Trésor, les IVT et BAM qui consiste à collecter les caractéristiques des transactions chez le Dépositaire central qui enregistre tous les virements des

⁴⁹ Grâce à une bonne courbe des taux, il est possible de connaître avec précision la valeur de marché d'un portefeuille. Cela est particulièrement important pour le cas des OPCVM.

BDT émis par adjudication. Les données sont traitées en vue de calculer le taux de ces transactions et de les diffuser à l'ensemble du marché.

Toutefois, cette courbe de taux ainsi obtenue ne peut avoir qu'une valeur indicative dans la mesure où le marché reste peu liquide, où le volume des transactions fermes réalisées sur le marché n'est pas suffisamment important pour être représentatif de l'ensemble des maturités et enfin par le fait que le marché secondaire est un marché de gré à gré où les transactions sont bilatérales et librement négociées ce qui limite la portée de ces opérations dans l'établissement d'une référence de prix sur ce marché.

4. Des variations irrégulières des taux sur le marché primaire

Comme il a été expliqué précédemment, les marchés primaire et secondaire sont étroitement liés et le bon fonctionnement de l'un conditionne l'efficacité de l'autre. Les taux sur le marché primaire, dans une première période 1995 à 1999, affichaient une volatilité quasi-nulle avec une tendance clairement orientée à la baisse. Cette situation contribuait à uniformiser les anticipations des opérateurs qui s'orientaient vers une position d'acheteur, limitant ainsi, relativement le dynamisme du marché secondaire. Dans une deuxième phase, qui débute à partir du début de l'année 2000, une importante volatilité des taux a été enregistrée sur le marché primaire. Les opérateurs ont, dès lors, commencé à anticiper différemment l'évolution des taux d'émission dans le marché induisant de ce fait une dynamisation du marché secondaire.

Néanmoins, l'effet de ce facteur positif a été atténué par les trop grands soubresauts des taux à l'émission. En effet lorsque les bons du Trésor accusent des remontées ou des baisses de taux trop fortes, ils perturbent le marché dans la mesure où il devient extrêmement difficile d'arbitrer entre le marché du neuf et celui de l'occasion entre deux séances d'adjudication, ce qui conduit les opérateurs à adopter une position attentiste et donc défavorable à une meilleure mobilisation des fonds par le Trésor, notamment sur les maturités situées sur le long terme.

5. La multiplicité des lignes :

Le marché secondaire a démarré, à la date de sa mise en place, avec plus de 300 lignes de BDT, chaque ligne correspondant à un ensemble de bons du Trésor identiques ou fongibles.

Cette multiplicité des lignes et donc des produits offerts par le Trésor sur le marché est de nature à rendre plus complexe le choix des investisseurs, ce qui influence négativement la dynamisation des échanges et donc réduit d'autant la liquidité du marché secondaire.

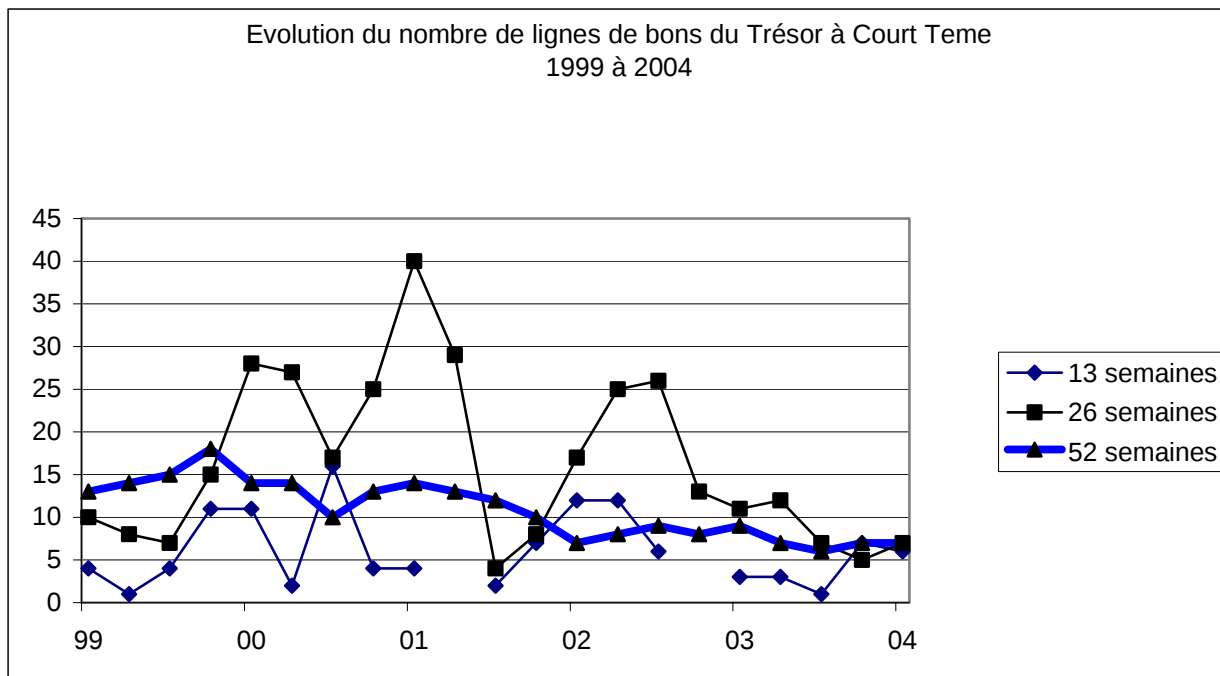
Or, la simplicité des produits est une mesure qui peut augmenter la liquidité et l'attractivité pour les investisseurs⁵⁰. La simplicité de la dette est conditionnée par une limitation du nombre de souches différentes en titres de l'Etat.

La limitation du nombre de produits aboutit à une augmentation du volume des valeurs du Trésor pour une même ligne et donc à la constitution de gisements importants de titres fongibles. L'intérêt étant d'augmenter la liquidité des titres car pour un investisseur, les coûts d'information et de transaction liés à un investissement dans un marché des titres de l'Etat peuvent être élevés si les produits qui y sont disponibles sont trop nombreux ou trop complexes dans leurs caractéristiques.

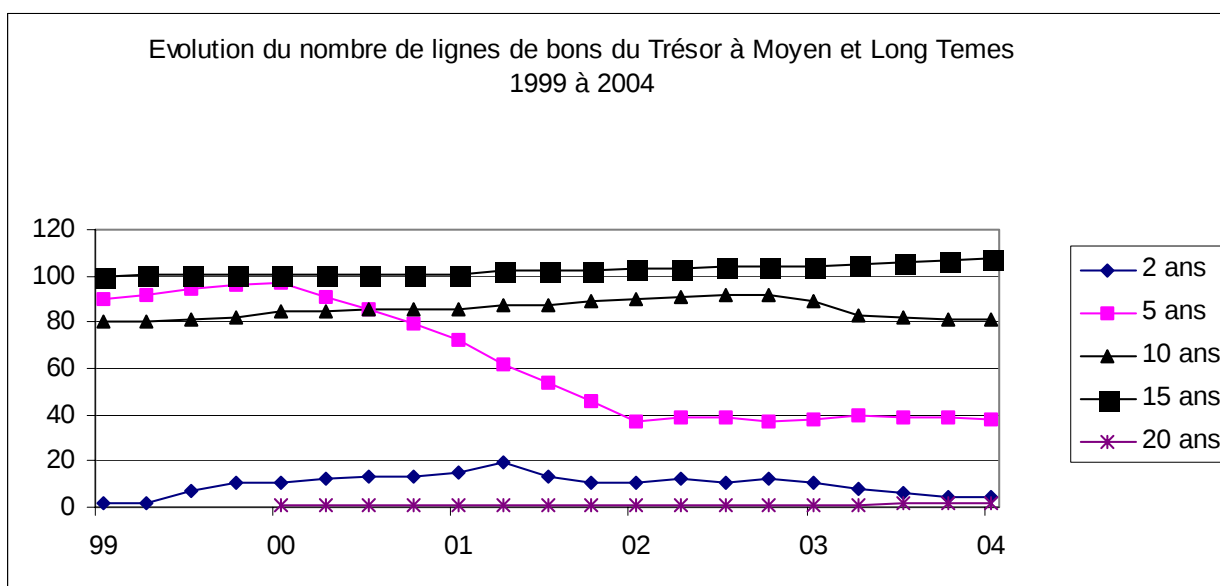
En fait, le Trésor a précocement pris conscience du besoin de simplicité de ses produits. Le cadre réglementaire introduisant la technique de l'assimilation a été mis en place dès 1995 en vue de permettre la réduction du nombre de lignes émises. Toutefois, le Trésor n'a commencé à y avoir recours qu'à partir de l'exercice 1998.

⁵⁰ Carrcedo / Dattels 1998

L'étude de l'évolution des lignes de bons du Trésor, montre que le recours à la technique de l'assimilation a pu permettre une relative stabilité de ce nombre autour de 300 malgré l'augmentation très importante du volume émis par le Trésor sur le marché des adjudications.



Source : Marocclear



Source : Marocclear

Dans ce sens, le Trésor a pris en 2000 la mesure de constituer des gisements pouvant atteindre 1,5 milliard de dirhams au lieu d'un milliard auparavant. Toutefois, cette mesure demeure assez timide car ce montant est peu important pour permettre une répartition significative entre un nombre assez important d'acteurs sur le marché. Or, il importe beaucoup que la même souche puisse être détenue par un grand nombre d'acteurs, notamment les IVT. La finalité est que sa mise à l'achat et à la vente pour différents intervenants, qui pourront proposer des prix de transactions directement comparables par les investisseurs, intensifiera la concurrence et favorisera une meilleure formation des prix et une plus grande liquidité de cette souche.

La contrainte à l'augmentation de la taille des gisements est que le Trésor doit rembourser l'ensemble du gisement à une date identique. Alors qu'auparavant, le Trésor avait un échéancier moins concentré et mieux réparti qui lui permettait d'adosser plus aisément le rythme de ces encaissements à celui de ces décaissements. Cette contrainte due à la concentration des remboursements sur une seule échéance induit un risque considérable pour le Trésor de ne pas être en mesure d'honorer ses engagements à l'échéance.

6. Une organisation inadaptée et une coordination insuffisante

A l'instar des autres départements de l'Etat, la Direction du Trésor est structurée de manière hiérarchisée (directions, divisions, services). La réforme du marché de la dette publique et le passage d'un mode de financement totalement administré à un mode orienté vers le marché a poussé cette Direction à s'adapter progressivement en adoptant de nouveaux comportements marqués par une certaine ouverture envers les investisseurs et les intermédiaires en valeurs du Trésor.

Ainsi, des résultats importants ont pu être atteints, notamment :

- une plus grande disponibilité d'informations communiquées au marché en termes d'annonces de besoins, de statistiques sur la dette, etc..

- une écoute plus active des besoins du marché à travers le lancement de nouveaux produits plus adaptés aux besoins des opérateurs,
- une plus forte implication du Ministre des Finances qui donne annuellement une allocution devant les professionnels du secteur par laquelle il annonce la politique d'émission de l'année,
- l'application croissante de la technique d'assimilation et d'émission en prix banalisés.

Toutefois, la structure organisationnelle actuelle, fortement centralisée alourdit le processus de prise de décision et diminuer la réactivité du Trésor envers le marché. A titre d'illustration, la décision concernant les montants à retenir au niveau de l'adjudication est prise par les plus hauts niveaux de la hiérarchie du Trésor. En conséquence, les résultats des adjudications qui doivent être théoriquement communiqués le mercredi avant 16 heures ne le sont que le lendemain et parfois le surlendemain ce qui induit une situation empreinte d'attentisme de la part des opérateurs du marché. Ce dernier cessant pratiquement de fonctionner avant l'annonce des résultats des adjudications.

La structure organisationnelle du système de gestion de la dette se caractérise également par la faible coordination avec les services de la Trésorerie Générale, qui empêche de tirer profit des analyses et des synthèses de ce département dans l'amélioration des prévisions des besoins de financement et de trésorerie de l'Etat et ce, bien que des progrès notables aient été enregistrés sur ce volet, la communication avec le marché reste encore insuffisamment développée.

7. Un système d'information de gestion de la dette limité

Le Trésor marocain a, depuis le milieu des années 1990, œuvré à l'informatisation de la gestion de la dette publique. Il a, à ce titre, mis en place un système⁵¹ de gestion conçu par une société locale pour la gestion de la dette

⁵¹ Le système consiste en une application du système de gestion de BDD relationnelles INFORMIX qui s'appuie sur une plate-forme d'exploitation UNIX multitâches à utilisateurs multiples. Source , FMI et BIRD ; « directives pour la gestion de la dette publique » ; document d'accompagnement ; 2002.

extérieure, qui a ensuite été étendu à la dette intérieure. Ce système permet d'assurer la disponibilité et une bonne fiabilité des informations sur la gestion de la dette.

Il demeure toutefois assez limité, puisqu'il ne comporte pas l'ensemble des modules nécessaires à un bon système de gestion de la dette, tels qu'un module de gestion des risques ou encore d'une base de données pouvant constituer un véritable outil d'analyse, de prévision et d'aide à la décision. De plus, il ne comporte pas de connexions avec les systèmes informatiques des principaux départements du Ministère des Finances et de la Banque centrale.

Enfin, le système d'information actuel ne permet pas encore au Trésor d'appréhender ses mouvements de Trésorerie de manière suffisamment précise et donc d'identifier ses besoins de manière quotidienne. Cela explique que ce dernier veille à maintenir son compte auprès de la Banque centrale suffisamment alimenté (deux à trois milliards de dirhams) qui constitue un matelas de sécurité pour ses décaissements⁵².

En vue de compléter l'analyse, un benchmark des pratiques au niveau international sera présenté dans la prochaine section afin de faire ressortir les avancées et les progrès enregistrés par les marchés étrangers et *in fine*, de bénéficier des leçons de leurs expériences respectives.

⁵² Cette contrainte devrait se poser avec acuité après l'adoption par le Parlement en Janvier 2005 de la loi 67-03 sur les nouveaux "statuts de Bank Al-Maghrib" qui réduit considérablement les facilités accordées au Trésor.

CHAPITRE 2 : ANALYSE DU FINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE SUR LE PLAN INTERNATIONAL

INTRODUCTION

A la suite d'une vague d'innovations financières et de déréglementation, les marchés domestiques de la dette publique ont connu et connaissent encore, partout dans le monde, des rénovations et des mutations importantes.

L'objet de la présente section consiste en l'analyse de l'évolution de la gestion de la dette publique et du développement des marchés de titres de l'Etat sur le plan international en vue de situer le niveau des avancées et de mettre en place des mesures à entreprendre dans le développement du marché et l'amélioration de la gestion de la dette publique marocaine.

Nous avons choisi de procéder à l'analyse du marché et de la gestion de la dette dans six pays ventilés en trois grandes catégories :

- une première catégorie concerne les pays à économie développée où la culture du marché est fortement ancrée dans le financement de l'économie et du trésor et où les organismes chargés de subvenir aux besoins de financement du Trésor jouissent d'une large indépendance (Suède et Royaume Uni),
- une seconde catégorie traite le cas des pays où les marchés sont développés mais dont la tradition administrative a été pendant longtemps et reste fortement dominante d'une part et d'autre part, ce sont des pays où la logique des marchés s'est récemment développée, où la concurrence demeure forte et où l'architecture administrative, économique et financière s'apparente grandement à celle du Maroc (France et Belgique) ;
- une troisième catégorie relative aux pays à économie moins développée (pays émergents) et donc comparables avec le Maroc. Ces pays se sont orientés vers la marchandisation de leur dette publique : l'un a fait de grandes avancées dans le développement de ces marchés et de la gestion de la dette publique (Afrique du sud), l'autre est dans un stade moins avancé (Pologne) mais projette de développer son marché et la gestion de sa dette au niveau de pays développés.

Section 1 : La Suède une tradition ancienne d'emprunt public sur le marché

1. Cadre réglementaire et institutionnel :

Le cadre de gouvernance de la dette publique en Suède a été profondément remanié en 1998. Il a fait de la gestion de la dette un secteur hautement stratégique disposant de ses objectifs propres.

La loi sur les emprunts et la gestion de la dette de l'État adoptée par le Parlement en 1998 prescrit les règles de gestion et les objectifs de la dette publique .Ces derniers consistent à "limiter autant que possible les coûts à long terme en prenant en considération les risques" tout en "respectant les exigences de politique monétaire".

Le gouvernement contracte les emprunts au nom de l'Etat Suédois à partir de l'autorisation budgétaire annuelle qui lui est accordée dans le cadre de la loi de finances.

La Suède dispose d'un office indépendant (SNDO)⁵³ qui a la charge de la gestion opérationnelle de la dette et de la Trésorerie de l'Etat. Ce dernier était directement responsable de sa gestion devant le Parlement, mais depuis 1989, il est devenu un organisme sous tutelle du gouvernement.

Sur la base d'une proposition du SNDO, le gouvernement élabore annuellement la stratégie de gestion de la dette publique dans le cadre d'un document intitulé : "*principes directeurs de la gestion de la dette*" qu'il soumet ensuite à l'approbation du Parlement après l'insertion des commentaires de la Banque

⁵³ L'Office de gestion de la dette en Suède, ou "Swedish National Debt Office" est parmi les plus anciens offices au monde. Sa date de création remonte à 1789. Ses missions ont été constamment revues tout au long de cette période dont la dernière date de 1998 avec l'adoption de la loi sur "les emprunts et la gestion de la dette de l'Etat".

centrale. La stratégie est établie sur un horizon temporel de trois ans et subit annuellement une révision⁵⁴.

L'Office de la dette est chargé d'assurer la gestion opérationnelle de la dette, ainsi que celle de la trésorerie publique sur la base des principes directeurs de gestion de la dette. Le calendrier des emprunts et des échanges est annoncé annuellement et rendu public par le SNDO qui fixe également de manière indicative le volume des transactions de grande envergure sur instruments dérivés.

2. Développement du marché et structure de la dette publique

Une grande importance est accordée par les pouvoirs publics au développement d'un marché des titres publics performant qui permettrait de limiter les coûts de la dette. Le SNDO agit dans ce sens, en vue d'améliorer la liquidité du marché et sa transparence.

L'Office de la dette émet les emprunts sur le marché primaire principalement par la voie de procédures d'adjudications. Il s'appuie sur un réseau de spécialistes en valeurs du Trésor qui assurent également la tenue du marché secondaire.

Le marché de la dette publique suédois est caractérisé par une grande liquidité, les transactions fermes quotidiennes sur le secondaire atteignent environ 4% de l'encours total de la dette intérieure à taux fixe.

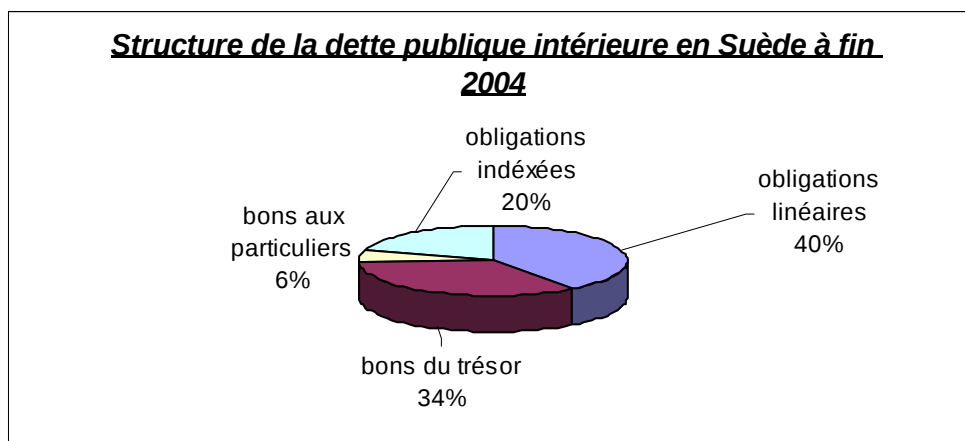
Les pouvoirs publics ont œuvré au développement du marché des pensions et de celui des pensions entre spécialistes, en vue de diminuer le risque de pénurie et de favoriser la liquidité du marché secondaire.

⁵⁴ Parmi quelques grandes lignes de la stratégie, la diminution de la part en devises de la dette publique, le maintien de la duration vers une durée de 2.7 ans à + ou - 0.3 ans.

La dette publique s'est inscrite dans une tendance baissière au cours des dernières années passant de 61% du PIB en 2000 à 50 % en 2003, la Suède ayant connu une succession d'années sans déficit budgétaire. Toutefois, elle devrait de nouveau augmenter dans un contexte de reprise du déficit budgétaire constaté au cours des années 2003 et 2004.

La dette en devises ayant été jugée plus risquée⁵⁵, les pouvoirs publics ont opté pour la réduction de la part de la dette en devises au profit de la dette sur le marché intérieur. Celle-ci avec près de 940 milliards de couronnes à fin 2004, totalise près de 75 % de la dette totale.

La dette intérieure publique est constituée principalement des obligations nominales, des bons du Trésor et des obligations indexées sur l'inflation. Ces titres sont émis par voie électronique selon la technique de l'adjudication. Les obligations nominales sont des titres à moyen et long terme (maturité supérieure à un an) émis à un rythme bimensuel., ils constituent près de 40 % de la dette intérieure. Les bons du Trésor sont des titres à court terme (maturité inférieure à un an) émis à une fréquence bihebdomadaire, leur encours atteint près du tiers de la dette intérieure. Enfin, les obligations indexées sur l'inflation, mises en place en 1994, totalisent près de 20 % de la dette.



Source : Office National Suédois de la Dette.

⁵⁵ La suède a subi une récession sans précédent dans les années 90, et la dette publique s'en est trouvée considérablement aggravée.

3. Gestion active de la dette

L'Office de la dette suédois procède à une gestion active de la dette publique. Grâce à la technique de l'assimilation, il œuvre à augmenter la taille des gisements en concentrant la dette sur un nombre limité d'emprunts de référence⁵⁶, avec notamment, comme objectif recherché, celui d'éviter que la demande n'excède l'offre pour certains titres émis et surtout de favoriser la liquidité du marché de la dette publique.

La gestion de trésorerie fait également l'objet d'une gestion active. Le SNDO ramène le solde du compte du Trésor à zéro à chaque fin de journée. Les excédents sont le plus souvent placés sur le marché interbancaire à court terme au moyen d'instruments tels que prêts, dépôts et prises en pension à un jour.

4. Spécialistes en valeurs du Trésor :

Le SNDO s'appuie, pour l'emprunt sur le marché, sur un réseau de spécialistes en valeurs du trésor dits : courtiers agréés. Il y a trois types distincts de courtiers pour chacune des principales catégories de titres émis : obligations nominales, bons du trésor et obligations indexées.

Les courtiers agréés, en plus de participer au marché primaire, proposent, via un système de négociation électronique mis en place en 2001, des cours fermes à l'achat et à la vente des obligations nominales à deux, cinq et dix ans pour un volume minimal et des spreads fixés.

⁵⁶ Principalement les échéances de 2, 5 et 10 ans.

5. Relations avec les investisseurs

Le SNDO accorde une grande importance à sa relation avec les investisseurs. Cela s'explique par la concurrence constatée entre les émetteurs souverains en vue d'attirer plus d'investisseurs et par le souci d'éviter qu'un petit nombre d'investisseurs puissent contrôler et déstabiliser le marché par leurs décisions.

L'Office de la dette œuvre ainsi, à élargir la base des investisseurs en faisant la promotion de la dette suédoise aussi bien auprès des investisseurs institutionnels, qu'auprès des petits épargnants.

Une importance considérable est accordée à la communication avec le marché. Ainsi les principes directeurs de gestion de la dette, les documents officiels et les rapports relatifs à la gestion de la dette publique sont diffusés vers le public via le site web du SNDO. De plus, les responsables de L'Office de la dette procèdent à des rencontres périodiques avec les investisseurs en vue d'expliquer et de discuter de la stratégie d'emprunt poursuivie.

6. Organisation

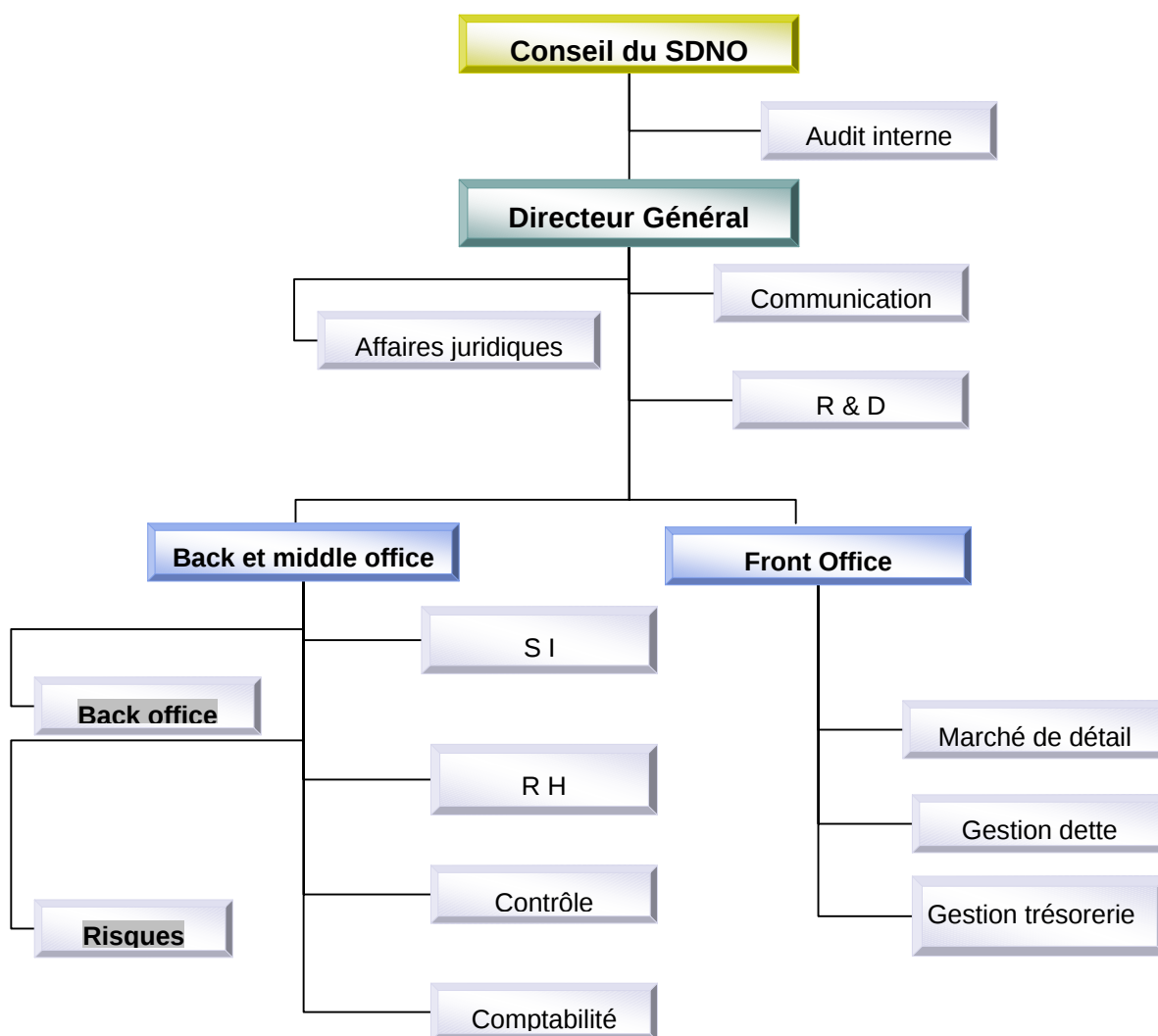
L'Office de la dette a la forme juridique d'un établissement public et dispose donc à ce titre, d'une large autonomie financière et décisionnelle. Il est dirigé par un directeur général nommé par le gouvernement.

A la tête de L'Office de la dette suédois, siège "*le conseil*" qui constitue sa plus haute instance décisionnelle. Celui-ci est présidé par le directeur général du SNDO et de sept autres membres dont trois personnalités connues pour leur compétence en matière économique et financière et quatre parlementaires. Le conseil a pour mission de mettre en place la stratégie opérationnelle de gestion de la dette sur la base des directives générales assignées à la dette publique. Ses décisions sont prises à la majorité des voix.

L'observation de l'organigramme de l'Office de la dette indique la présence d'un grand département composé de services opérationnels en relation avec le marché et dirigé par un responsable qui relève directement du directeur général.

Parmi les principaux autres services, on notera la présence d'une cellule de gestion des risques chargée de contrôler les positions en fonction des limites autorisées ainsi que des risques opérationnels. On notera également la présence d'un service back office chargé de confirmer et de régler les opérations de gestion de la dette et d'un service comptabilité chargé de l'enregistrement comptable des opérations et de l'établissement de rapports de résultats des opérations d'emprunt.

Enfin, l'organigramme de l'Office de la dette montre la présence de plusieurs services importants telles que celui de la communication ou des systèmes d'informations, ainsi qu'un service d'audit interne directement rattaché au conseil du SNDO.

Organigramme du SNDO**7. Ressources financières et humaines :**

Le SNDO est composé d'environ 145 agents dont 60 % de cadres⁵⁷. Il dispose de moyens financiers importants et jouit d'une grande marge de manœuvre pour engager les crédits budgétaires qui lui sont alloués, que ce soit pour l'acquisition de matériel informatique ou pour le recrutement du personnel.

⁵⁷ Au 31-12-2003.

Ainsi, Le directeur général a la possibilité de fixer les salaires des employés sans contrainte⁵⁸, ce qui permet à l'Office de la dette suédois d'attirer les compétences nécessaires dont il a besoin sur le marché. Toutefois, il demeure difficile de concurrencer le niveau des salaires offerts sur le marché pour les grandes compétences.

8. Gestion des risques :

Les principes directeurs auxquels participe activement l'Office de la dette constituent le cadre de base de gestion des risques en Suède. Les niveaux de risques tolérables y sont déterminés en utilisant un raisonnement aussi bien qualitatif que quantitatif à travers l'utilisation de modèles statistiques⁵⁹ qui produisent des simulations d'un ensemble de portefeuilles d'emprunts fictifs.

Les principes directeurs ciblent une durée courte de 2,7 ans⁶⁰, donc une dette assez concentrée sur le court terme. Ils ciblent pour cela une réduction importante des coûts vu que les taux à court terme sont généralement inférieurs aux taux à long terme. Les pouvoirs publics estimant que la structure économique et financière du pays et l'infrastructure du marché le permettent, ont ainsi fait le choix volontaire de s'exposer, plus que la plupart des pays européens, au risque de refinancement et au risque de taux⁶¹.

Le SNDO adopte pour la gestion des risques une approche fondée sur la technique de la gestion actif/passif utilisée par les établissements financiers, qui prend en compte l'intégralité du bilan de l'Etat. L'intérêt de l'utilisation d'une telle

⁵⁸ En Suède, les salaires de la fonction publique ne sont pas fixés par voie réglementaire. Ils dépendent de l'importance de la demande pour une compétence donnée sur le marché du travail.

⁵⁹ Ces modèles permettent d'effectuer des prévisions de l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change, du PIB et des besoins d'emprunts sur un horizon temporel lointain qui atteint jusqu'à 30 ans.

⁶⁰ La durée cible pour l'année 2004 est de 2.7 ans (± 0.3 ans). Elle est contenue dans un intervalle à fin de tenir compte des fluctuations de la demande des investisseurs pour les titres de l'Etat.

⁶¹ Les taux à court terme ont tendance à être plus volatils que les taux à long terme.

méthode est de permettre une gestion des risques plus cohérente que si le coût de la dette était considéré isolément des autres éléments au bilan de l'Etat.

Le SNDO recourt également de manière fréquente aux instruments dérivés et notamment aux contrats d'échanges de taux d'intérêts en vue de gérer activement les risques liés à la dette.

9. Contrôle et évaluation :

La gestion de la dette publique est soumise à de multiples contrôles. Ainsi le service de l'audit interne rend compte directement au Conseil du SNDO des résultats d'audits portant sur les activités du bureau de la dette. Celui-ci surveille et évalue la gestion opérationnelle de la dette et en fait rapport au gouvernement.

Le gouvernement procède à l'évaluation des résultats des décisions et de la gestion du SNDO, ainsi que la proposition annuelle des principes directeurs de gestion de la dette et les soumet dans le cadre d'un rapport annuel dit "rapport d'évaluation de la gestion de la dette" à l'approbation du Parlement. Cela permet à ce dernier d'apprécier la gestion de la dette dans son ensemble.

En outre, la moitié des membres du conseil étant eux-mêmes des parlementaires, ils sont non seulement informés en permanence de la conduite de la gestion de la dette, mais ils prennent en plus une part active dans les décisions opérationnelles ainsi que dans la mise en place des principes directeurs.

Enfin, un contrôle externe est effectué par l'instance supérieure de contrôle des finances publiques en Suède : le Bureau national de l'audit. Cet organisme indépendant d'audit vérifie également les activités et les comptes de l'Office de la dette.

Section 2 : Le Royaume Uni, une tradition de marché

Après la Suède, nous allons aborder l'étude du Royaume Uni, qui est un pays caractérisé par la prépondérance de la culture de marché au sein de l'ensemble des secteurs de l'économie, en vue d'apprécier l'évolution des marchés et de la gestion de la dette publique.

1. Objectifs et cadre institutionnel :

Les objectifs assignés à la gestion de la dette publique au Royaume Uni tels que définis par la loi⁶² sont de: "réduire à long terme autant que possible le coût des besoins de financement du gouvernement en tenant compte du risque et en s'assurant que la gestion de la dette cadre avec les objectifs de la politique monétaire."

Pour atteindre ces objectifs, les pouvoirs publics ont eu pour souci de mettre en place une politique d'émission ouverte, prévisible et transparente, à travers la publication d'un calendrier d'adjudications annuel, comportant les catégories et les échéances d'obligations devant être émises. Ils ont également œuvré au développement de la liquidité du marché et à la mise en place d'une gestion active de leur dette.

La responsabilité de la gestion de la trésorerie et de la dette autrefois confiée à la banque d'Angleterre a été transférée depuis Mai 1997 au Ministère des Finances.

⁶² Article 12 du "code de stabilité budgétaire", qui, en vertu de l'article 155 de la loi de finances de 1998, revêt un caractère juridique

2. Stratégie de gestion de la dette :

Le Ministère des Finances détermine la stratégie de gestion de la dette qui est consignée dans un document public dit "framework document".

Un bureau de gestion de la dette (DMO⁶³) rattaché au Ministère des finances et jouissant d'une certaine autonomie a été mis en place. Celui-ci a, au 1^{er} Avril 1998, officiellement pris en charge la gestion opérationnelle de la dette et depuis l'année 2000 celle de la trésorerie de l'Etat, missions qui étaient confiées précédemment à la banque d'Angleterre.

Le Ministère des finances détermine en collaboration avec le DMO les modalités des émissions prévues au cours de l'année. Dans un rapport⁶⁴ établi annuellement à l'occasion de la présentation de la loi de finances, il expose notamment le programme d'emprunts du gouvernement, les prévisions d'émissions sur le marché, les instruments utilisés et la proportion relative de chaque catégorie d'obligations émises ainsi que le calendrier des adjudications pour l'année à venir.

Le Ministère des Finances détermine le cadre stratégique et financier au sein duquel le DMO exerce ses activités et délègue à son chef le pouvoir de prendre des décisions opérationnelles concernant la gestion de la dette, la gestion de la trésorerie et les questions de gestion quotidienne en respect d'objectifs spécifiques qui lui sont assignés et qui sont consignés annuellement dans un document public (framework document). La stratégie des pouvoirs publics œuvre notamment à prolonger la durée de vie moyenne de la dette publique⁶⁵ en vue de réduire les risques de refinancement, à satisfaire la demande de titres à longue échéance exigées par les caisses de retraite et à réduire l'impact sur le niveau de liquidité exigé par la politique monétaire.

⁶³ Debt Management Office.

⁶⁴ Rapport annuel sur la gestion de la dette et des réserves.

⁶⁵ La durée de la dette au Royaume Uni se situe aux alentours de 7.40 ans à fin 2003, soit plus que la majorité des pays européens.

3. Développement des marchés et structure de la dette publique:

Plusieurs réformes ont été entamées depuis 1995 pour mettre en place un marché performant de titres de l'Etat touchant aux méthodes d'émissions, aux modifications structurelles du marché, ou encore à l'élargissement de la gamme des titres offerts. Des efforts ont été consentis au niveau de l'amélioration de la transparence et de la communication à l'égard des marchés, ce qui a contribué à réduire considérablement les primes de liquidité exigées par les investisseurs.

Un marché libre des pensions a été mis en place en 1996 et a permis aux acteurs du marché de faciliter le financement de leurs positions. Ceci a eu un impact favorable sur l'accroissement de la liquidité du marché⁶⁶.

Le portefeuille de la dette intérieure de l'Etat au Royaume uni est constitué par les bons du Trésor et les obligations de premier ordre ordinaires et celles qui sont indexées. Son encours a atteint 335 milliards de Livres Sterling en valeur nominale dont plus de 64% sont détenus par les sociétés d'assurance et les caisses de retraite. La dette publique a connu une baisse continue au cours des dernières années, mais le retour au déficit budgétaire a repris au cours des années 2003 et 2004.

Les bons du Trésor sont des instruments négociables à court terme (1 à 364 jours) et dont l'encours ne dépasse pas 7 % du total de la dette intérieure. Le DMO procède à des adjudications par appel d'offres hebdomadaires de bons du Trésor pour assurer la gestion de la trésorerie de l'Etat. Les montants et les échéances des bons offerts chaque semaine sont précisés dans un avis public une semaine avant l'adjudication.

⁶⁶ Les pensions représentent actuellement environ la moitié des opérations au jour le jour sur le marché monétaire de la livre.

Les obligations de premier ordre, composées principalement d'obligations ordinaires et d'obligations indexées, constituent plus de 93 % du total de la dette intérieure et sont à ce titre, le principal moyen de financement du Trésor au Royaume Uni. Les obligations ordinaires sont principalement concentrées sur des échéances de 5, 10 et 30 ans. Le Trésor verse semestriellement une somme fixe aux détenteurs de ces titres jusqu'à la date d'échéance où il verse le dernier coupon et le principal. Ces obligations représentent près de 70 % du portefeuille de la dette⁶⁷. Les obligations indexées sont des titres dont les paiements des intérêts semi-annuels ainsi que le principal sont ajustés en fonction de l'inflation⁶⁸. Le Royaume Uni a été l'un des premiers pays européens à émettre de tels titres⁶⁹ qui représentent actuellement près de 23 % du portefeuille de la dette.

Pour l'émission des obligations de premier ordre, le Trésor recourt à la technique des adjudications sur la base d'un calendrier annuel rendu public qui précise les dates et les titres proposés au cours de l'année. De plus, une semaine avant l'adjudication, les montants exacts des emprunts sont diffusés dans le public, ce qui améliore la visibilité des investisseurs et réduit les primes de risques d'incertitude exigées par les investisseurs.

Le DMO peut également recourir mais très rarement à des émissions "en continu" pour des raisons de régulations des marchés notamment dans le cas où la demande excède l'offre pour un titre ou un segment particulier du marché.

4. Gestion active de la dette :

Le DMO a adopté le principe de concentrer la dette sur des titres de référence dont les échéances principales sont 5, 10 et 30 ans et recour à la technique de l'assimilation.

⁶⁷ À fin décembre 2003.

⁶⁸ L'indexation à l'inflation est basée sur l'indice britannique des prix de détail.

⁶⁹ La première émission de titres indexés sur l'inflation date de 1981.

Il procède à certaines opérations de gestion active comme les rachats, les conversions ou les substitutions de titres particuliers contre de nouveaux titres émis ou des titres de référence, ainsi que les mises en pension. Les principaux objectifs sont l'accroissement rapide de l'encours des nouvelles obligations de référence, le lissage de l'échéancier de remboursement de la dette et la concentration de la liquidité sur l'ensemble de la courbe des rendements des obligations émises sur le primaire.

5. Les spécialistes en valeurs du Trésor :

Le marché des titres de l'Etat au Royaume Uni est un marché de gros où les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)⁷⁰ jouent un rôle important. À fin 2004, 16 maisons de courtage étaient agréées par le DMO comme teneurs du marché des obligations ordinaires. Dix d'entre elles sont également SVT pour les valeurs indexées du Trésor⁷¹

Les SVT sont également membres de la bourse de Londres. Ils assument certaines obligations telles que la participation pour un volume minimal aux émissions sur le primaire, la tenue du marché secondaire pour les titres non indexés et l'information du DMO sur la conjoncture du marché de la dette. En contrepartie, ils disposent de certains privilèges comme la capacité de soumettre des offres concurrentielles. Ils sont également sollicités, à travers des réunions trimestrielles organisées par le DMO, à donner des avis sur les montants qui doivent être adjugés ou sur certaines questions concernant le marché.

Les SVT sont en outre tenus depuis 2002, de proposer des cours acheteurs et des cours vendeurs pour un ensemble limité d'émissions de référence dans le but d'accroître la liquidité du marché entre spécialistes en valeurs du Trésor au profit de l'ensemble du marché secondaire des obligations de premier ordre.

⁷⁰ Dits GEMM ou ; Gilt-edged market makers.

⁷¹ Dits Index Linked GEMM.

Par ailleurs, les échanges entre SVT se font le plus souvent par le biais de courtiers intermédiaires spécialisés⁷². A fin 2004, il y avait quatre courtiers intermédiaires spécialisés dans les obligations de premier ordre. Ces derniers ont pour principale fonction d'assurer une certaine liquidité sur les marchés secondaires en permettant aux SVT de se départir anonymement de certaines quantités d'obligations de premier ordre acquises dans l'exercice de leur rôle de teneurs de marché.

6. Relations avec les investisseurs :

Le DMO œuvre à entretenir des liens étroits avec les organes de réglementation et les opérateurs du marché en vue de promouvoir le fonctionnement efficient des marchés et la liquidité du marché des obligations de premier ordre.

A cette fin, le DMO procède à la consultation des SVT et des groupes d'investisseurs avant de rendre public le calendrier des adjudications de chaque trimestre. Il tient également des réunions trimestrielles avec les représentants des investisseurs opérant sur le marché secondaire dont les procès verbaux sont rendus publics.

7. Organisation :

Le DMO est chargé de la gestion opérationnelle de la dette par délégation du Ministère des Finances. Celui-ci assigne au DMO un ensemble de missions d'ordre général (ou stratégique) qui sont notamment d'assurer la gestion de la dette publique et de la trésorerie conformément aux objectifs qui lui sont tracés par les pouvoirs publics, d'assister le Ministère des Finances dans la formulation de stratégies de gestion de la dette et de la trésorerie et d'assurer le

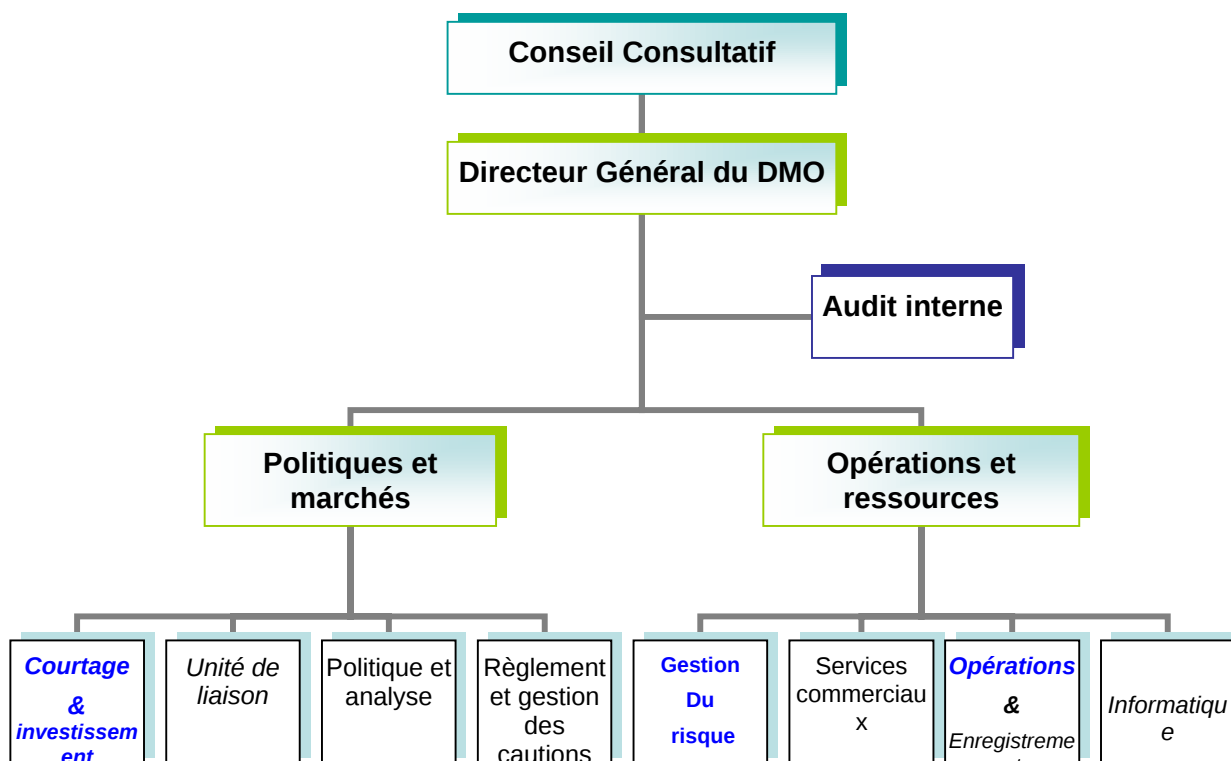
⁷² Inter-dealers brokers

développement de systèmes de gestion de risque appropriés. Des objectifs de performances annuels sont également confiés au DMO comme par exemple que le temps maximal d'énonciation des adjudications soit inférieur à 40 minutes pour les obligations et 30 minutes pour les bons du Trésor et que les réponses aux questions des investisseurs reçus par email aient lieu dans un délai maximal de 2 semaines⁷³. Ses attributions ont été élargies en juillet 2002, lors de sa fusion avec le Public World Loan Board, organisme responsable d'emprunter des fonds du gouvernement central aux gouvernements locaux et avec le Commissioners for the Reduction of the Nationam Debt, qui est un établissement responsable de l'investissement de certains fonds du gouvernement central.

Le Conseil consultatif constitue le plus grand organe de décision du DMO. Celui-ci est présidé par le Directeur général du DMO et comporte cinq autres membres, deux directeurs du DMO (service politiques et marchés et service des opérations et ressources) en plus d'un représentant du Ministère des finances et de deux personnalités connues pour leur compétence en matière financière.

Le DMO est composé de deux grands services, à savoir le service de "politiques et marchés" qui s'occupe principalement des relations avec le marché fonctions (front office) en plus d'une fonction d'analyse et le service "opérations et ressources" qui prend en charge les opérations de back office, de gestion et de contrôle des risques (middle office).

⁷³ Performance targets 2004-2005 , in www.dmo.gov.uk

Organigramme du DMO⁷⁴**8. Ressources humaines et financières :**

Le DMO dispose actuellement d'un effectif de 78 agents⁷⁵. Le DMO œuvre à mettre en place une politique de gestion des ressources humaines basée sur une affectation à des tâches opportunes et une formation continue en vue de maintenir et mettre en valeur les ressources humaines dont il dispose.

Le DMO possède à ce titre un pouvoir délégué concernant les salaires, la formation et l'établissement de modalités visant à recruter, retenir et motiver les

⁷⁴ Le DMO compte, depuis le 1er juillet 2002, deux unités supplémentaires après sa fusion avec le PWLB et le CRND.

⁷⁵ Au 30-06-2004. Source www.dmo.gov.uk.

employés. Celles-ci doivent toutefois, cadrer avec la politique de rémunération du secteur public.

9. Gestion des risques :

La gestion de la dette publique s'inscrit dans un cadre de gestion du risque fixé dans le cadre de la stratégie adoptée par le ministère des finances qui précise les niveaux des risques.

Les principaux risques pris en compte comprennent le risque de refinancement que le DMO définit comme étant le risque que le gouvernement ne puisse refinancer la dette venant à échéance qu'en contractant de nouveaux emprunts, ou en s'acquittant de frais de financement plus élevé. Le deuxième grand risque est le risque de taux d'intérêt qui peut provoquer des fluctuations importantes du service de la dette⁷⁶.

Une importance de plus en plus grande est également accordée au risque opérationnel, dans le sens où il peut donner lieu à des pertes financières considérables et à une altération de la confiance des opérateurs envers les titres publics.

10. Coordination et contrôle

a) Relations du DMO avec le Ministère des finances et la Banque Centrale :

Les rapports entre le DMO et le Ministère des finances sont définis dans un document cadre⁷⁷ qui donne une description détaillée des fonctions, objectifs et hiérarchie des responsabilités du DMO et de ses relations avec le Ministère des finances. Ces relations comprennent un transfert permanent de flux

⁷⁶ A titre d'exemple, un investisseur ne peut s'adjuger plus de 25 % du montant émis sur les obligations ordinaires et 40 % sur les obligations indexées

⁷⁷ Pour plus de précisions consulter DMO Framework Document. In www.dmo.gov.uk.

d'informations. En outre, le ministère des finances établit la stratégie de gestion de la dette après consultation des responsables du DMO dans le cadre du conseil consultatif du DMO.

Concernant la relation entre le DMO et la Banque centrale, il est possible d'affirmer que malgré la séparation entre la gestion de la dette publique et la politique monétaire en 1997, la Banque d'Angleterre reste toujours un intervenant important dans la gestion de la dette. Elle est l'agent du DMO concernant l'émission des obligations de premier ordre et reste également responsable des emprunts en devises liés aux réserves officielles. En outre, l'objectif de gestion de la dette comporte une référence à la politique monétaire qui fait que la Banque d'Angleterre est sollicitée pour donner son avis sur le programme annuel d'emprunt et de son impact sur la politique monétaire.

b) Contrôle de la gestion de la dette publique :

Le responsable du DMO est nommé par le Ministre des finances et à ce titre, il rend compte de sa gestion et de l'exécution de son mandat. Il rend également compte au Parlement à l'occasion de la présentation officielle des comptes publics.

Le DMO est assujetti à un audit interne des systèmes de contrôle, à travers le comité d'audit du DMO qui est présidé par un administrateur n'ayant pas de responsabilité opérationnelle. Il est également soumis à un audit externe effectué par le Bureau national d'audit "*national audit office*" (NAO)⁷⁸ qui vérifie et certifie ses comptes et les soumet annuellement au Parlement pour approbation.

⁷⁸ NAO : organisme supérieur chargé du contrôle des finances publiques au Royaume Uni

Section 3. La France, une transition réussie vers un financement par le marché

1. Objectifs, stratégies et cadre institutionnel :

Les principaux objectifs assignés à la gestion de la dette publique en France sont de permettre à l'Etat d'emprunter dans les meilleures conditions possibles de coûts (au meilleur coût à long terme), en tenant compte des risques, ainsi que de la mise en place d'un marché de titres de l'Etat liquide et attractif pour les investisseurs.

La stratégie de gestion de la dette publique est fixée par le ministère des finances et est soumise à l'approbation du Parlement dans le cadre du "programme de gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat" annexé à la loi de finances. Elle s'articule notamment sur une limitation de la durée de vie moyenne du portefeuille de la dette⁷⁹ au voisinage de 6 ans, en vue de réduire les charges d'intérêts.

La gestion opérationnelle de la dette a été confiée depuis le 08 Février 2001 à l'Agence France Trésor (AFT), organisme rattaché hiérarchiquement à la direction du Trésor et qui a été dotée de moyens conséquents dans l'exercice de sa mission.

2. Développement du marché de la dette :

Estimant qu'elle a un impact direct sur les prix du primaire en raison de la prime de liquidité exigée par les investisseurs, les pouvoirs publics ont, depuis les années 80, accordé une grande importance à la liquidité du marché secondaire. Celui-ci est actuellement considéré un marché très liquide avec un volume de

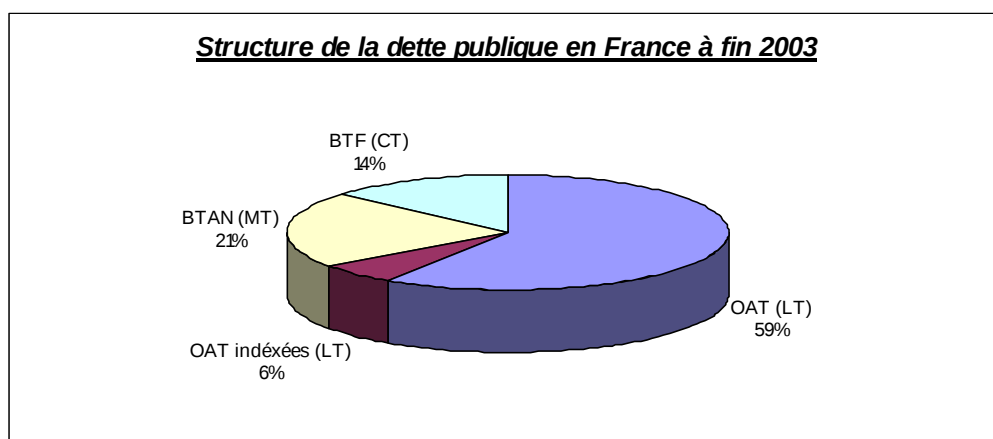
⁷⁹ la durée de vie moyenne de la dette publique en France est passée de 6 ans 99 jours à fin 1999 à 6 ans 47 jours à fin 2001 et à 5 ans 297 jours à fin 2003.

transactions quotidien moyen avoisinant les 16 % de l'encours total de la dette négociable.

Les pouvoirs publics ont également œuvré au développement du marché de la pension livrée dans l'objet d'accroître la liquidité des titres du Trésor et de diminuer à terme les coûts de financement de l'Etat. Dans ce sens, une base légale a été donnée à la pension livrée et a confirmé la neutralité fiscale de ces opérations⁸⁰.

3. Structure et instruments :

La dette publique négociable en France représente près de 95 % de la dette totale du Trésor. Elle se situe à fin 2003 à environ 741 milliards d'euros⁸¹ et une durée de vie moyenne cinq ans et 297 jours. Elle est composée de trois catégories de titres standardisés qui sont les obligations assimilables du trésor (OAT), les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) et les bons du Trésor à taux fixes et à intérêts précomptés (BTF).



Source : Agence France Trésor

⁸⁰ Loi du 31 Décembre 1993 sur la pension livrée.

⁸¹ Les charges d'intérêts se situent à fin 2004 à près de 38 milliards €.

Les obligations assimilables du Trésor (OAT) sont des titres dont les maturités se situent sur le long terme (entre 7 et 30 ans). Toutefois, elles restent principalement concentrées sur le segment du 10 ans. Les OAT constituent le principal moyen d'endettement du Trésor en France, puisqu'elles constituent près des 2/3 de la dette négociable totale. Elles sont émises à une fréquence mensuelle. Ce sont le plus souvent des titres à taux fixe quoique dans une moindre mesure, les OAT sont émises à taux variables ou à taux indexés sur l'inflation depuis 1997.

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) sont des instruments d'emprunt du Trésor à moyen terme. Ils ont des maturités de deux ou cinq ans et constituent, à fin 2003, près de 21 % de l'encours de la dette négociable. Ils sont émis à une fréquence mensuelle.

Les bons du Trésor à taux fixes et à intérêts précomptés (BTF) sont des titres à court terme, de maturité inférieure à un an et utilisés pour la gestion de la trésorerie de l'Etat. Les BTF représentent près de 14 % de l'encours de la dette négociable. Ils sont émis sur une base hebdomadaire selon un calendrier trimestriel, mais, il peut s'y ajouter, selon les besoins du Trésor, des émissions de maturités de quatre à sept semaines.

Les titres du Trésor sont émis sur la base d'un calendrier annuel pour les OAT, semestriel pour les BTAN et trimestriel pour les BTF. La voie d'émission privilégiée est l'adjudication au "prix demandé" et la syndication bancaire est plus rarement utilisée.

L'AFT indique, quelques jours⁸² avant l'adjudication, les montants exacts des BTF qu'elle entend émettre, ainsi que les lignes et le montant global précis sur lesquels les émissions des OAT et BTAN aura lieu. La Banque de France reçoit les soumissions, les classe et les transmet de manière anonyme à l'Agence France Trésor qui en arrête le montant. Les résultats des adjudications sont

⁸² Deux jours ouvrables pour les BTF et quatre jours pour les OAT et les BTAN.

communiqués dans un délai très court (moins de 5 minutes) grâce à l'utilisation de systèmes automatisés de télétransmission des adjudications.

4. La gestion active de la dette publique :

L'AFT procède à une gestion active de la dette publique à travers le recours à des opérations de rachats de titres de gré à gré ou à des adjudications à l'envers. Les principaux objectifs recherchés sont le lissage de l'échéancier de remboursement, ainsi que la liquidité et la valorisation des lignes obligataires anciennes qui ne seront plus émises.

La trésorerie de l'Etat fait également l'objet d'une gestion active. L'AFT a mis en place en coordination avec la direction de la comptabilité publique et l'agence centrale comptable du Trésor⁸³ des dispositifs pour permettre d'améliorer la prévisibilité des mouvements du compte du Trésor. En outre, une convention entre la Banque de France qui assure la tenue du compte de l'Etat et l'AFT a été mise en place en mai 2002 dans l'objet principal est d'améliorer la qualité des services bancaires rendus à l'Etat et de diminuer le solde de son compte en fin de journée⁸⁴.

Ces mesures ont notamment permis à l'AFT de connaître en permanence la position consolidée du compte de l'Etat⁸⁵ et de procéder à une gestion active de la trésorerie en plaçant les excédents sur le marché au jour le jour⁸⁶.

⁸³ Départements du ministère des finances.

⁸⁴ Le solde minimal en fin de journée du compte de l'Etat est maintenu créditeur pour au moins 100 millions €. Ce qui représente un montant assez faible en comparaison avec les 25 milliards € de flux financiers quotidiens qu'enregistre ce compte.

⁸⁵ L'AFT est en mesure de connaître la position consolidée du compte de l'Etat toutes les 30 minutes ce qui lui permet d'évaluer de manière précise ses besoins ou ses excédents de trésorerie.

⁸⁶ Les opérations de gestion de trésorerie ont rapporté à l'Etat près de 760 Millions d'euros au cours de l'année 2003, soit près de 2 % de la charge d'intérêt totale de la dette pendant la dite période.

5. Les spécialistes en valeurs du trésor :

Depuis Février 1987, le Trésor s'appuie dans sa politique d'émission sur un réseau de spécialistes en valeurs du trésor (SVT) rassemblant les intervenants les plus actifs sur le marché des titres de l'Etat. Au nombre de 13 lors de l'institution de ce système en 1987, la liste des SVT a évolué au fil des années pour atteindre 21⁸⁷ à fin 2004.

Les SVT sont tenus à respecter les termes d'un cadre d'exercice spécifique mis en place en 1986. Ce cadre a été révisé récemment, une nouvelle charte est entrée en vigueur à l'été 2003 qui tient compte de la création de l'AFT et du développement des marchés de titres de l'Etat.

Selon cette charte, les SVT s'engagent à contribuer au bon déroulement des adjudications sur le marché primaire et à y participer de façon significative pour un volume minimum de 2% des volumes adjugés. Ils sont également tenus d'assurer la liquidité du marché secondaire des titres de l'Etat en participant aux transactions sur le marché au comptant pour au moins 2 % des transactions, ainsi que sur le marché de la pension livrée⁸⁸ et en assurant une couverture de l'ensemble des titres émis. Les SVT sont tenus d'afficher en permanence des cours acheteurs et vendeurs sur les principales lignes.

Enfin, les SVT ont pour missions de conseiller et d'informer régulièrement l'AFT sur l'évolution des marchés et le volume des opérations traitées et d'assurer la promotion des valeurs du Trésor auprès d'une large base d'investisseurs nationaux et internationaux.

⁸⁷ 5 établissements français et 16 établissements étrangers.

⁸⁸ Le Trésor a mis en place en 1994 un système de spécialistes en pensions sur les valeurs du Trésor pour animer le marché des pensions. Toutefois, depuis janvier 1996 leur statut a été intégré à celui des SVT. Ainsi, l'ensemble des SVT a vocation à opérer sur le marché de la pension contre valeurs du Trésor.

L'AFT procède, depuis 2001, à un classement des SVT sur la base des performances qu'ils ont enregistrées au cours de l'année, afin de stimuler l'efficacité dans l'exercice des missions qui leur ont été dévolues. Ce classement prend en compte l'ensemble de leurs activités sur le marché primaire et secondaire, ainsi que leur rôle en matière de conseil, d'information et de promotion des valeurs du Trésor.

6. Relations avec les investisseurs :

Après l'introduction de la monnaie unique, une concurrence accrue a été constatée entre les émetteurs souverains des pays de la zone euro en vue d'améliorer la liquidité de leurs marchés et d'attirer les investisseurs en titres de l'Etat.

L'AFT œuvre, dans ce sens, à la promotion des titres de l'Etat auprès des investisseurs nationaux et internationaux⁸⁹. Le réseau des spécialistes en valeurs du Trésor joue un rôle important dans ce sens. De plus, les responsables de l'agence effectuent également des déplacements fréquents vers de nombreux pays en vue d'attirer les investisseurs internationaux⁹⁰.

Les responsables procèdent également à des communications fréquentes avec les intervenants sur le marché et mettent à la disposition des investisseurs et du public en général un ensemble d'informations relatives à la dette publique et à ses principaux instruments dans le site Internet de l'agence.

⁸⁹ Les titres publics détenus par des non résidents constituent près de 42 % de l'encours total de la dette négociable française.

⁹⁰ Les responsables de l'Agence France trésor ont effectué 26 déplacements dans divers pays du monde en 2004 pour faire la promotion des titres publics français.

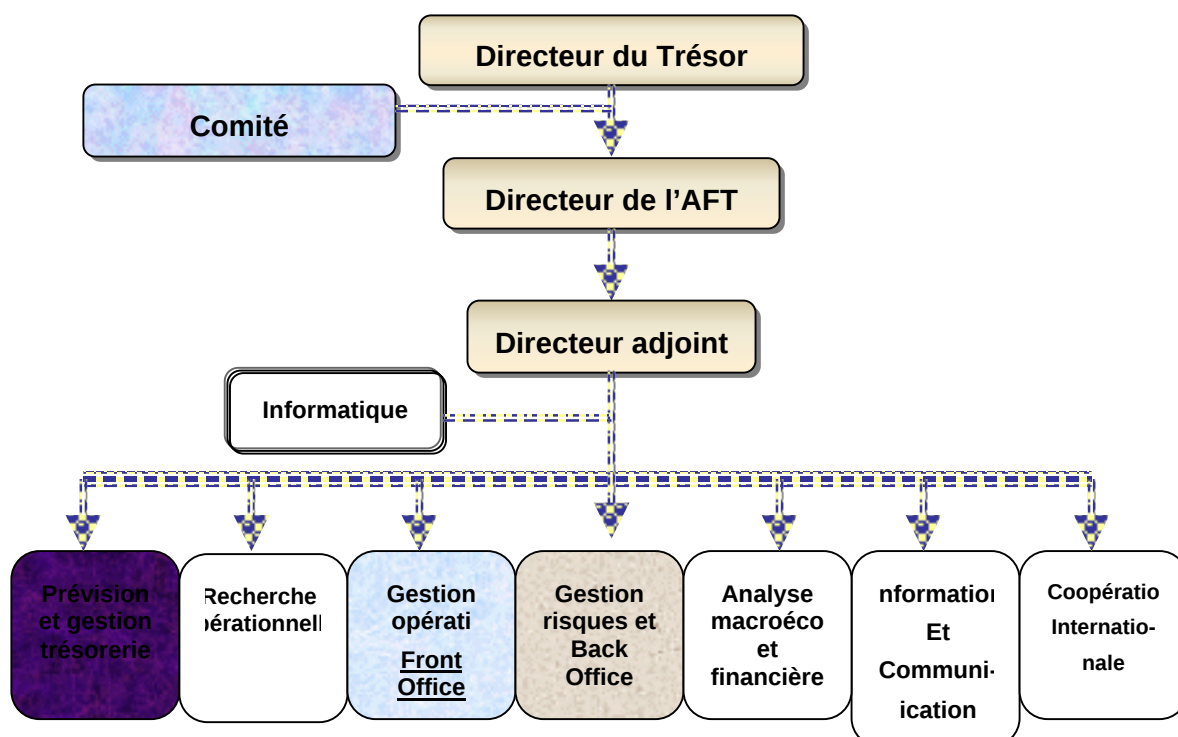
7. Organisation, ressources humaines

L'agence France Trésor n'a pas la structure d'un établissement public autonome, mais constitue un service rattaché à la direction du trésor. Elle est, à ce titre, placée sous l'autorité du directeur du Trésor et est dirigée par un directeur général désigné par le Ministre des Finances.

Un comité stratégique à caractère consultatif assiste l'AFT dans la gestion de la dette de l'Etat. Il est composé de huit personnalités connues pour leur compétence en matière financière. Il se réunit deux fois par an pour donner son opinion sur les principes qui gouvernent la gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat, sur les pratiques actuelles et les évolutions envisageables.

L'examen de la structure organisationnelle de l'AFT indique les principaux services suivants :

- Le service "gestion opérationnelle de la dette" ou Front office est en liaison directe avec le marché. Il est à ce titre chargé des adjudications ainsi que des opérations de gestion active de la dette ;
- Le service "prévision et gestion de la trésorerie». Sa mission principale est d'établir les prévisions de trésorerie à travers le suivi de l'évolution du solde du compte de l'Etat chez la banque de France et du rythme d'exécution des recettes et des dépenses par les comptables publics. Il assure également un rôle de "front office" pour les opérations d'emprunt et de gestion de la trésorerie ;
- Le service "contrôle et gestion des risques et post-marché" est chargé de la gestion des risques et de la mise en place du code et des procédures de contrôle. Il assure également une fonction de "back office" à travers l'enregistrement comptable et le suivi de l'ensemble des opérations de l'AFT ;
- Le service " information et communication" est chargé de la diffusion de l'information vers les milieux financiers et de la collecte de l'information économique pertinente.

Organigramme de l'Agence France Trésor

L'effectif de l'AFT compte 32 agents⁹¹, dont des fonctionnaires du ministère des finances (19 personnes), mais également des agents contractuels (13 personnes) recrutés sur le même mode que celui du secteur privé. Les agents contractuels peuvent être embauchés à plein temps ou à titre de consultants. Ils opèrent dans les fonctions qui nécessitent des niveaux de compétence élevés en matière financière telles que la gestion des risques et le back office.

8. Gestion des risques :

La gestion des risques prend une place importante dans la gestion de la dette publique. L'AFT dispose d'un cadre de contrôle des risques conforme aux règles appliquées au secteur bancaire⁹².

⁹¹ A fin 2004

⁹² Elle se conforme dans ce sens au règlement 97-02 du comité de la réglementation bancaire et financière

Le risque principal pris en considération est le risque de taux. Pour y faire face, l'AFT a la possibilité de recours, depuis la fin 2001, à des instruments dérivés, à travers des opérations de SWAPS (contrats d'échanges) de taux. Toutefois, ces opérations restent relativement peu utilisés. Leur volume ne dépassant pas les 7% de la dette négociable.

9. Contrôle :

Le contrôle de la gestion de la dette publique française s'effectue à de multiples niveaux. Ainsi, au niveau de l'agence, une charte de déontologie a été mise en place. Elle précise l'ensemble des règles auxquelles sont soumis les agents travaillant pour le compte ou dans le cadre de l'agence. Elle dispose également d'un cahier de procédures qui définit le cadre de travail et détaille les normes de gestion, d'organisation et de contrôle.

L'agence France Trésor est soumise au contrôle du directeur du Trésor dont elle dépend ainsi qu'au contrôle du ministère des finances. L'agence élabore un rapport d'activité annuel dans lequel elle expose les opérations de gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat ainsi que les bilans périodiques qui retracent de manière détaillée la structure et la consistance de la dette. Ces rapports sont communiqués au ministère des finances et font l'objet d'une large diffusion publique à travers aussi bien le site Internet de l'AFT que de sites d'information financière spécialisés tels que Reuter ou Bloomberg .

Le Ministère des Finances informe le Parlement de la conduite de la gestion de la dette publique au travers des rapports accompagnant la loi de finances et en répondant aux diverses questions des parlementaires.

L'AFT est également soumise à un audit externe réalisé par un cabinet d'audit international. Celui-ci est notamment chargé de s'assurer de la conformité des opérations réalisées par l'AFT, aux autorisations accordées par la loi de finances,

ainsi que de l'adéquation des procédures de contrôle interne et de mesures prudentielles au sein de l'agence. Enfin, la gestion de la dette fait l'objet, depuis l'année 2002, d'un audit annuel effectué par la Cour des Comptes.

Section 4 : La Belgique , un développement rapide du marché de la dette

1. Objectifs, stratégie et cadre institutionnel :

Les principaux objectifs assignés à la gestion de la dette publique en Belgique, tels que définis par la loi⁹³, sont de : "minimiser le coût financier de la dette de l'Etat dans le cadre d'une gestion des risques et dans le respect des objectifs généraux de la politique budgétaire et de la politique monétaire".

Le Parlement donne autorisation au Ministère des finances, en respect des objectifs suscités, d'emprunter et de procéder à des opérations de gestion active dans le cadre de la loi de finances annuelle.

Le ministre des finances élabore un document intitulé "directives générales de la dette de l'Etat", où il précise la stratégie poursuivie en matière de gestion de la dette publique. Celle-ci préconise, notamment, le développement de l'efficacité, de la transparence et de la liquidité du marché des titres publics et précise les limites de risques à prendre en considération au titre de la gestion de la dette.

Une agence de la dette rattachée au directeur du Trésor est chargée de la gestion opérationnelle de la dette publique. Elle est supervisée par un "comité stratégique" présidé par le directeur du Trésor qui a la responsabilité administrative de veiller à ce que l'agence applique les directives générales de la dette.

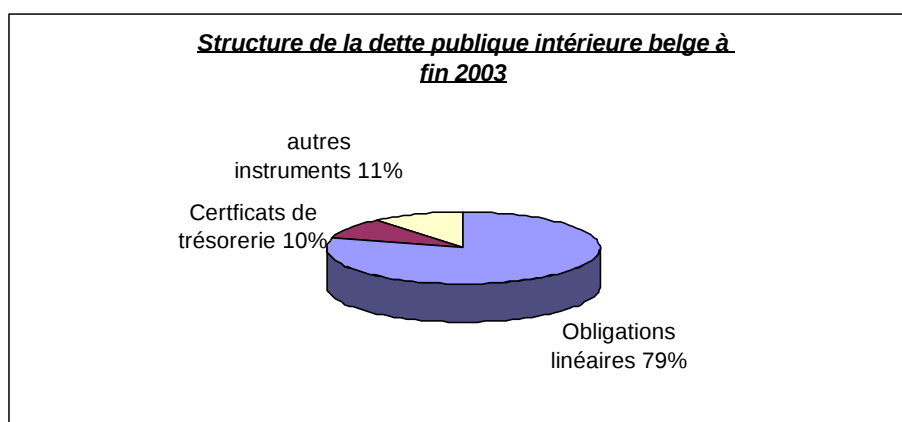
⁹³ Budget des voies et moyens de l'Etat (loi de finances), 1997, article 8.

2. Développement du marché et structure de la dette :

Le Trésor œuvre à développer le marché de la dette et à en promouvoir la liquidité estimant que cela a "un impact positif sur la fixation du prix des instruments financiers et donc sur le coût de la dette⁹⁴". La liquidité du marché secondaire et la baisse des prix qu'elle entraîne sur ce compartiment étant considérée comme influente sur les prix pratiqués sur le primaire et par suite sur la réduction des charges de la dette. Pour améliorer la liquidité de ces titres, le Trésor a notamment procédé à la concentration de ces émissions sur des titres de référence, à l'amélioration de la communication envers les marchés et au développement du marché de la pension livrée.

La négociation des titres de l'Etat peut avoir lieu sur deux types de marchés réglementés à savoir, le marché boursier "Euronext Bruxelles " et le marché hors bourse.

La dette publique intérieure belge totalise, à fin 2003, près de 259 milliards d'euros soit environ 99 % du PIB. Elle est composée de multiples instruments dont les principaux sont les obligations linéaires et les certificats de trésorerie.



⁹⁴ "Rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2003" ; administration de la Trésorerie.

Les obligations linéaires (OLO) sont des titres à moyen ou long terme à taux fixe mais également à taux variable. Ils totalisent à fin 2003, près de 80 % de l'encours total de la dette et constituent à ce titre, les principaux moyens de financement du Trésor. Elles sont émises à un rythme d'une fois tous les deux mois⁹⁵ au moyen d'adjudications, mais sont également souvent émises par voie de syndication ; notamment lors de l'ouverture d'une nouvelle ligne.

Les certificats de trésorerie (CT) sont des titres à court terme ayant une durée inférieure à un an⁹⁶. Ils sont émis par adjudication à un rythme bimensuel et constituent, à fin 2003, près de 10 % de l'encours total de la dette.

Les OLO et les CT sont émis *par adjudication* sur la base d'un calendrier indicatif publié avant le 1^{er} janvier de l'année. Ce calendrier comporte notamment les dates des adjudications et les codes des lignes à émettre. Quelques jours avant l'adjudication, les caractéristiques des titres émis ainsi que la fourchette du montant global à adjuger, toutes lignes émises confondues sont communiquées au public. Les résultats des adjudications sont communiqués via le système électronique d'adjudication⁹⁷ environ 10 minutes après la clôture des soumissions à travers le site Internet de l'agence de la dette et les sites des agences de communication financière internationales telles que Bloomberg ou Reuter.

Les OLO et les CT peuvent également, dans des limites déterminées, faire l'objet d'offres non compétitives au profit des spécialistes en valeurs du Trésor. Elles peuvent en outre être émis par syndication de plusieurs spécialistes en valeurs du Trésor⁹⁸. L'opération est dirigée par des chefs de file (lead manager), les autres faisant partie du syndicat au titre de manager ou de co-manager. Cette

⁹⁵ Le rythme des adjudications a tendance à diminuer. Ainsi, en 2003 seules quatre adjudications ont eu lieu.

⁹⁶ Les certificats de trésorerie comportent des échéances de 3 mois, 6 mois et 12 mois.

⁹⁷ Depuis mai 2000, l'introduction des offres par fax a laissé la place à une procédure de soumission automatisée, ce qui a permis de réduire le délai entre l'introduction des offres et l'annonce des résultats à environ dix minutes après la fin des adjudications.

⁹⁸ Les taux de l'émission d'OLO sont déterminés après négociation directe avec le syndicat. Cette technique est particulièrement utilisée lors de l'introduction de nouvelles lignes de référence d'OLO.

technique qui a été introduite en 1997 prend une part de plus en plus importante dans les émissions en OLO ⁹⁹.

3. Gestion active de la dette :

Sous l'impulsion de la concurrence entre les émetteurs de la zone euro, le Trésor belge a œuvré à la concentration de la dette publique sur un nombre restreint de lignes de référence¹⁰⁰ et à la mise en place d'une gestion active de la dette à travers des opérations de rachat¹⁰¹ ou d'échange de lignes anciennes contre des lignes nouvelles ou de référence.

Les principaux objectifs poursuivis sont le lissage de l'échéancier de remboursement et l'amélioration de la liquidité des titres de l'Etat¹⁰².

4. Les spécialistes en valeurs du trésor :

Un système de primary dealers, ou spécialistes en valeurs du trésor, a été instauré en Belgique en vue de favoriser le placement des émissions du Trésor sur le marché primaire, d'augmenter la liquidité du marché secondaire, en affichant en permanence des cotations des titres¹⁰³ et de promouvoir la dette de l'Etat auprès des investisseurs nationaux et internationaux. En contrepartie de ces obligations, les primary dealers disposent de certains avantages. Ainsi, les émissions par adjudications ne peuvent être faites que par l'intermédiaire des SVT. En outre, ces derniers disposent de la possibilité d'introduire des

⁹⁹ en 2003, les émissions d'OLO ont totalisé environ 24 Milliards d'euros, dont 10 Milliards ont été émis par syndication.

¹⁰⁰ La dette belge est concentrée sur environ une cinquantaine de lignes de référence, le montant moyen par ligne est d'environ 4.5 milliards d'euros en 2003.

¹⁰¹ Les opérations de rachats ont atteint en 2003 près de 5.1 Milliards d'euros

¹⁰² *"La liquidité a été améliorée grâce à la diminution progressive du nombre de lignes"*. Le Ministre des Finances, in rapport annuel sur la dette publique, 1998.

¹⁰³ Les SVT s'engagent selon la convention qui les lie au Trésor à afficher une cotation ferme jusqu'à un montant de 5 millions d'euros avec un spread maximal de 10 centimes pour les échéances à moins de 11 ans et 15 cm pour les échéances de plus de 11 ans.

souscriptions non compétitives dans la limite de 2% des montants totaux adjugés pour les obligations linéaires et pour les certificats de trésorerie.

Sous l'effet de la concurrence entre les émetteurs souverains de la zone euro, les pouvoirs publics ont procédé en 1999 à l'élargissement de l'accès au corps des *primary dealer* aux SVT européens et à la mise en place d'un nouveau corps d'intermédiaires dits "*recognized dealers*", dont la mission principale est la promotion de la dette publique au niveau international.

5. Relations avec les investisseurs :

La relation avec les investisseurs internationaux a pris une importance fondamentale sous le joug de la concurrence entre les émetteurs souverains de la zone euro et de l'importance qu'a prise la monnaie unique sur le marché international. En effet, près de la moitié des titres d'obligations linéaires et de certificats de trésorerie¹⁰⁴ sont détenus par des investisseurs étrangers.

Le Trésor œuvre à élargir la base des investisseurs en titres de l'Etat Belge. Il s'appuie dans ce sens sur son réseau de spécialistes "*primary dealers*" et de "*recognized dealers*", mais également sur ses propres services. Ainsi, l'agence de la dette a organisé en 2003, près d'une quinzaine de déplacements en Europe, en Asie et aux USA en vue d'assurer la promotion de la dette publique belge auprès des investisseurs internationaux.

6. Organisation et ressources humaines :

L'agence de la dette a été créée en 1998 en vue d'assurer la gestion opérationnelle de la dette publique. L'activité de l'agence de la dette est supervisée par un *comité stratégique* présidé par le directeur de l'administration de la trésorerie (Trésor) et est composé de cinq autres membres. Les trois

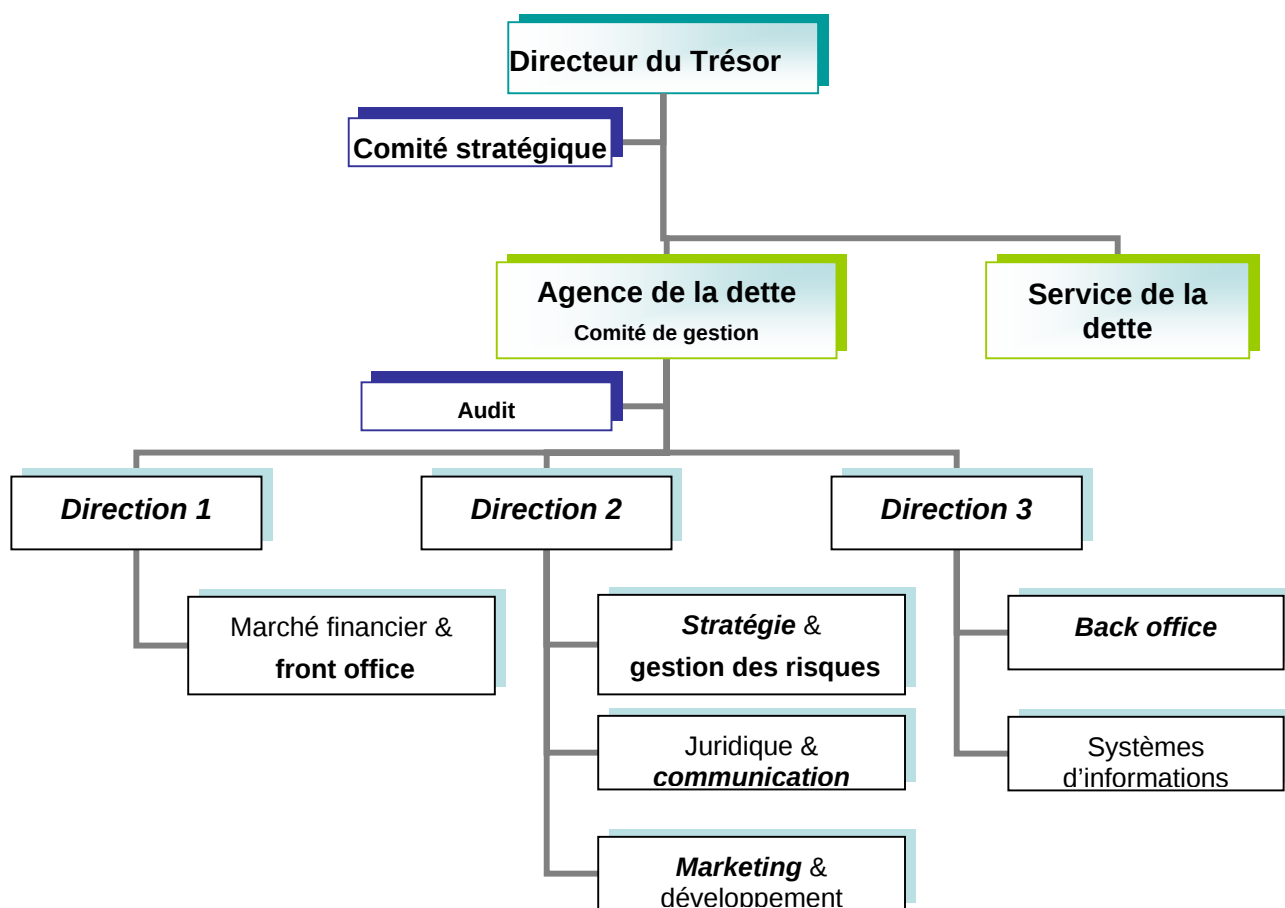
¹⁰⁴ Chiffres de 2003.

directeurs de l'agence, le chef du service de la dette publique et un représentant du Ministre des Finances.

L'agence fait partie de la structure de l'administration de la trésorerie (ministère des finances). Elle est chargée de la mise en œuvre des directives générales arrêtées par le ministre des finances sur proposition du comité stratégique et est formée de trois directions :

- La 1^{ère} direction est chargée de toutes les opérations de front office c'est-à-dire des émissions de titres ainsi que de toutes autres transactions sur les marchés ;
- La 2^{ème} direction est chargée de l'élaboration de la stratégie de gestion de la dette ainsi que de la mesure, du contrôle et de la gestion des risques liés à la dette publique. D'autres fonctions telles que le marketing ou la communication lui sont rattachées ;
- La 3^{ème} direction est chargée des fonctions de back office telles que l'enregistrement et le suivi comptable des opérations. Elle est également des systèmes informatiques.

L'agence de la dette est gérée par un *comité de gestion* composé du directeur du Trésor, des directeurs et des sous directeurs de l'agence. Ce comité est présidé alternativement par l'un des trois directeurs de l'agence.



A côté de l'agence de la dette, le service de la dette publique est chargé de certaines missions en relation avec la dette publique tels que les relations avec les autres entités publiques émettrices (collectivités locales, établissements publics, etc..) ainsi que la gestion de la dette garantie.

7. Cadre de gestion des risques

L'agence de la dette, par le biais de la cellule de gestion des risques, est chargée d'assurer le suivi et la gestion permanente des risques sur la base des directives générales établies par le ministère des finances. L'agence gère le risque de refinancement en veillant à la limitation du montant à refinancer dans une

certaine proportion de l'encours total de la dette¹⁰⁵. La protection contre le risque de taux est réalisée à travers la conclusion d'opérations sur produits dérivés.

L'agence de la dette établit régulièrement rapport au "comité stratégique de gestion de la dette" de l'évolution des risques et de la conduite de leur gestion.

8. Contrôle de la gestion de la dette publique :

Au début des années 1990, le Trésor a conclu des opérations massives sur les produits dérivés. Celles-ci ont occasionné des charges importantes sur le budget de l'Etat à cause des tensions observées en 1992 sur les marchés financiers et de la faible maîtrise de ce type d'opérations par les services du Trésor.

Depuis cette date, la Cour des Comptes est devenue très présente dans la gestion de la dette publique. Elle a ainsi exigé du Trésor de procéder à une évaluation mensuelle et à un bilan des décisions prises dans le cadre de la gestion de la dette et tient des réunions mensuelles avec le Trésor en vue de s'informer de la politique appliquée en matière de produits dérivés. En outre, la Cour des comptes procède au contrôle des résultats de la gestion de la dette dans le cadre de sa mission permanente de contrôle des finances publiques. Elle peut également effectuer des missions d'études et d'analyses sur des éléments particuliers relatifs à la dette publique. Enfin, la Cour des Comptes dispose d'un double du "grand livre de la dette publique" sur lequel sont inscrits les titres nominatifs des emprunts de l'Etat et les différents transferts de propriétés de ces titres.

¹⁰⁵ Le montant à refinancer dans les 12 mois est limité à 22,5 % de l'encours total de la dette et dans les 60 mois à 60 % de l'encours.

Section 5. Afrique Du Sud, un marché et une gestion de la dette fortement développés

1. Les objectifs, les stratégies et le cadre institutionnel de gestion de la dette :

Face à la contrainte de l'aggravation de l'endettement, l'Afrique du Sud a, depuis le début des années 1990, choisi d'accorder plus d'importance à la gestion de la dette en vue de la ramener à des niveaux raisonnables. En 1996, le Parlement sud africain a élaboré et adopté les grandes orientations et les principes pour la gestion de la dette publique, de la trésorerie et des risques. Celles-ci visaient à faire connaître les objectifs assignés à la gestion de la dette publique et traçaient les contours des stratégies à adopter.

Le cadre juridique de base s'articule autour de la *loi relative à la gestion des finances publiques* qui régleme la gestion financière au sein des administrations centrale et provinciales. Il désigne les responsabilités incombant aux personnes chargées de la gestion financière dans ces administrations; et énumère les objectifs assignés à la gestion de la dette publique. Ceux-ci consistent depuis 1999¹⁰⁶, à assurer les besoins de financement et "de réduire le coût de la dette dans des limites de risques acceptables".

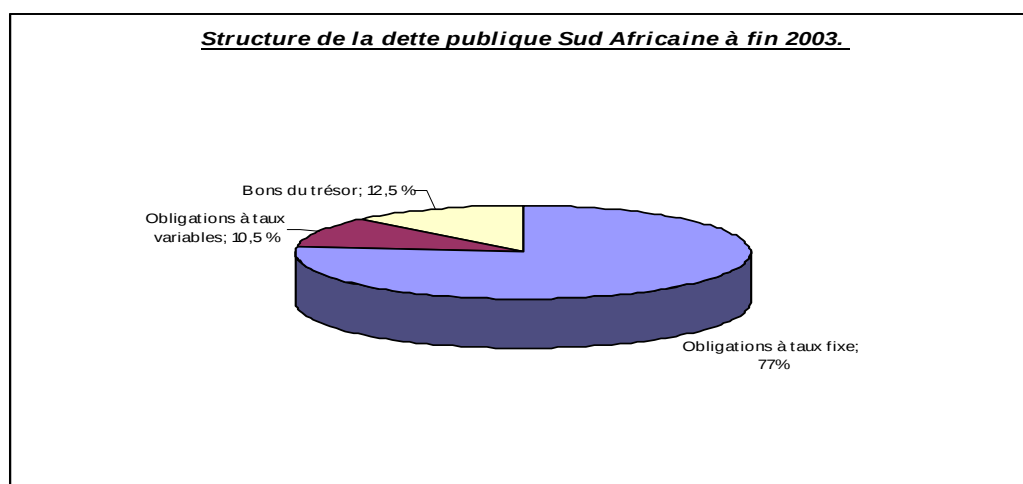
Le Ministère des Finances est chargé de l'élaboration et de la mise en œuvre de la stratégie de gestion de la dette. Un organisme rattaché à la structure du ministère dit "Division de la gestion actif-passif" a été chargé de prendre en charge la partie opérationnelle de la gestion de la dette publique. Sa mission a ensuite été étendue depuis 1999 à la gestion de la trésorerie de l'Etat qui était auparavant confiée à la Banque centrale.

¹⁰⁶ Au cours des années 90, l'objectif principal était de "créer un marché sud-africain des capitaux". La priorité des objectifs a changé en 1999, lorsque les autorités ont estimé que le marché de la dette était suffisamment développé.

2. Développement des marchés et structure de la dette :

Les pouvoirs publics ont œuvré depuis le début des années 90 à mettre en place un marché développé et liquide des titres de l'Etat. Pour cela, l'Etat s'est orienté pour assurer ses besoins de financement vers le marché en émettant de grandes lignes de référence. Il s'est également attaché à en développer l'infrastructure, à travers notamment la création d'une bourse obligataire¹⁰⁷ (BESA) dotée d'instruments modernes d'échange de données, de compensation et de règlement, d'un marché de pension, ainsi qu'une bourse dédiée aux opérations à terme.

La dette publique sud africaine est actuellement en grande partie négociable¹⁰⁸. Son encours a atteint à fin 2003 près de 460 milliards de Rand soit environ de 37% du PIB. Elle est composée d'obligations à taux fixe qui totalisent 77% de son encours, de bons du Trésor (12,5 %) et d'obligations à taux variable (10,5%).



Les titres sont généralement émis par adjudication sur la base d'un programme annuel déterminé par le Trésor. Celui-ci précise les besoins d'emprunt, le calendrier des adjudications, la structure et le volume des émissions. Quelques jours avant les adjudications le détail des instruments émis est diffusé dans le

¹⁰⁷ Bond Exchange of South Africa.

¹⁰⁸ Plus de 95 % des titres publics à taux fixe sont émis sur le marché

public. La Banque centrale est responsable depuis 1998, de l'organisation des adjudications des titres de l'Etat.

Pour la gestion de la trésorerie, le Trésor a également recours à l'émission de bons du Trésor à très court terme qui lui permettent de diminuer le volume des disponibilités en compte courant.

3. Gestion active de la dette :

Le Trésor sud africain a eu recours à la concentration de la dette sur un nombre limité d'émissions de référence dont les principales sont situées à des échéances de 5, 10, 15 et 20 ans, en vue de réduire le nombre des lignes émises et d'en accroître la liquidité. Dans ce sens, la *Division de la gestion actif-passif* procède à une gestion active de la dette publique à travers des opérations de consolidation, d'échange et de rachat de titres et utilise des instruments dérivés tels que les swaps de taux en vue, notamment, de gérer le risque de taux d'intérêts.

La *Division de la gestion actif-passif* tient un cadre de gestion de la trésorerie pour le compte de l'Etat. Elle contrôle les prévisions quotidiennes et mensuelles afin d'optimiser la gestion de la trésorerie de l'Etat.

4. Les spécialistes en valeurs du trésor :

Le Trésor a mis en place un système de spécialistes en valeurs du Trésor en vue de garantir la souscription des titres émis sur le primaire et d'assurer la liquidité du marché secondaire des titres de l'Etat. Les SVT, constitués pour moitié d'établissements étrangers, ont l'exclusivité de la participation aux adjudications sur le marché primaire pour leur propre compte ou celui de leurs clients.

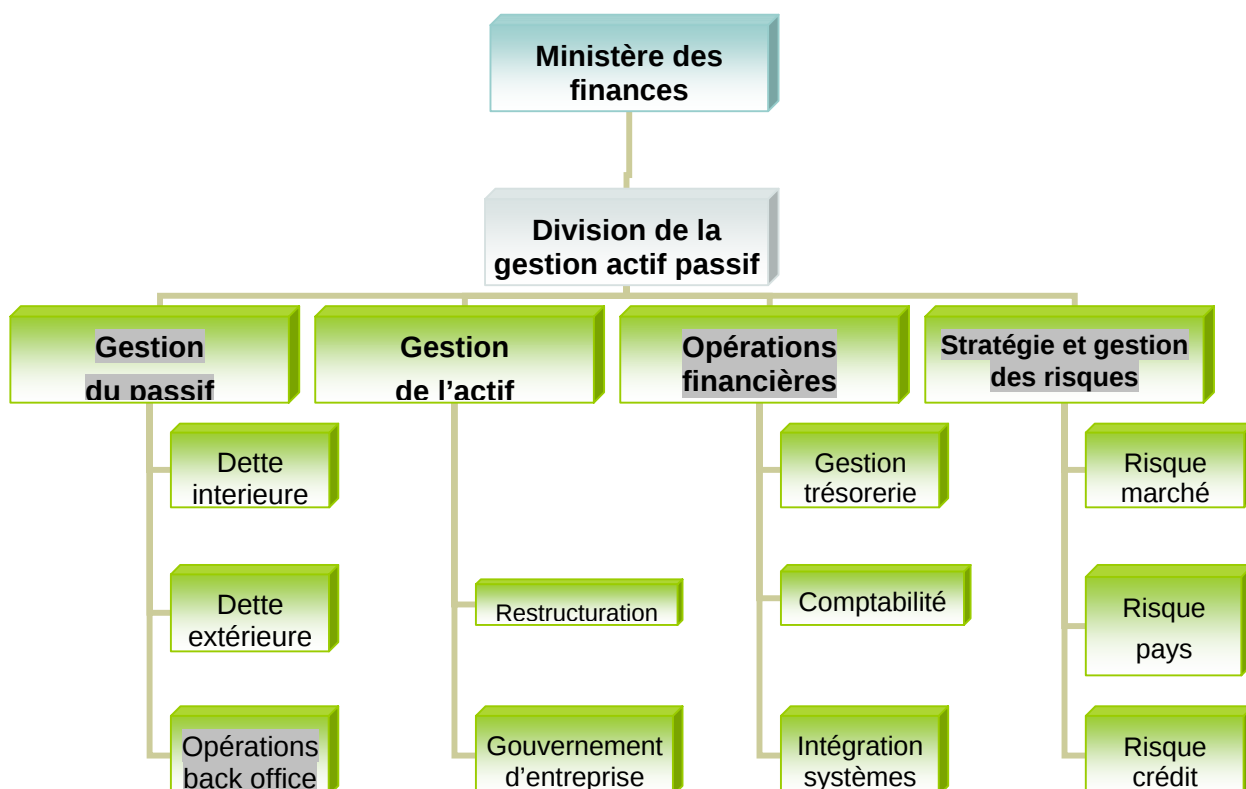
La Division de la gestion actif-passif œuvre à développer des relations étroites avec les SVT en organisant des réunions et des entretiens périodiques en vue de discuter des stratégies adoptées ou d'examiner leurs performances sur le marché primaire et secondaire. La division de la dette a élaboré en collaboration avec les SVT un code de conduite qui examine des questions liées notamment à la morale des affaires, aux relations commerciales ou aux règles de confidentialité, de surveillance et de négociation.

5. Relations avec les investisseurs

Le Trésor cherche à instaurer et à entretenir des relations avec les investisseurs nationaux et étrangers. Ces liens se manifestent à travers l'organisation de tournées de présentation annuelles et de réunions périodiques avec les investisseurs et les autres intervenants du marché pour examiner des questions telles que la consistance des besoins de financement ou l'introduction de nouveaux instruments, etc...

6. Organisation

La Division de la gestion actif-passif est un organisme rattaché au Ministère des Finances chargé de la gestion opérationnelle de la dette et de la trésorerie de l'Etat.



L'examen de sa structure organisationnelle montre l'étendue des missions qui lui sont confiées qui dépassent le cadre de la gestion de la dette et de la trésorerie pour englober des missions d'ordre plus économique.

Une direction dédiée à la *gestion des risques* a été mise en place en 2000 en vue d'assurer la gestion et le contrôle des risques encourus. Ceci dénote de l'importance accordée aux risques dans la gestion de la dette publique.

Il reste enfin à noter qu'il n'existe pas de grande séparation entre les services en relation avec le marché et les services "post marché" puisqu'ils dépendent tous deux d'un seul et même responsable.

7. Gestion des risques :

Le cadre de gestion des risques mis en place en Afrique du Sud tient compte d'un ensemble de risques dont les principaux sont les risques de liquidité, de taux et de refinancement. Le risque de liquidité est géré en fixant un solde minimal devant apparaître dans le compte de l'Etat. Les risques de taux sont circonscrits à travers la fixation d'un intervalle de duration et le risque de refinancement est géré à travers le partage sur plusieurs contreparties grâce à l'utilisation de produits dérivés.

Une grande importance a été accordée depuis la fin des années 1990 au développement de modèles statistiques de gestion des risques permettant de quantifier, contrôler et gérer les risques encourus.

8. Contrôle

Le contrôle de la gestion de la dette publique est pratiqué en interne par les services du département des finances.

Section 6 : la Pologne, une orientation prudente mais résolue vers le marché

1. Les objectifs, les stratégies et le cadre institutionnel de gestion de la dette :

L'objectif général assigné à la gestion de la dette publique en Pologne est d'éviter que son accroissement ne mette en péril la stabilité macroéconomique et la viabilité des finances publiques¹⁰⁹. La "loi sur les finances publiques" constitue le cadre de référence de gestion de la dette publique en Pologne. Elle précise les

¹⁰⁹ L'article 216 de la constitution interdit expressément que le niveau d'endettement public dépasse 60 % du PIB.

objectifs assignés à la gestion de la dette qui peuvent être partagés en deux groupes, à savoir, des objectifs principaux et des objectifs complémentaires. Les premiers ont trait à la réduction du coût du service de la dette, la limitation du risque de change et de refinancement en devises et l'optimisation de la gestion de la liquidité dans le cadre du budget de l'État. Les seconds concernent la limitation des risques de refinancement et de taux en monnaie nationale, l'accroissement de la négociabilité de la dette et la réduction de la part du secteur bancaire dans la dette publique.

La même loi délègue au Ministre des Finances le pouvoir d'emprunter au nom de l'Etat en stipulant que "seul le Ministre des Finances est habilité à emprunter au nom du Trésor public, et à opérer d'autres transactions, y compris les opérations sur produits dérivés".

Depuis 1999, le gouvernement soumet annuellement à l'approbation du Parlement, un rapport retraçant la stratégie envisagée de gestion de la dette publique sur un horizon triennal. Ce rapport présente une description de la structure et des instruments de la dette, procède à l'évaluation des résultats de la stratégie précédente, et énonce les objectifs à atteindre lors des trois années qui suivent¹¹⁰.

La gestion opérationnelle de la dette publique est confiée au ministère des finances par le biais du service de la dette publique. Ce dernier gère aussi bien la dette intérieure qu'extérieure de la Pologne et est à ce titre chargé des relations avec le marché.

¹¹⁰ A titre d'exemple, le rapport sur la stratégie triennale de la dette 2001 envisage que la durée de vie moyenne de la dette soit portée à 4,5 ans, que les obligations à taux fixe constituent les 2/3 de la dette intérieure et qu'il soit mis en place un lissage de l'échéancier pour une meilleure répartition de la dette dans le temps.

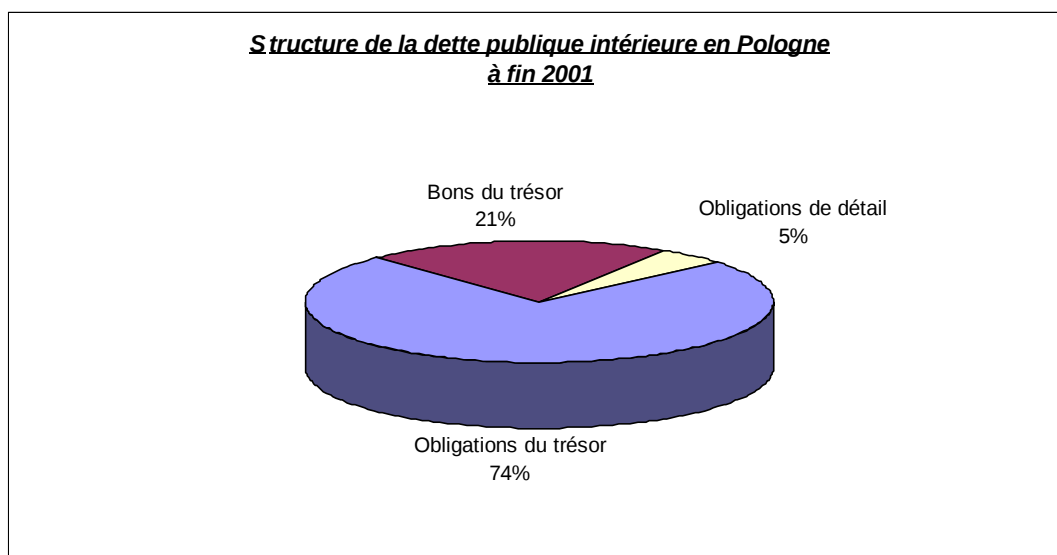
2. Développement du marché et structure de la dette :

Pour atteindre les objectifs de la dette, les pouvoirs publics cherchent à développer le marché des titres publics en procédant à l'amélioration des instruments et méthodes de gestion de la dette, en élargissant la base des investisseurs, en développant des techniques modernes de gestion financière et en améliorant la liquidité et la transparence du marché de la dette publique. Parmi les principales mesures adoptées à cette fin, la mise en place d'un système de règlement livraison moderne, le développement du marché des pensions, la mise en place d'un système de négociation électronique sur le primaire et la concentration de la dette publique sur un nombre limité de titres de référence.

Malgré cela, le marché de la dette polonaise reste relativement peu développé et peu liquide. Ainsi, les titres de l'Etat constituent près de 90 % du marché et les frais de transactions restent élevés vis-à-vis des pays voisins.

3. Structure et instruments de la dette publique :

La dette publique intérieure en Pologne est composée des instruments suivants : les obligations du Trésor, les bons du Trésor et les obligations de détail.



Les obligations du Trésor sont les instruments de financement à moyen et long terme du Trésor. Ils sont émis sur des échéances de 2, 5, 10 et 20 ans et constituent près de 74 % de l'encours de la dette intérieure¹¹¹. Ces titres sont presque entièrement à taux fixe, les émissions à taux variables ayant été suspendues en 2002.

Les bons du trésor sont des titres à échéance courte, de une et 52 semaines et servent au financement de la trésorerie de l'Etat. Ces titres constituent près de 21% de la dette.

Les bons et les obligations du Trésor sont négociables sur la bourse de Varsovie. Ils sont émis au moyen de la technique de l'adjudication sur la base d'un calendrier annuel d'émission. La Banque Centrale est chargée de l'organisation de ces opérations. Elle reçoit les soumissions et envoie un résumé des offres au ministère des finances qui fixe le prix (ou le taux) plancher. L'information des participants sur les résultats des adjudications n'a lieu que tardivement, soit au lendemain de l'adjudication.

¹¹¹ Chiffres à fin 2001.

Les obligations de détail sont des titres émis aussi bien à taux fixes qu'à taux variables à l'adresse des particuliers. Ils se caractérisent par leur faible volume en comparaison avec les deux précédents instruments avec moins de 5 % de l'encours de la dette.

4. Gestion active de la dette :

Les opérations de gestion active de la dette restent encore assez peu significatives en Pologne, quoique que le Trésor procède à certaines opérations de rachats ou d'échanges de titres sur le marché national de la dette publique.

5. SVT

Le trésor polonais ne dispose pas encore d'un réseau de spécialistes en valeurs du Trésor. Toutefois, vu l'importance des SVT dans le développement du marché de la dette, les pouvoirs publics ont entamé les démarches pour la mise en place d'un tel système.

6. Relations avec les investisseurs :

Le Trésor œuvre à entretenir des relations étroites avec les investisseurs à travers la tenue de réunions régulières avec les investisseurs institutionnels dans l'objectif d'élargir la base des investisseurs et de faire baisser la part du financement bancaire dans le portefeuille de la dette publique.

7. Organisation du service de la dette publique :

Un comité consultatif de gestion de la dette publique formé de représentants du Ministère des finances et de la Banque Centrale a la charge d'élaborer le plan de

financement mensuel de l'Etat en regard aux besoins du Trésor et aux conditions du marché monétaire.

Le service de la dette publique a été chargé depuis 1998 de la gestion opérationnelle de la dette intérieure et extérieure de la Pologne. Ce service qui compte environ une cinquantaine d'agents est organisé en quatre unités fonctionnelles ; une salle de marché, un service intermédiaire, une unité de post marché et une unité dédiée à la dette extérieure.

L'organisation a retenu certains principes en vigueur sur le plan international dans les établissements financiers privés ; notamment celui de la séparation fonctionnelle et hiérarchique entre l'unité en relation avec le marché, celle chargée de l'enregistrement et celle chargée du suivi et du contrôle des opérations. Cependant, le service de la dette publique jouit de peu d'autonomie et les décisions relatives à la dette publique sont généralement prises à un niveau plus élevé au sein du ministère des finances.



Le système d'information du "service de la dette publique" reste peu développé et souffre du cloisonnement entre les bases de données des divers départements publics concernés par la dette publique.

8. Gestion des risques

Les principaux risques pris en charge au titre de la gestion de la dette publique intérieure en Pologne sont le risque de taux d'intérêts et le risque de refinancement. Pour limiter ces risques, les pouvoirs publics ont recours à l'allongement de la durée de vie moyenne de la dette et à l'accroissement de la part des titres à long terme dans le portefeuille des emprunts publics.

Les gestionnaires de la dette publique ont mis en place certains indicateurs de mesure et de suivi des risques tels que le ratio dette/PIB et la durée de vie moyenne ou la duration de la dette. Il est à noter cependant que la gestion des risques n'est pas arrêtée sur la base de procédures écrites officielles.

9. Contrôle :

Le Parlement contrôle la gestion de la dette publique à travers les comptes rendus du ministère des finances qui est tenu de produire au Parlement un rapport trimestriel sur l'exécution des obligations afférentes au service de la dette. En outre, Les comptes relatifs à la dette publique sont assujettis à une vérification annuelle de l'organisme supérieur de contrôle des finances publiques qui en rend compte au Parlement.

Section 7 : Récapitulatif des résultats du Benchmark

L'analyse des caractéristiques inhérentes à la gestion de la dette et au marché des titres de l'Etat de différents pays permet de dégager un certain nombre de caractéristiques communes malgré la différence entre les niveaux de développement économiques et des marchés. Ainsi est il constaté qu'une grande importance est accordée à la mise en place d'un cadre juridique et réglementaire clair et précis de gestion de la dette précisant les objectifs et la stratégie et délimitant les responsabilités des intervenants.

Il est également remarqué que le développement de la liquidité des marchés et des titres de l'Etat ainsi que la gestion performante des risques liés à la dette publique font l'objet d'une grande attention et sont souvent considérés comme des objectifs majeurs et des indicateurs fondamentaux de la performance du marché et de la gestion de la dette publique.

Le Benchmark a permis d'observer que le développement des marchés et des instruments de la dette est un souci permanent des pouvoirs publics. Ainsi, il est constaté que la majorité des pays étudiés ont mis en place des instruments standardisés de levée des emprunts et que l'adjudication sur appel d'offre constitue le principal moyen d'émission (sauf en Belgique où la syndication prend une part importante). Il est également possible d'avancer qu'une grande attention est accordée à la communication avec les divers acteurs et investisseurs du marché, à la concentration de la dette sur un nombre limité d'émissions de référence et à la mise en place d'une gestion active de la dette.

Le Benchmark a permis de constater les progrès importants enregistrés par le Trésor marocain depuis son orientation vers des mécanismes de marché comme source presque exclusive de financement. Il a également permis de s'arrêter sur les insuffisances qui entravent encore l'efficacité du financement sur le marché marocain.

Par ailleurs, beaucoup de pays ont développé leurs modes de gestion de la dette publique pour l'adapter aux contraintes découlant de la marchandisation de la dette publique. Ainsi, une tendance visible à la séparation entre la gestion stratégique et la gestion opérationnelle de la dette publique est constatée. La gestion opérationnelle de la dette est de plus en plus attribuée à une entité distincte dont le degré d'autonomie varie, en fonction des pays, entre un service rattaché au ministère des finances (France) et un établissement public largement indépendant (Suède). En outre, l'importance des montants mis en jeu au titre de la dette publique a incité au renforcement du contrôle et de l'évaluation des performances relatives à la gestion de la dette publique que ce soit par le gouvernement lui-même (Ministère des finances), ou encore de manière de plus en plus courante par des organismes externes telles que les grands cabinets d'audits privés internationaux ou les institutions supérieures de contrôle des finances publiques.

Les principaux résultats du Benchmark sont illustrés dans le tableau suivant :

Caractéristiques	Suède	Royaume Uni	France	Belgique	Afrique du Sud	Pologne	Maroc
Cadre réglementaire et institutionnel							
Objectifs	-Bien précisés par la loi	Bien précisés par la loi	-Lois de finances	-Bien précisés par la loi	-Bien précisés par la loi	-Bien précisés par la loi	Objectifs non précisés clairement par la loi
Stratégie	-Elaborée par le gouvernement et soumise à l'approbation du Parlement	Elaborée par le gouvernement "framework document"	-Elaborée par le gouvernement et soumise à l'approbation du Parlement	-Elaborée par le gouvernement "directives générales"	-Elaborée par le Ministère des finances "directives générales"	-Elaborée par le gouvernement "rapport sur la stratégie" et soumise à l'approbation du parlement	La stratégie n'est pas élaborée dans un document officiel
Responsabilités	-Parlement = objectifs -Gouvernement = stratégie -SNDO= gestion opérationnelle	Parlement = objectifs Gouvernement = stratégie DMO= gestion opérationnelle	-Parlement = objectifs -Gouvernement = stratégie -AFT= gestion opérationnelle	-Parlement = objectifs -Gouvernement = stratégie -Agence de la Dette= gestion opérationnelle	-Parlement = objectifs -Gouvernement = stratégie -Division de la gestion actif passif DGAP= gestion opérationnelle	-Parlement = objectifs -Gouvernement = stratégie -le Trésor= gestion opérationnelle	Le Ministère des finances définit la stratégie et assure la gestion opérationnelle de la dette
Marché de la dette	-Souci de la liquidité -l'adjudication = principale technique -Baisse de la dette en devises -Utilisation de SNE ¹¹² -Une forte dette à court terme (34%)	-Souci de la liquidité -L'adjudication = principale technique -Utilisation de SNE -Une dette orientée vers le long et moyen terme (93%) -Marché de pension développé	-Souci de la liquidité -Baisse de la dette en devises - l'adjudication = principale technique -Utilisation de SNE -Une dette orientée vers le long et moyen terme (80%) -Marché de pension développé	-Souci de la liquidité -techniques= autant syndications qu adjudications -Utilisation de SNE -Une dette orientée vers le long et moyen terme (80%)	-Souci de la liquidité -technique= adjudication -Utilisation de SNE -Une dette orientée vers le long et moyen terme (77%) -Développement du marché des pensions	-Souci de la liquidité -marché à l'état embryonnaire -Une dette orientée vers le long et moyen terme (74%) -utilisation de SNE sur le primaire -	-la dette est presque totalement négociable -l'adjudication est la règle -marché développé, mais peu liquide -absence de SNE -absence d'un marché de pension

¹¹² Systèmes de Négociation Electronique

Caractéristiques	Suède	Royaume Uni	France	Belgique	Afrique du Sud	Pologne	Maroc
Gestion active	-Concentration de la dette -Gestion active dette et trésorerie -Objectif lissage de l'échéancier et liquidité	-Concentration de la dette -Gestion active dette et trésorerie -Objectif lissage de l'échéancier et liquidité	-Concentration de la dette -Gestion active dette et trésorerie -Objectif lissage de l'échéancier et liquidité	-Concentration de la dette -Gestion active dette et trésorerie -Objectif : lissage de l'échéancier et liquidité	-Concentration de la dette -Gestion active dette et trésorerie -Objectif : lissage de l'échéancier et liquidité	-Pratiquement inexistante	-gestion active inexistante
Spécialistes en valeurs du Trésor	-Forte participation au primaire -pratique de la cotation sur le secondaire	- Forte participation au primaire - Pratique de la Cotation sur le secondaire - Conseil et assistance au DMO	-Forte participation au primaire -pratique de la cotation sur le secondaire -SVT sur le marché des pensions -Conseil et information du Trésor	-Forte participation au primaire -pratique de la cotation sur le secondaire -la mission de certains SVT est la promotion internationale des titres de l'Etat -Conseil et information du Trésor	-Forte participation au primaire -pratique de la cotation sur le secondaire -Conseil au Trésor	-encours d'institution	-Forte participation au primaire -information du Trésor -Absence de cotation au secondaire
Relations avec les investisseurs	-Grande attention -Communication (diffusion de multiples informations, rencontres périodiques, etc)	-Grande attention -Consultation des investisseurs et SVT avant le lancement du calendrier d'adjudication -Communication (diffusion de multiples informations, rencontres périodiques, etc)	-Grande attention -Communication (diffusion de multiples informations, rencontres périodiques, etc) - présence importante des investisseurs étrangers	-Grande attention -Communication (diffusion de multiples informations, rencontres périodiques, etc) -promotion de la dette sur le plan international	-Grande attention -Communication (tournées, réunions périodiques, etc.) -présence d'investisseurs internationaux	-Réunions avec les investisseurs institutionnels	-réunions périodiques ; conférences de presse, etc - mais la communication demeure relativement faible

Caractéristiques	Suède	Royaume Uni	France	Belgique	Afrique du Sud	Pologne	Maroc
Organisation de l'office de la dette	-Etablissement public -Une instance dirigeante composée de professionnels et de députés - le SNDO comporte un service front office et un service combinant back et middle office	-Une instance dirigeante composée de professionnels ; de responsables du DMO et du Ministère des finances -le Directeur du DMO nommé par le Ministère des finances -le DMO comporte un service front office et un service combinant back et middle office	-l'AFT est un simple service du Trésor -un comité consultatif composé de professionnels assiste l'AFT -l'AFT comporte un service front office et un service combinant back et middle office	-l'AFT est un simple service du Trésor -un comité stratégique composé de responsables de l'agence et du Trésor supervise l'agence -l'agence comporte trois directions séparées chargées respectivement du Front ; middle et back office	-la DGAP est un simple service du Trésor -la DGAP comporte un service front office et un service combinant back et middle office	-le service de la dette a adopté une organisation moderne (séparation fonctionnelle) -toutes les décisions sont prises au niveau du Ministère des Finances	L'ensemble des décisions stratégiques et opérationnelles sont prises par le Ministère des Finances
Ressources humaines et matérielles	-Un budget important -R H qualifiées -Ressources matérielles importantes	- Un budget assez important - R H qualifiées	- Un budget limité -Un effectif limité -Un mode de rémunération selon les compétences	- Un budget limité -Un effectif limité	- Un budget assez important -Un effectif limité	Absence de moyens financiers ou humains spécifiques	Il s'agit des moyens budgétaires et humains du Ministère des Finances
Gestion des risques	-Niveau de risques défini (principes directeurs) -Techniques modernes de gestion	-Niveau de risques défini (framework document) -Gestion prudente des risques	-Niveau de risques défini (programme de gestion de la dette annexé à la loi de finances) -Techniques modernes de gestion(conforme au secteur bancaire)	-Niveau de risques défini (directives générales) -Gestion prudente des risques	-Développement de techniques modernes de gestion des risques	-prise en compte des risques -pas de procédures officielles	-prise en compte des risques -absence de procédures officielles -absence d'un cadre développé de gestion des risques

Caractéristiques	Suède	Royaume Uni	France	Belgique	Afrique du Sud	Pologne	Maroc
Evaluation et contrôle	<u>En interne :</u> -Cellule d'audit interne -Le gouvernement évalue les performances et les soumet annuellement au parlement En externe -Bureau national de l'audit (contrôle annuel)	<u>En interne :</u> -Cellule d'audit interne -le directeur du DMO rend compte au Ministre des finances et au parlement <u>En externe</u> -Office national de l'Audit (contrôle annuel)	<u>En interne :</u> -Procédures de contrôle interne -contrôle du Trésor et du Ministère des Finances et information du parlement <u>En externe</u> -Cour des Comptes (contrôle annuel) -cabinet international	<u>En interne :</u> -audit interne -Contrôle du Trésor et du Ministère des Finances <u>En externe</u> -Cour des Comptes évaluation mensuelle ; contrôle annuel et études ponctuelles)	Contrôle du Trésor et du Ministère des Finances	<u>En interne :</u> -rapport trimestriel du Ministère des finances au parlement <u>En externe</u> -Institution Supérieure de Contrôle des finances publiques	Limité au seul Contrôle du Ministère des Finances

CHAPITRE 3 : SYNTHÈSE DU DIAGNOSTIC ET DU BENCHMARK

II INTRODUCTION

L'analyse de l'endettement public intérieur et l'étude de certains pays qui ont opté pour un financement des besoins du trésor public par le biais de mécanismes de marché a permis de dégager les forces et les faiblesses inhérentes au financement public par voie de marché ainsi que certains facteurs fondamentaux qui constituent des conditions nécessaires et des préalables à la réalisation d'un financement par voie de marché de la dette publique efficace.

La première section de ce chapitre traitera de ces facteurs qui conditionnent l'efficacité de l'emprunt sur le marché. La deuxième section s'efforcera de mettre en revue les principales forces et faiblesses relatives au financement des besoins publics sur le marché.

Section 1 : Conditions préalables à l'efficacité de l'endettement par voie de marché :

Le diagnostic et le benchmark opérés dans les chapitres précédents permettent de faire ressortir les facteurs qui constituent des conditions nécessaires à l'efficacité du financement de la dette publique par voie de marché.

1. Un cadre juridique précisant les objectifs et la stratégie et délimitant les missions et les responsabilités des intervenants

Contrairement à la majorité des pays sur lesquels a porté notre analyse, les objectifs assignés à la gestion de la dette publique marocaine donnent lieu à peu de formalisme. Ainsi, la loi de finances approuvée chaque année par le Parlement donne l'autorisation explicite au gouvernement de procéder à l'emprunt pour couvrir les charges de l'Etat en plafonnant le recours à la dette extérieure et en offrant au gouvernement la possibilité de contracter les emprunts intérieurs nécessaires aux besoins de l'Etat¹¹³. Aucun autre objectif assigné à la gestion de la dette publique en termes de coûts ou de risques n'y est indiqué.

Le Ministre des Finances tient une conférence de presse annuelle dans laquelle il énonce les besoins globaux de financement du Trésor, les principaux résultats et statistiques de la gestion de la dette de l'année écoulée, ainsi que des mesures envisagées au cours de l'exercice qui suit. Toutefois, il y a peu de mentions claires de la stratégie envisagée à moyen terme, notamment celles relatives au niveau de risque, à la composition d'un portefeuille cible, à la structure et au niveau de l'endettement. La stratégie du Ministère des Finances en matière de gestion de la dette n'est donc pas formalisée dans un document accessible au public.

En outre, le Ministère des Finances assure également la gestion opérationnelle de la dette publique, ce qui explique que souvent certaines décisions intéressant les

¹¹³ Il est nécessaire de signaler que la dette intérieure à échéance supérieure à 5 ans et plus et qu'elle se trouve donc confinée dans les limites autorisées par la loi de finances.

acteurs du marché de la dette subissent beaucoup de retard en raison de la lourdeur et de la lenteur du processus de prise de décision.

A ce titre, le cadre réglementaire régissant la gestion de la dette publique ne contribue pas à l'émergence d'objectifs et d'une stratégie clairs assignés à la gestion de la dette publique et ne précise les rôles et les responsabilités des organismes publics intervenant en la matière.

Le développement du cadre réglementaire constitue par conséquent une entrave de taille à l'efficacité du financement du Trésor par la voie du marché.

2. Une focalisation permanente sur l'accroissement de la liquidité du marché de la dette publique :

La liquidité est un facteur de performance fondamental du marché de la dette. Le Benchmark a montré que la liquidité du marché et des titres de la dette publique constitue une caractéristique intrinsèque d'un marché de la dette publique performant. Et à ce titre, elle fait l'objet d'une attention continue des gestionnaires de la dette sur le plan international.

Un marché liquide permet aux investisseurs en BDT de vendre leurs titres à tout moment sans pertes significatives en capital, ainsi que de mieux suivre et analyser leurs portefeuilles et par conséquent de prendre leurs décisions avec plus d'efficacité. La liquidité offre au Trésor la garantie de placer ses titres auprès d'une large base d'investisseurs et a une influence prépondérante sur la limitation de certains risques. La liquidité contribue également à la baisse des coûts de la dette publique grâce à l'accroissement de la concurrence auquel elle donne lieu et à la baisse des primes de liquidité exigées par les investisseurs.

Il est donc important, vu l'impact considérable de la liquidité sur le développement du marché et la baisse aussi bien de certains risques liés à la gestion de la dette

que des coûts engendrés par l'emprunt public, qu'une grande priorité soit accordée au développement de la liquidité du marché des titres de l'Etat.

3. Une maîtrise des risques liés à la gestion de la dette publique

La dette publique intérieure marocaine est devenue à près de 96% négociable ; c'est-à-dire issue des ressources du marché. Or ; la dépendance des seules ressources de marchés pour assurer les besoins de financement du Trésor accentue inévitablement les risques qui pèsent sur la gestion de la dette publique intérieure (risques de taux, risques de liquidité, risque de refinancement, etc....).

Le benchmark effectué au chapitre précédent permet de constater que suite à l'orientation des gestionnaires de la dette vers des ressources de marché, la maîtrise des risques est devenue un souci fondamental des pouvoirs publics qui incluent explicitement la prise en compte des risques dans les principaux objectifs assignés à la gestion de la dette publique.

La plupart des pays disposent d'un cadre général de gestion des risques, précisant les niveaux de risques auxquels peuvent être exposées les finances publiques. Certains disposent au titre de la gestion des risques de techniques modernes inspirées de celles utilisées dans l'industrie financière.

Cela est loin d'être le cas au Maroc, où malgré l'intérêt croissant accordé à la gestion des risques, celle-ci reste encore à l'état embryonnaire.

Il apparaît donc que la maîtrise des risques doit faire l'objet d'une forte attention des pouvoirs publics car elle constitue un préalable indispensable à un endettement public par voie de marché efficace.

Section 2 : Forces et faiblesses caractérisant le mode de financement sur le marché :

Le diagnostic et le benchmark opérés dans les chapitres précédents permettent de faire ressortir les forces et les faiblesses consécutives au financement du Trésor sur le marché.

1. Les principales forces

1.1 Un cadre institutionnel développé

Les réformes introduites progressivement sur le marché des adjudications depuis le début des années 1990 ont permis de mettre en place un cadre institutionnel largement développé et assez proche de celui observé sur le plan international. Il comprend notamment, un marché de la dette disposant de deux compartiments, l'un primaire et l'autre secondaire permettant respectivement l'émission et la négociation des BDT. Un dépositaire central assurant l'inscription en compte l'enregistrement des opérations et le règlement livraison ainsi qu'un réseau d'intermédiaires en valeurs du Trésor.

1.2 Un marché primaire des adjudications développé :

Le marché primaire a connu un développement remarquable depuis la date de son institution. L'adjudication régulière des BDT selon un calendrier permanent a permis au Trésor de disposer d'un marché capable de mobiliser les ressources nécessaires à ses besoins de financement.

1.3 Une dette publique intérieure moins inflationniste :

Le financement sur le marché de la dette publique a permis d'attirer d'autres investisseurs institutionnels que les traditionnels prêteurs du Trésor qu'étaient les

établissements bancaires ou Bank Al Maghrib. La part des organismes institutionnels collecteurs d'épargne tels que les OPCVM ou les Compagnies d'Assurances n'a cessé de croître, ce qui a fortement réduit la part du financement bancaire dans la dette du Trésor.

1.4 Une dette publique intérieure négociable

La dette publique intérieure est devenue fortement négociable : l'encours de la dette émise sur le marché des adjudications atteignant près de 96 % du total de la dette.

1.5 Des instruments de la dette simplifiés

Le financement du Trésor sur le marché s'est accompagné par la mise en place d'instruments d'emprunt simples qui ont remplacé la large palette d'instruments qui prévalaient dans le passé. Les Bons du Trésor émis par adjudications continuent à être favorablement accueillis par les opérateurs et les investisseurs du marché.

1.6 Un rôle précieux des intermédiaires du Trésor sur le marché primaire :

Depuis leur introduction, les IVT ont joué un rôle fondamental pour attirer les investisseurs vers le marché des BDT et ont ainsi fortement contribué à son développement. Ils sont et demeurent des auxiliaires précieux du Trésor en lui assurant les ressources nécessaires qui lui permettent de faire face à ses besoins croissants de financement.

1.7 Des transactions sécurisées

L'institution de Maroclear en tant que dépositaire central et gérant du système de règlement livraison a permis la dématérialisation, la conservation et la centralisation des titres et des transactions. Cela induit une forte sécurisation des opérations liés à la dette publique.

2. Les principales faiblesses

2.1 Une communication encore insuffisante à l'égard des investisseurs et des acteurs du marché

Malgré les progrès notables effectués en matière de communication avec les acteurs et les investisseurs du marché de la dette, il subsiste encore des entraves à la réalisation d'une communication financière efficace. Cela a pour conséquence d'accroître l'indécision du marché et l'attentisme des opérateurs et a, par conséquent, une influence négative sur le bon fonctionnement du marché.

2.2 Des opérations fermes limitées sur le marché secondaire de la dette :

Malgré une croissance quasi-exponentielle des volumes d'échange sur le marché secondaire depuis son institution en 1996, les opérations fermes demeurent extrêmement limitées par rapport aux opérations de pensions avec à peine 2% du volume des échanges. Cela nuit considérablement à la liquidité du marché secondaire.

2.3 Une application restreinte de l'assimilation dont l'effet est de maintenir un nombre de lignes ouvertes élevé:

Contrairement aux pays disposant de marchés de la dette publique développés, le marché marocain des titres de l'Etat se caractérise encore par une multiplicité des lignes ouvertes de Bons du Trésor et ce en raison de la limitation du plafond de l'encours de chaque ligne à un niveau relativement bas, de 1,5 milliards de dirhams qui restreint le champ d'application de la technique de la technique de l'assimilation. Cela a pour conséquence d'influer négativement sur la dynamisation des échanges et de réduire considérablement la liquidité du marché secondaire.

2.4 L'absence d'une gestion active de la dette publique :

Le Trésor marocain ne procède pas à une gestion active de la dette publique intérieure contrairement à une grande partie des pays étudiés dans le Benchmark. L'intervention directe du Trésor sur le marché secondaire est pourtant d'une grande utilité aussi bien pour l'amélioration de la liquidité des titres sur le marché secondaire, que pour la réduction du risque de refinancement à travers le lissage de l'échéancier.

2.5 Un marché dédié à la pension livrée qui n'est pas encore mis en place :

Malgré l'adoption de la Loi sur la pension livrée, le marché de la pension livrée des Bons du Trésor tarde encore à être mis en place. Un tel marché permettrait aux acteurs du marché d'effectuer des placements de manière sécurisée ainsi que de disposer de liquidités pouvant être utilisées pour des opérations fermes et influencer ainsi sur la liquidité du marché au comptant.

2.6 L'absence d'une véritable courbe de taux

La courbe des taux actuellement mise en place par BAM émane des caractéristiques des transactions enregistrées chez le dépositaire central Maroclear. Or, une véritable courbe des taux qui constitue une véritable référence des prix sur le marché de la dette est celle qui proviendrait des cotations affichées en temps réel par les teneurs du marché

L'inadaptation de la courbe des taux actuelle provoque particulièrement une réticence des investisseurs à échanger sur le marché secondaire et entrave ainsi son développement.

2.7 L'absence de systèmes de négociation électronique :

Le marché marocain de la dette publique se caractérise par l'absence de systèmes de négociation électroniques que ce soit dans le compartiment primaire ou secondaire du marché. L'adoption de tels systèmes est d'une grande importance vu le rôle que jouent les SNE dans l'amélioration de la liquidité du marché et la limitation des risques encourus au titre de la gestion de la dette, notamment les risques opérationnels.

2.8 Un rôle de teneurs de marché non rempli par les IVT :

Les intermédiaires en valeurs du trésor doivent en principe assurer la liquidité du marché secondaire en pratiquant des cotations régulières des bons du Trésor et en contribuant à une meilleure adéquation entre les titres offerts par le Trésor et les besoins des investisseurs.

Cependant, les IVT n'assument pas leur rôle d'animateurs de marché ce qui a des répercussions négatives sur le développement des opérations sur la marché secondaire de la dette publique.

2.9 Une organisation inadaptée:

Quoique des progrès notables aient été faits dans le sens de l'ouverture de la Direction du Trésor envers les investisseurs et les intermédiaires en valeurs du Trésor, la structure organisationnelle actuelle reste fortement centralisée et alourdit le processus de prise de décision et diminue par conséquent la réactivité du Trésor envers le marché.

2.10 Des moyens financiers et des capacités d'attirer des ressources humaines de grande compétence limitées :

Les ressources financières et matérielles allouées à la gestion de la dette publique sont confinées dans le budget de la DTFE qui s'inscrit lui-même dans le budget plus global du Ministère des Finances.

Ces ressources demeurent donc relativement limitées, ce qui pose des contraintes importantes quant au recrutement et au maintien de ressources humaines de grande compétence dans le domaine de la gestion financière, vu qu'elles disposent de possibilités de rémunérations bien plus attrayantes dans le secteur privé.

2.11 Un système d'information présentant certaines limites:

Le système d'information de gestion de la dette demeure relativement limité en raison notamment des faits qu'il ne contient pas un module de gestion des risques, qu'il ne comporte pas de connexions avec les principaux services liés à la gestion de la dette et qu'il ne permet pas au Trésor d'appréhender ses mouvements de trésorerie de manière suffisamment précise.

2.12 Une coordination insuffisante

La structure organisationnelle du système de gestion de la dette se caractérise par une faible coordination entre la Direction du Trésor et les services intervenant en la matière. Cela est particulièrement le cas de la Trésorerie Générale du Royaume qui pourrait assister grandement la Direction du Trésor dans l'exercice de ses missions.

2.13 Absence de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performances adaptés :

Le cadre réglementaire régissant le fonctionnement de la dette publique ne délimite pas clairement les responsabilités et les missions des organismes publics en

relation avec la gestion de la dette publique. Par ailleurs, le contrôle de la gestion de la dette intérieure se restreint au contrôle en interne effectué par le Ministre des finances sur les services de la direction du Trésor.

Le contrôle régulier de la gestion de la dette par le biais d'organismes externes indépendants n'est pas encore appliqué.

Les principaux résultats du diagnostic et du Benchmark sont résumés sur le schéma ci-dessous.

Préalables

- *Un cadre réglementaire clair précisant objectifs et stratégie de gestion de la dette ainsi que les limites des rôles et des responsabilités des intervenants*
- *Une veille permanente à la liquidité des BDT et du marché de la dette.*
- *Une maîtrise des risques liés à la gestion de la dette publique*

Forces

- Un cadre institutionnel développé
- Un marché primaire des adjudications développé :
- Une dette publique intérieure moins inflationniste :
- Une dette publique intérieure négociable
- Des instruments de la dette simplifiés
- Un rôle précieux des intermédiaires du Trésor sur le marché primaire :
- Des opérations et des transactions hautement sécurisées

Faiblesses

- Une communication encore insuffisante à l'égard des investisseurs et des acteurs du marché
- Des opérations fermes limitées sur le marché secondaire de la dette
- Une application restreinte de l'assimilation dont l'effet est de maintenir un nombre de lignes ouvertes élevé
- L'absence d'une gestion active de la dette publique
- Un marché dédié à la pension livrée qui n'est pas encore mis en place
- L'absence d'une véritable courbe de taux
- L'absence de systèmes de négociation électronique
- Un rôle de teneurs de marché non rempli par les IVT
- Une organisation inadaptée
- Des moyens financiers et des capacités d'attirer des ressources humaines de grande compétence limitées
- Un système d'information présentant certaines limites
- Une coordination insuffisante
- Une absence de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performances adaptés

CONCLUSION

L'analyse diagnostic de la dette publique intérieure ainsi que l'étude des expériences internationales en matière de financement des besoins du Trésor par des mécanismes de marché a permis de dégager un ensemble de facteurs qui constituent des conditions préalables indispensables à une marchandisation efficace de la dette publique.

Il s'agit en l'occurrence de l'adaptation du cadre réglementaire et juridique, du développement de la liquidité des titres émis par le Trésor et partant du marché de la dette et enfin de la maîtrise des risques liés à la gestion de la dette publique.

Cette analyse a également permis de déterminer les principales faiblesses liées au financement du Trésor par voie de marché et qui peuvent globalement s'articuler autour de deux axes majeurs, à savoir les faiblesses liées au marché de la dette publique et les faiblesses liées à la gestion de la dette publique telle que pratiquée.

Il conviendra par la suite de mettre l'accent sur l'importance de la prise en considération des conditions préalables à un financement public par voie de marché emprunt d'efficacité. Il serait également intéressant de proposer des réflexions sur les mesures à envisager afin de corriger les faiblesses constatées. Tel sera l'objet de la deuxième partie de ce travail.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Les réformes du système financier marocain et la création d'un vaste marché des titres de l'Etat ont permis au Trésor de moderniser la gestion de la dette publique intérieure et d'assurer le passage d'un mode de financement largement administré à un mode de financement centré sur le marché. Ainsi, la mise en place d'un marché de la dette en monnaie nationale ouvert, performant et concurrentiel permettrait de mobiliser des ressources suffisantes au financement du Trésor dans des conditions avantageuses en termes de coûts.

Dans ce sens, il est possible de constater l'importance des progrès enregistré. Ainsi, le Trésor arrive actuellement et de manière relativement aisée à mobiliser la plus grande part de ses besoins sur le marché des adjudications limitant ainsi sa dépendance du marché extérieur qui s'est révélé fortement déstabilisateur dans le passé. La dette est devenue à près de 96 % négociable sur le marché secondaire et détenue par des investisseurs diversifiés. Des instruments simplifiés et des techniques modernes de gestion de la dette ont été introduits.

Toutefois, l'analyse de la gestion et du marché de la dette marocain ainsi que celle d'autres pays sur le plan international a également fait apparaître un certain nombre d'insuffisances vis-à-vis de facteurs qui constituent des conditions fondamentales de l'efficacité d'un financement par voie de marché. Il s'agit de l'absence d'un cadre réglementaire clair précisant les objectifs et les stratégies relatives à la gestion de la dette et délimitant les rôles et les responsabilités, la faible liquidité du marché de la dette et l'absence d'un cadre développé de gestion des risques.

L'analyse a également mis en évidence un certain nombre de faiblesses telles que l'inadéquation du processus décisionnel, l'inadaptation de la communication envers les divers acteurs et intervenants, la faible réactivité envers le marché, l'inadéquation du cadre organisationnel et du système d'information, l'insuffisance de coordination entre les organismes publics en relation avec la dette et l'absence

d'un cadre de contrôle et d'évaluation de la performance de la gestion de la dette publique.

En conclusion, eu égard à l'ensemble des réformes engagées, il est possible d'avancer qu'actuellement la gestion de la dette et l'évolution du marché s'inscrivent dans une logique et une mouvance proche de celle constatée dans des pays à marchés plus développés. Cependant, un ensemble de changements restent nécessaires à envisager dans l'optique du développement du marché et de l'amélioration de la gestion de la dette publique intérieure. Tel sera l'objet de la deuxième partie de ce travail.

2EME PARTIE - REFLEXIONS SUR LE DEVELOPPEMENT DE L'EFFICACITE DU FINANCEMENT DU TRESOR SUR LE MARCHE

INTRODUCTION

La marchandisation de la dette publique intérieure marocaine entamée depuis le début des années 90 a connu un développement considérable. De nombreux progrès ont été enregistrés dans la mise en place de la structure d'un marché développé de titres de l'Etat. Ainsi, les instruments ont été standardisés et simplifiés, l'adjudication est devenu le principal mode d'émission, l'accès au marché a été élargi, un réseau de spécialistes en valeurs du trésor a été constitué, les titres ont été dématérialisés et les opérations sécurisées et un compartiment secondaire du marché a été institué.

Il en a résulté un accroissement en volume et en négociabilité de la dette publique intérieure qui est devenue beaucoup moins inflationniste, puisque la part du secteur bancaire n'a cessé de se restreindre, ainsi qu'une stabilisation notable des charges de la dette.

Malgré les progrès réalisés certaines conditions préalables fondamentales sont peu ou pas satisfaites. Il s'agit en l'occurrence de l'absence d'un cadre juridique formalisant les objectifs et les stratégies assignés à la gestion de la dette publique, de la faible liquidité du marché et des titres de la dette et de l'absence d'un cadre développé de gestion des risques liées à la dette.

Les réflexions développées dans la présente partie visent à déterminer les moyens d'assurer une plus grande efficacité du financement du Trésor sur le marché. Elles s'attelleront en premier lieu à chercher les voies de développement envisageables pour satisfaire les préalables fondamentaux.

Les recommandations que nous développerons par la suite s'articuleront autour de deux grands axes :

- le premier est relatif à la modernisation du marché de la dette publique intérieure à travers notamment ; l'amélioration de la communication, la mise en place d'une gestion active de la dette, le développement d'un marché de pension, l'utilisation de systèmes de négociation électroniques et le renforcement du rôle des Intermédiaires en Valeurs du Trésor ;
- le deuxième axe de réflexion portera sur l'aspect relatif à l'amélioration du mode de gestion de la dette publique à travers le développement du cadre organisationnel, des mécanismes de coordination entre les organismes publics qui soient plus à même d'accompagner la modernisation du marché de la dette ainsi que sur la mise en place de mécanismes de contrôle et d'évaluation.

Ainsi, le chapitre premier traitera des préalables fondamentaux à un financement efficace sur le marché de la dette. Le deuxième chapitre discutera des moyens de développement d'un marché moderne de la dette publique. Le troisième chapitre portera sur les voies d'amélioration de la gestion de la dette par les pouvoirs publics en se focalisant sur les aspects organisationnels, sur la coordination entre les services liés à la dette publique ainsi que sur les mécanismes de contrôle et d'évaluation nécessaires.

CHAPITRE 1 : FACTEURS PREALABLES A UN FINANCEMENT EFFICACE SUR LE MARCHE DE LA DETTE

INTRODUCTION

Dans le cadre de l'orientation du financement de l'Etat vers des mécanismes de marché, la présence d'un cadre juridique et réglementaire approprié, d'une liquidité suffisante des titres du Trésor ainsi que d'une maîtrise des risques constituent des facteurs fondamentaux et des conditions nécessaires à l'efficacité d'un emprunt public par la voie du marché.

Ainsi, le cadre réglementaire doit permettre de délimiter les responsabilités entre les divers intervenants et de préciser clairement la stratégie et les objectifs assignés à la gestion de la dette. Ces derniers consistant généralement à satisfaire les besoins de financement du Trésor dans des conditions optimales de coûts par rapport à un niveau de risque bien défini et cerné par les pouvoirs publics.

Dans ce contexte, la liquidité du marché de la dette devient une préoccupation centrale pour les pouvoirs publics et une condition fondamentale à la réalisation des objectifs de la dette. En effet, un marché liquide permet d'attirer les capitaux, accentue les échanges et influe sur la baisse de coûts des transactions, plus précisément sur le coût de la charge de la dette.

Par ailleurs, la dépendance vis-à-vis mécanismes de marché accroît les risques encourus au titre de la gestion de la dette publique, puisque le financement de l'Etat est tributaire du bon fonctionnement et de la disponibilité de ressources suffisantes sur le marché. Cela justifie l'intérêt croissant devant être accordé à la mise en place d'un cadre de gestion des risques définissant les niveaux de risques acceptables pour la dette publique, en fonction de la situation des finances publiques d'une part et de l'état de développement de l'économie et des marchés de capitaux du pays d'autre part.

La première section de ce chapitre traitera du cadre réglementaire approprié de gestion de la dette. La deuxième section traitera de l'importance de la liquidité du marché de la dette et la troisième section mettra en évidence l'intérêt de la prise en compte des risques dans la gestion de la dette publique.

Section 1 : Clarté des objectifs

La clarification des objectifs assignés à la gestion de la dette est une condition nécessaire à l'efficacité de l'endettement par voie de marché. Ainsi, il est noté qu'aussi bien dans les pays à marchés développés que dans ceux qui ont opté récemment pour le financement des besoins du Trésor par voie de marché, les objectifs doivent être clairement énoncés par la loi.

Ces objectifs consistent généralement à assurer les besoins de financement du Trésor dans des conditions optimales de coûts en fonction d'un niveau de risque bien défini auxquels il s'ajoute souvent le développement de marchés de la dette liquides et performants. La consignation explicite et la précision des objectifs dans le cadre de la loi offrirait l'opportunité aussi bien aux gestionnaires de la dette qu'aux différents acteurs du marché et au public de manière générale, de connaître avec précision les buts poursuivis et les voies d'orientations de la gestion de la dette.

La même loi devrait préciser les champs d'action, les missions et les responsabilités qui découlent de l'action de chaque organisme intervenant en matière de gestion de la dette publique.

La stratégie d'emprunt est du ressort du gouvernement et plus particulièrement du Ministère des Finances. Elle pourra prendre la forme de directives générales qui seraient soumises au Parlement et ensuite largement diffusés dans le public. La stratégie devra toujours être dynamique, en ce sens, elle pourrait être modifiée si l'environnement évolue de manière inadéquate avec les prévisions. Mais dans ce cas, les motifs de modification devront être clairement expliqués aux acteurs du marché.

Un cadre réglementaire clair et cohérent précisant les rôles et les responsabilités, ainsi que les objectifs et la stratégie assignés à la gestion de la dette publique, constitue un facteur de première importance aussi bien pour les gestionnaires de la

dette publique que pour les opérateurs. Pour les organismes intervenant en matière de gestion de la dette publique, il s'agit de leur offrir l'opportunité de connaître avec précision le champ de leurs interventions et les limites de leurs responsabilités. Pour les opérateurs et acteurs du marché, il serait important d'améliorer leur confiance dans la gestion des pouvoirs publics et dans la fiabilité du marché de la dette.

Section 2 : La liquidité du marché de la dette

La liquidité du marché de la dette est une notion qui est devenue indispensable dans l'ensemble des pays qui ont opté pour une marchandisation de leurs économies et plus particulièrement ceux qui envisagent la mise en place d'un marché performant de la dette publique. En effet, les rendements des titres associés au marché de la dette publique ont une influence directe sur la détermination du prix des obligations d'emprunt émises par les sociétés du secteur privé. La liquidité du marché de la dette publique constitue de ce fait une condition indispensable au développement de l'ensemble du marché obligataire.

Les investisseurs se préoccupent de la liquidité du marché de la dette car c'est pour eux une garantie de pouvoir se dessaisir de leurs titres à tout moment. Un marché liquide leur permet également, grâce à l'observation permanente des fluctuations de taux de mieux suivre et analyser leurs portefeuilles et de mieux fonder leurs décisions. La liquidité est devenue, ainsi, "le principal baromètre de la concurrence entre les places financières internationales"¹¹⁴.

En outre, la liquidité a un impact direct sur les coûts d'emprunts des Etats. Ainsi, un marché liquide "aide à terme à élargir les options en matière d'emprunts et à

¹¹⁴ Rapport OCDE : « Les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE », 2002.

parvenir à une structure de la dette qui reflète l'arbitrage entre les risques et les coûts souhaités par les autorités¹¹⁵.

Enfin, un marché liquide permet de favoriser la libéralisation des taux d'intérêt car les autorités publiques peuvent s'appuyer sur des marchés monétaire et interbancaire compétitifs sur lesquels les taux d'intérêts peuvent être fixés conformément aux conditions de l'offre et de la demande. La courbe des taux des titres négociés sur un marché de la dette liquide constitue un excellent véhicule d'information pour la conduite de la politique monétaire.

Certains facteurs sont considérés comme déterminants dans le développement de la liquidité des titres de l'Etat et du marché de la dette et font l'objet d'une large unanimité sur le plan international. Parmi lesquels il convient de citer :

- l'élargissement de la pratique de l'assimilation et la concentration de la dette publique sur de grands gisements fongibles ;
- la mise en place d'une gestion active de la dette à travers des opérations de rachat ou vente de titres sur le marché (le trésor intervenant sur le marché comme tout autre acteur) ;
- la tenue du marché secondaire par les spécialistes en valeurs du trésor ;
- le développement des systèmes d'information ;
- la mise en place de systèmes de négociation électroniques ;
- l'élargissement de la base d'investisseurs sur le marché de la dette.

1. La pratique de l'assimilation et la constitution de grands gisements :

Le recours à la technique de l'assimilation permet de concentrer la dette sur des lignes spécifiques peu nombreuses et d'encours plus important dans l'objet de la rendre plus liquide et plus attrayante au regard des investisseurs.

¹¹⁵ Rapport FMI et Banque Mondiale ; "Directives pour la gestion de la dette publique. Document d'accompagnement", 2002.

L'idée derrière la concentration de la dette sur des lignes plus importantes et moins nombreuses est que la liquidité est stimulée par la concentration sur des titres de référence. En effet, la constitution de grands gisements dynamise les échanges sur le marché secondaire et permet de réduire les écarts entre les prix d'achat et de vente, ce qui a pour conséquence d'encourager et d'augmenter les transactions sur les valeurs du Trésor et par suite d'améliorer la liquidité du marché.

2. Gestion active, vente et rachat de titres

La gestion active de la dette permet au Trésor de réaliser des opérations de rachat ou d'échange de titres sur le marché au comptant ou encore sur le marché des pensions.

La concentration de la dette sur de grandes lignes de référence par la technique de l'assimilation entraîne une baisse de la liquidité des lignes anciennes qui seront délaissées par les investisseurs. Le retrait de ces titres du marché à travers leur rachat ou leur échange contre d'autres titres de référence contribue à l'amélioration de la liquidité de ces titres et partant à celle du reste du marché.

La gestion active de la dette peut ainsi contribuer favorablement à la concentration de la dette sur de grands gisements de référence et à l'amélioration de la liquidité de l'ensemble des titres du marché secondaire de la dette.

3. Le rôle actif des intermédiaires en valeurs du Trésor :

La présence des intermédiaires est importante pour le bon déroulement des transactions et le dénouement des opérations d'achat et de vente sur le marché secondaire. Si tel n'était pas le cas, un ordre d'achat ou de vente émis resterait en attente de l'arrivée d'un ordre correspondant pour qu'il soit exécuté.

Il est ainsi indispensable que les IVT puissent assurer la fonction de tenue du marché secondaire, car cela encourage la multiplication des opérations et des volumes d'échange ce qui doit contribuer significativement à l'amélioration de la performance et de la liquidité des marchés de la dette. Une structure d'intermédiation médiocre entraverait aussi bien le développement du marché secondaire que primaire de la dette.

4. Systèmes de Négociation Electroniques

L'introduction de tels systèmes devrait favoriser le dénouement rapide et efficace des transactions, l'augmentation de la célérité de diffusion des informations et par conséquent l'amélioration de la transparence des marchés primaire et secondaire de la dette publique.

De plus, les SNE suscitent un accroissement du volume des opérations et du nombre des investisseurs ce qui permettrait de réduire les coûts de transactions et partant d'augmenter la liquidité du marché de la dette. Ainsi ; selon **Domowitz**, la diminution des coûts de transactions au cours des dernières années de la décennie 1990 sur les marchés financiers est fortement corrélée à l'adoption de systèmes automatisés de négociation. Celui-ci attribue à l'automatisation des opérations "une réduction des coûts de transaction de l'ordre de 33 à 46 points de base¹¹⁶".

5. Présence d'une large base d'investisseurs

La présence de grands investisseurs institutionnels constitue un gage de développement des marchés de titres de l'Etat. Etant donné que, contrairement aux marchés boursiers qui sont plutôt des marchés de détail, les marchés des titres de l'Etat sont des marchés de « gros » en ce sens qu'une grande partie des grosses transactions se fait de gré à gré.

¹¹⁶ Ian Domowitz "Liquidité, coûts de transaction et réintermédiation sur les marchés électroniques", in <http://www.smeal.psu.edu/faculty/ihd1/Domowitz.html>.; 2000.

"Il existe un lien positif entre le nombre de participants d'un système et le volume des transactions et donc la liquidité¹¹⁷". Cela permet de conclure que la participation d'un nombre important d'investisseurs permettrait le développement des transactions et jouerait un rôle fondamental dans l'amélioration des performances et de la liquidité du marché.

Section 3 : La maîtrise des risques

Le recours massif du Trésor au marché en vue de s'y procurer les ressources nécessaires à son financement a accentué les risques qui pèsent sur la gestion de la dette publique. De ce fait, il est fondamental que la gestion des risques soit prise en compte dans la gestion de la dette publique intérieure et que l'objectif de baisse des coûts escomptés par les pouvoirs publics soit corrélé à la limitation des risques à un seuil raisonnable devant être défini.

Il convient donc de mettre en place un cadre de gestion de risques adéquat. Il s'agit, de définir des objectifs clairs en matière de gestion des risques ainsi que le degré de priorité devant être accordé à chacun d'entre eux. Il s'agit ensuite, de quantifier le niveau de risque pouvant être jugée tolérable, c'est-à-dire de fixer les limites de risque pouvant volontairement être encourus en fonction du contexte propre de l'économie et des finances publiques marocaines. Enfin, il est nécessaire de mettre en place des indicateurs et des instruments adéquats de mesure et de gestion des risques ainsi que des mécanismes et de procédures de contrôle appropriées.

Parmi les principales sources de risques qui pèsent sur la gestion de la dette publique intérieure, il convient de retenir principalement le risque de taux, le risque de crédit, le risque de liquidité et également le risque opérationnel.

¹¹⁷ « Les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE » ; Rapport OCDE, 2002.

La gestion de ces risques nécessite la mise en place de structures appropriées et de procédures formalisées incluant des opérations d'identification, d'évaluation, de chiffrage, de surveillance, d'atténuation et de contrôle pour chacun des types de risques gérés.

Ces techniques devront s'inspirer de celles employées par le secteur financier privé, notamment les gestionnaires de portefeuille et les établissements bancaires qui font l'objet d'une standardisation croissante à l'échelle internationale.

1. Gestion du risque de taux

De nombreuses techniques pourraient être employées pour la gestion du risque de taux d'intérêt, notamment celles qui se basent sur la durée de vie moyenne de la dette publique, l'analyse par scénario, la perte maximale attendue "*value at risk*" ou encore la technique qui se fonde sur les charges d'intérêt maximales attendues "*cost at risk*".

Cependant, la technique que nous suggérerions d'utiliser et qui d'ailleurs est la plus couramment utilisée par les gestionnaires de la dette publique sur le plan international est celle qui fait appel à la duration. Celle-ci constitue une mesure de la sensibilité qui permet d'évaluer l'impact des variations des taux d'intérêt sur les prix des titres.

2. Gestion du risque de refinancement

La gestion du risque de crédit pourrait être faite en se fondant sur des modèles de crédit développés en interne par les gestionnaires de la dette publique. Un suivi hebdomadaire et assez souvent quotidien devant avoir lieu pour mesurer l'exposition au risque de crédit.

Pour fixer des limites tolérables d'exposition au risque de crédit, il pourrait être fait recours à la technique de l'évaluation du crédit de la contrepartie en faisant pour cela appel à des organismes de notation extérieurs. Le Trésor pourrait également se baser sur la dimension de la contrepartie en termes de fonds propres pour fixer le niveau d'exposition au risque. En outre, la distinction entre les divers types d'entités détentrices de créances sur le Trésor public (Etats, Banques, fonds de pension, sociétés financières, etc...) constitue également un important critère permettant de fixer les limites d'exposition aux risques de crédit.

3. Gestion du risque de liquidité

La mesure de ce type de risque pourrait être pratiquée au moyen d'un certain nombre d'indicateurs tels que la duration, la durée de vie moyenne ou encore à travers des objectifs en termes de ratio "taux fixe / taux variable" de la dette publique pouvant être fixé par rapport à un portefeuille de référence.

Le principe, de la gestion de ce type de risque consisterait à procéder à un étalement des échéances de la dette publique sur la courbe des taux dans le but d'éviter une concentration des paiements à l'échéance.

La gestion active de la dette publique devrait également constituer un important moyen pour réduire ce type de risque, les rachats de titres permettant d'effectuer une bonne part du remboursement avant même la date d'échéance.

4. Gestion des risques opérationnels

Les risques opérationnels, qu'il s'agisse de ceux liés aux règlements des opérations ou ceux liés aux fraudes, sont difficilement quantifiables. Par conséquent, leur gestion devrait se baser en priorité sur une plus forte précision des fonctions et des

attributions des intervenants en matière de gestion de la dette et sur la mise en place de mécanismes de contrôles adéquats.

Les risques de règlement doivent être gérés à travers l'application de mécanismes de contrôle appropriés. Pour les opérations relatives à la gestion de la dette qui ne sont pas automatisées, le principe du double contrôle doit être mis en avant dans chacune des opérations de règlement de la dette qui en résulte, c'est-à-dire qu'il est nécessaire qu'il y ait l'approbation de deux organes différents pour ces opérations. Quant aux opérations entièrement automatisées, le contrôle doit se faire à travers la mise en place de procédures adéquates d'audit interne aux opérations, complétées éventuellement par des audits externes effectuées par des organismes indépendants privés ou publics.

Les risques de fraude peuvent être évités par la mise en place d'une séparation entre les fonctions de réalisation des transactions (sur le marché) ou de salles de marché (front office), de celles des opérations administratives ou post marché (back office) et des opérations de suivi et de coordination (middle office)

CONCLUSION

Le développement du cadre réglementaire et de la liquidité du marché ainsi que la maîtrise des risques liés à la dette publique sont des sources de préoccupation fondamentales pour les pays soucieux d'assurer les besoins de financement du Trésor par le biais du marché.

Un cadre juridique et réglementaire adéquat permet de définir clairement les objectifs et la stratégie assignés à la gestion de la dette ainsi que de délimiter le champs d'action et le niveau de responsabilité de chacun des organismes intervenant dans la gestion de la dette publique.

Un marché de titres de l'Etat liquide constitue une condition fondamentale à l'afflux massif des investisseurs et des capitaux. Il permet d'augmenter le volume des échanges et de réduire coûts de transactions (*spreads*) sur le marché secondaire. Il en résulte une baisse des taux des émissions sur le primaire à cause de l'accroissement de la concurrence sur le marché des titres de l'Etat et à la baisse des primes de liquidité exigées par les investisseurs.

La liquidité du marché de la dette a, en outre, un impact considérable sur l'amélioration de l'efficacité des mécanismes de collecte de l'épargne, ainsi que sur le développement du marché de la dette privée et des autres marchés de capitaux.

La dépendance des mécanismes de marché constitue une source de risque majeure pour le Trésor et pour les finances publiques. La mise en place d'un cadre de gestion de risque approprié permet de quantifier et de définir un niveau de risque acceptable, en fonction de la situation budgétaire, économique et financière du pays et du degré de développement des marchés de capitaux. L'intérêt principal est d'éviter les graves dysfonctionnements pouvant être liés à la défaillance du marché, à l'augmentation brutale des charges de la dette, ou encore au défaut de paiement du Trésor.

Une gestion des risques efficace est tributaire du développement de techniques financières et d'outils statistiques appropriés tels que ceux qui sont utilisés dans l'industrie financière privée. Ceux-ci permettent notamment d'effectuer le suivi et le contrôle permanent de l'évolution du niveau de risque, d'établir des modèles de prévision fiables et dans un stade avancé de développer des modèles de portefeuilles de référence.

En conclusion, l'adéquation du cadre juridique, la liquidité du marché de la dette et la maîtrise des risques constituent des garanties fondamentales à la réalisation des objectifs assignés par les pouvoirs publics à la gestion de la dette.

Les chapitres suivants tenteront de mettre l'accent sur les mesures nécessaires devant être entreprises en vue d'une plus grande efficacité du financement du Trésor par voie de marché

CHAPITRE 2 : MODERNISATION DU FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DE LA DETTE PUBLIQUE

INTRODUCTION

L'amélioration de l'efficacité du financement de la dette publique nécessite un développement continu et une modernisation ininterrompue du marché de la dette à l'instar des pays qui se sont résolument orientés vers le marché pour assurer la couverture de leurs besoins d'emprunt.

Cela devra se manifester à travers l'amélioration de la communication envers les investisseurs et les autres intervenants du marché, la modernisation des règles et des instruments, notamment par le recours à une gestion active de la dette, le développement d'un marché de la pension et la mise en place d'une courbe des taux reflétant la réalité du marché.

Un marché moderne de la dette publique est également caractérisé par l'utilisation des technologies de négociation électronique qui permettent de faciliter et de réduire considérablement la durée des transactions.

Enfin, le développement du marché de la dette dans ses compartiments primaire et secondaire est fortement lié au renforcement du rôle des intermédiaires en valeurs du Trésor qui constituent, dans ce sens, des partenaires précieux pour le Trésor.

Le présent chapitre discutera quelques unes des voies de développement d'un marché moderne de la dette publique.

Section 1 : Amélioration de la communication

L'amélioration de la communication financière envers les acteurs du marché est une condition indispensable pour le développement du marché de la dette publique. Une communication efficace permet, en effet, d'attirer les investisseurs vers le marché de la dette. Elle diminue les incertitudes et influe ainsi sur la baisse des primes de risque exigées par les investisseurs et par la suite sur les coûts d'emprunt du Trésor. Elle offre également aux gestionnaires de la dette l'opportunité d'expliquer leurs décisions et de débattre de la stratégie de gestion de la dette avec les acteurs du marché.

En termes de communication avec les acteurs du marché et avec le public des progrès notables ont été réalisés, à travers notamment la mise en place d'un calendrier d'émissions régulier, l'organisation de rencontres périodiques avec les opérateurs du marché, la conférence de presse annuelle tenue par le Ministre des Finances, l'annonce mensuelle des besoins d'emprunts globaux du Trésor et la publication régulière dans la presse et dans le site du Ministère des Finances des résultats de chaque adjudication. Toutefois, la communication développée avec le marché reste encore insuffisante.

Il est donc fondamental que les règles de communication institutionnelle soient mieux développées, aussi bien de manière descendante notamment en termes d'information sur la stratégie de gestion de la dette, la politique de développement du marché, la constitution du portefeuille de la dette (nombre de lignes, encours par ligne, duration, etc...), les programmes précis d'emprunts mensuels, etc.... mais également de manière ascendante à travers une meilleure écoute des attentes et des soucis des acteurs et des investisseurs du marché et une rapidité de réaction à leurs besoins.

Section 2 : Modernisation des règles et des instruments

Lorsque le Trésor a opté pour un financement par le marché, il a mis en place progressivement et avec un certain succès, une structure, des instruments et des règles de fonctionnement d'un marché de la dette publique lesquels, par ailleurs, ont été fortement inspirés de l'expérience française. Cependant, l'amélioration de la liquidité et du cadre de gestion des risques et donc de la performance du marché de la dette, rend nécessaire de s'inscrire dans une vision dynamique de modernisation des règles et des instruments qui régissent le marché et la gestion de la dette publique.

1. Elargissement de la pratique de l'assimilation et mise en place d'une gestion active de la dette

Le Trésor recourt pour son financement à l'émission régulière de titres, ce qui conduit à une multiplicité des lignes d'emprunt ouvertes. Or, un grand nombre de lignes entraîne une fragmentation du marché de la dette et influe négativement sur la liquidité des titres du Trésor. La mise en place d'un ensemble réduit et de grand volume de lignes d'emprunt de référence par la technique de l'assimilation a pour conséquence d'augmenter la liquidité du marché.

Plusieurs pays ont recours à la technique de l'assimilation en vue d'assurer la concentration de leur dette sur des émissions de référence limitées en nombre. Cette tendance s'explique en grande partie par la volonté des pouvoirs publics de procéder à une standardisation de leur dette et la réduction du nombre de lignes émises en vue d'augmenter la liquidité des titres et d'attirer plus d'investisseurs sur le marché.

Néanmoins, la concentration de la dette a pour inconvénient d'accroître le volume des remboursements auxquels le Trésor doit faire face à l'issue de chaque

échéance, ce qui a pour conséquence de concentrer excessivement les risques et principalement celui de refinancement.

Pour y remédier, de nombreux pays procèdent à une gestion active de leur dette sur le marché secondaire à travers, notamment, des opérations de rachat de titres contre espèces ou d'échanges avec d'autres titres nouvellement émis ou sur des lignes déjà ouvertes. Ces opérations permettent au Trésor de lisser le profil de remboursement suffisamment de temps avant la date l'échéance, en procédant à un remboursement partiel de la dette. Ce qui contribue à l'amélioration de la gestion du risque de refinancement.

Les opérations de gestion active sont également utilisées pour le rachat ou l'échange des lignes qui présentent une moindre liquidité sur le marché, permettant ainsi de constituer à moindre coût des lignes importantes d'emprunts de référence à grande liquidité.

Par ailleurs, l'efficacité d'une gestion active de la dette publique reste conditionnée par la mise en place d'un cadre juridique favorable et d'une structure organisationnelle adaptée. Ainsi, de nombreux pays qui ont retenu le principe de gérer activement leur dette ont opté pour la mise en place d'une unité disposant de suffisamment d'autonomie afin de prendre en charge l'aspect opérationnel de la gestion de la dette.

Au Maroc, la pratique de l'assimilation connaît une progression croissante au cours des trois dernières années. Le recours à cette technique a lieu dans de nombreuses adjudications à moyen et long terme et également de plus en plus souvent pour les émissions à court terme. Toutefois, malgré la pratique régulière de cette technique, le nombre de lignes émises reste encore excessivement important avec près de 200 lignes ouvertes, alors que pour la majeure partie des pays étudiés ce nombre avoisine la cinquantaine. Cela s'attribue en grande partie au fait que le Trésor limite

le plafond¹¹⁸ des lignes d'emprunt, ce qui influe considérablement sur la liquidité des titres et partant à celle du marché secondaire.

Il est donc important que le Trésor procède à un relèvement significatif¹¹⁹ de cette limite, afin que puissent être constituées de grandes lignes liquides sur le marché.

Pour faire face aux remboursements importants à l'échéance qui vont en résulter, le Trésor devra procéder à une gestion active de sa dette afin d'être en mesure de lisser convenablement son échéancier de remboursement.

Un cadre développé de gestion active permettrait également au Trésor de déterminer avec plus de précision ses besoins en trésorerie et lui offrirait ainsi, l'opportunité de procéder au placement de ses disponibilités sur le marché interbancaire par exemple¹²⁰.

Enfin, l'application d'une gestion active de la dette reste conditionnée par l'instauration d'un cadre réglementaire adéquat régissant et autorisant ce type d'opérations.

2. Développement d'un marché de la pension livrée

Les opérations de pension entre deux parties consistent en ce que l'une des parties prête des titres à l'autre, contre espèces ou d'autres titres pendant une période déterminée (généralement inférieure à un an) moyennant une rémunération ordinairement proche de celle observée sur le marché monétaire. La pension livrée constitue ainsi, une opération de cession temporaire de titres accompagnée d'un transfert réel de propriété et doublée d'un engagement irrévocable des parties à dénouer la transaction. Elle donne lieu à des échanges de trésorerie et de titres ayant lieu à l'origine et à l'échéance de l'opération.

¹¹⁸ Le plafond est limité à 1,5 milliard de dirhams, ce qui constitue un montant relativement faible.

¹¹⁹ L'augmentation du plafond devra être faite de manière progressive pour atteindre au moins dix Milliards de dirhams.

¹²⁰ Toutefois cette possibilité paraît assez difficile à envisager à l'heure actuelle à cause de la persistance de la surliquidité dans le système bancaire.

La mise en pension des titres permet aux investisseurs de disposer de ressources leur permettant de financer leurs positions ou d'effectuer des placements à court terme attractifs. La prise en pension de titres permet aux investisseurs d'assurer la rémunération des liquidités dont ils disposent en les plaçant à des taux proches de ceux observés sur le marché monétaire dans les meilleures conditions de sécurité. De plus, ces opérations permettent aux intermédiaires professionnels, de couvrir leurs positions vendeuses à travers la prise en pension de titres et de financer leurs positions acheteuses par la cession temporaire de titres.

La pension livrée offre donc, aux intervenants du marché de la dette de placer leurs disponibilités dans des conditions extrêmes de sécurité. Elle leur permet également, de disposer de liquidités pouvant être utilisées dans des opérations fermes ce qui contribue à l'animation du marché secondaire au comptant.

Un marché de pensions développé peut ainsi constituer une plate-forme pour la progression des opérations au comptant et influe par suite sur la liquidité du marché secondaire de la dette. Il est devenu à ce titre, perçu par les investisseurs comme "un trait important des marchés liquides"¹²¹. Cela explique que les pouvoirs publics dans de nombreux pays aient mis en place un cadre réglementaire régissant ces opérations en vue de créer un marché de pension développé. Certains pays comme la France ont consacré un système de Spécialistes des pensions sur les valeurs du Trésor en vue d'accélérer le développement d'un marché liquide et efficace de la pension livrée. Ceux-ci étant notamment tenus de d'assurer la cotation permanente de certains titres du Trésor contribuant ainsi à la formation de taux de référence quotidiens pour la pension à taux fixe et améliorant la liquidité de ce marché.

Au Maroc, les opérations de pensions entre opérateurs ont connu une très forte progression et constituent la part prépondérante des transactions sur le marché secondaire.

¹²¹ "Les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE"; Rapport OCDE, 2002.

La pension livrée a été récemment réglementée par la loi 24-01¹²² relative aux "opérations de pensions". Ce texte très inspiré de la loi française sur les opérations de pensions est venu réglementer une pratique déjà largement répandue sur le marché. Une fois entrée en vigueur, la loi sur la pension livrée devrait permettre de mieux sécuriser les transactions et de favoriser la liquidité du marché monétaire en général et du marché de la dette en particulier.

3. Développement de la courbe des taux

Une courbe des taux a été mise en place au Maroc par Bank Al-Maghrib au cours de l'année 2003. En l'absence d'une cotation des titres par les IVT, cette courbe a été construite sur la base des taux observés au titre des transactions réalisées sur le marché, aussi bien primaire que secondaire.

Or, une courbe des taux développée, c'est-à-dire proche de la réalité des marchés, doit être construite sur la base des prix affichés sur le secondaire par les teneurs du marché. Une telle courbe est également conditionnée par le développement du nombre et du volume des transactions.

La cotation des titres par les teneurs du marché et la constitution de grands gisements grâce à la technique de l'assimilation favoriseraient l'émergence d'une courbe des taux développée. En parallèle, celle-ci inciterait à augmenter l'arrivée des investisseurs et contribuerait, par suite à l'amélioration de la liquidité du marché de la dette. En outre, en renseignant le Trésor sur les tendances des taux sur le marché secondaire, elle lui permettrait de se financer sur le marché à des conditions plus optimales et à diminuer sensiblement le risque des taux.

¹²² Ce texte n'est pas encore entré en vigueur, car son application est subordonnée à l'adoption d'une circulaire d'application qui n'a toujours pas vu le jour au 1-1-2005.

Section 3 : Systèmes de Négociation Electroniques :

Le développement des marchés financiers sur le plan international a été grandement impulsé par l'évolution exceptionnelle des nouvelles technologies de l'information et de la communication. La valeur vitale de l'information dans le domaine de la finance a incité les gestionnaires de la dette publique à exploiter les nouvelles technologies pour créer des liens rapides et directs avec les investisseurs, à travers notamment, la mise en place de systèmes de négociation électronique.

Les transactions électroniques se sont considérablement développées au cours des dernières années sur les marchés des titres de l'Etat¹²³, les SNE permettant d'accroître la transparence et la liquidité du marché et de réduire considérablement les frais de négociation.

Les SNE ont les caractéristiques générales suivantes¹²⁴ :

- tout d'abord, ils ne nécessitent pas la présence physique et permettent la réalisation d'interactions multilatérales en continu entre les opérateurs du marché ;
- ensuite, les SNE sont des systèmes évolutifs et permettent la réalisation d'économies d'échelles potentielles sur les coûts de négociations des opérations sur le marché.

Plusieurs facteurs militent en faveur du recours aux SNE :

- d'abord, le progrès technologique qui permet la création de réseaux de communication toujours moins onéreux, plus performants et plus sécurisés ;

¹²³ Le nombre de SNE évolue sans cesse : il est passé de dix pour les marchés obligataires américain et européen en 1997 à 65 en 2001. Source : le marché des titres de l'Etat au 21^{ème} siècle ; OCDE, 2003.

¹²⁴ Banque des Règlements Internationaux: *"the implications of electronic trading in financial markets"* 2001.

- ensuite, la négociation électronique permet la réduction considérable des coûts de l'ensemble des opérations du marché (commercialisation, négociation, suivi administratif et comptable) ;
- enfin, les SNE permettent l'amélioration de la transparence¹²⁵ des marchés de titres de l'Etat en facilitant l'accès à l'information en temps réel à l'ensemble du marché et non pas seulement aux opérateurs privilégiés.

L'introduction des SNE pratiquée sur le marché des titres de l'Etat peut concerner aussi bien le marché primaire que secondaire.

Sur le marché primaire, les SNE peuvent être utilisés pour les adjudications envers les institutionnels ainsi que pour les émissions destinées directement aux particuliers. L'automatisation des procédures d'adjudication comporte un grand nombre d'avantages. D'abord, elle permet la réduction considérable des délais de communication des résultats des adjudications¹²⁶, ce qui réduit les risques encourus par les soumissionnaires, du fait qu'ils sont rapidement informés de leurs positions et contribue, par conséquent, à diminuer le risque de volatilité des taux. Ensuite, l'utilisation de systèmes électroniques d'adjudication dans l'enregistrement et la communication des transactions sur le marché réduit le risque opérationnel et permet d'améliorer la fiabilité et la sécurité des enregistrements.

Concernant les particuliers, le développement de l'Internet a permis aux gestionnaires de la dette de plusieurs pays de s'adresser directement à cette catégorie d'épargnants. L'Internet constituant un outil efficace pour diffuser rapidement des informations à un grand nombre d'investisseurs.

Les SNE sont également source de nombreux avantages pour les opérateurs du marché secondaire. Ils facilitent considérablement les transactions, réduisent les coûts de négociation et de traitement administratif des opérations sur le marché et

¹²⁵ Idem

¹²⁶ Le délai entre la soumission et l'annonce des résultats des adjudications est de moins de 30 mn et peut atteindre dans certains cas moins de 5 mn.

permettent plus de convivialité grâce au développement technologique, les opérateurs pouvant directement observer sur leurs écrans les prix affichés et conclure rapidement la transaction au prix le plus avantageux.

Pour les gestionnaires de la dette, les SNE offrent la possibilité d'accueillir un grand nombre de participants, de faciliter les transactions complexes inhérentes à la gestion active de la dette et d'augmenter le nombre et le volume des transactions, ce qui devrait accroître la liquidité sur le marché secondaire.

Sur la base de ce qui a été développé, il apparaît que l'introduction de SNE sur le marché de la dette au Maroc pourrait être avantageuse pour le fonctionnement et la liquidité du marché ainsi que pour la limitation de certains risques. Leur mise en place devrait éliminer l'attentisme observé chez les opérateurs lors de la longue période que nécessite l'attente des résultats des adjudications¹²⁷. Cela permettrait aux investisseurs de réduire les risques et d'arbitrer plus rapidement quant à la gestion de leur portefeuille, car ils seraient rapidement informés de leurs positions. Enfin, cela contribuerait à réduire la probabilité d'une évolution inattendue des taux lors du délai de l'adjudication.

Sur le segment des petits épargnants, l'introduction des SNE à travers l'Internet permettrait de mettre en place une liaison directe entre le Trésor et les investisseurs particuliers, mais pourrait comporter beaucoup de difficultés. En effet, un premier obstacle au développement de tels systèmes se rapporte aux difficultés d'introduction de la banque électronique chez les particuliers par le système bancaire. Ensuite, il serait nécessaire de mettre en place une contrepartie (une banque en général) pour assurer la garantie des opérations, ce qui constitue une source de coûts supplémentaire pour les investisseurs. En outre, l'introduction d'un tel système pourrait engendrer des coûts d'investissements plus importants en comparaison avec les avantages en termes de coûts attendus par le Trésor.

¹²⁷ Il est utile de préciser que la lenteur observée dans la communication des résultats des adjudications s'impute d'avantage au retard affiché dans la prise de décision au niveau du Trésor.

Toutefois, concernant le marché secondaire marocain, le nombre limité d'intervenants institutionnels sur ce marché, ainsi que le faible volume de transactions ne semblent pas encourager dans l'immédiat l'utilisation de SNE. Toutefois, en raison des multiples avantages suscités, l'investissement dans des SNE pourrait constituer un tremplin qui impulserait la dynamisation du marché secondaire et augmenterait par conséquent sa liquidité.

Le Trésor et Bank Al-Maghrib envisagent actuellement de mettre en place un SNE sur le marché primaire dans l'objectif déclaré de partager l'ensemble des données sur les émissions de l'Etat avec les principaux acteurs du marché. La réflexion est actuellement concentrée sur la solution à adopter : le développement d'un système en interne ou l'acquisition de SNE standards et leur adaptation au contexte national. A cet égard, il est important de noter que l'acquisition de SNE développés par des diffuseurs d'information internationaux (comme Bloomberg Auction System) connaît une progression croissante dans nombre de pays. C'est le cas entre autres du Portugal, de la Belgique, ou encore du Royaume Uni. De tels systèmes ont pour avantages d'être moins coûteux et plus performants puisque leur rentabilité a déjà été prouvée sur plusieurs marchés internationaux.

Section 4 : Rôle des IVT

L'institution de SNE évoquée dans la section précédente, pourrait suggérer *a priori*, une remise en cause du rôle joué par les Intermédiaires en Valeurs du Trésor, les SNE offrant l'opportunité au Trésor de traiter directement avec les investisseurs sur le primaire et à ces derniers de traiter directement entre eux sur le secondaire.

Malgré cela, le système des IVT continue à faire l'objet d'un intérêt croissant sur le plan international¹²⁸ en raison de ses multiples avantages. En particulier, le marché de la dette étant un marché où se négocient des volumes importants, les

¹²⁸ A titre d'exemple, pratiquement l'ensemble des pays de l'OCDE disposent d'un système de Spécialistes en Valeurs du Trésor.

investisseurs institutionnels préfèrent, pour ce type d'opérations, négocier directement avec les IVT.

Ainsi, les IVT jouent un rôle capital dans le développement des marchés de la dette. Ils participent au marché primaire dans le financement des besoins du Trésor, ils assurent la tenue du marché secondaire en procédant à l'affichage des prix à la vente et à l'achat d'un certain volume de titres assurant, de ce fait, la liquidité du marché. En outre, ils sont des partenaires précieux pour le Trésor en jouant un rôle de conseil et de promotion des titres de l'Etat.

Au titre de leur participation sur le marché primaire, les IVT jouent un rôle important dans l'attrait des capitaux et des investisseurs. En outre, dans de nombreux pays, les IVT interviennent dans l'achat des titres émis par le Trésor lorsque la demande sur le marché est insuffisante, ce qui permet de limiter le risque de refinancement.

Sur le marché secondaire, les IVT assurent la tenue du marché en proposant des prix à l'achat et à la vente pour un ensemble de titres donnés pendant suffisamment de temps et pour un volume minimal défini. Certains pays, comme la France, imposent que les écarts entre achat et vente s'inscrivent dans une fourchette maximale, sachant qu'un faible écart encourage l'augmentation du volume des transactions sur le secondaire et constitue à ce titre, un important indicateur de liquidité du marché.

Vu le rôle capital des IVT dans le développement du marché de la dette, il est important qu'ils puissent remplir efficacement leurs missions. Or, malgré une participation dynamique sur le marché primaire, les IVT n'assument pas convenablement leur rôle sur le marché secondaire puisqu'ils ne procèdent pas à la cotation des titres du Trésor. Pourtant, selon les conventions qui les lient au Trésor et les déclarations du Ministre des Finances, les IVT sont tenus d'afficher des

cotations à l'achat et à la vente pour au moins cinq lignes couvrant le long, le moyen et le court terme¹²⁹.

Ce défaut de cotation s'explique particulièrement par l'insuffisance de profondeur du marché de la dette et de la limitation des plafonds des gisements par le Trésor à un faible montant (1,5 Milliards de dirhams). Il en résulte que les titres cotés à la vente par un IVT sont rapidement acquis pour être conservés par un autre IVT ou un investisseur institutionnel qui peut aisément détenir l'ensemble des titres émis sur une même ligne. Ainsi, l'intérêt de la cotation, qui consiste à encourager la progression du volume des échanges et à améliorer la liquidité du secondaire, se trouve estompé.

Le recours à la concentration de la dette et la constitution de grands gisements, tel qu'il a été suggéré précédemment, donnerait plus de profondeur au marché. Cela inciterait les IVT à mieux jouer leur rôle de teneurs du marché et aurait un impact important sur la liquidité.

Certains acteurs du marché réfutent cette idée. L'argument avancé est que le nombre de participants étant limité sur le marché secondaire marocain, la plupart des transactions se font par négociation directe de gré à gré. Par conséquent, la mise en place d'une cotation d'ordre uniquement indicatif leur paraît suffisante.

Cet argument reste contestable, dans la mesure où la tenue du marché, qui requiert une cotation ferme, est une condition nécessaire au développement du nombre de transactions et de participants sur le marché de la dette. Cependant, il pourrait être envisagé, au départ, de procéder à une cotation d'un nombre restreint de lignes et pour un volume de titres réduit avant cela ne soit progressivement revu à la hausse en fonction de l'évolution du marché. Un grand soin devrait également être donné à la définition et à la limitation du *spread* sur les transactions afin d'encourager d'avantage la participation des investisseurs au marché.

¹²⁹ Intervention du Ministre des Finances sur : "le financement du Trésor et la réforme du marché des adjudications" ; Mars 2003, in www.finances.gov.ma.

Des acteurs du marché avancent que les IVT n'assument pas convenablement leur rôle à cause du peu d'autonomie dont ils jouissent. En effet, la majeure partie des IVT sont contrôlés directement par des établissements bancaires et sont tenus, à ce titre, de se référer constamment à leur hiérarchie pour leurs décisions. Or, les banques ont souvent des préoccupations différentes que celles ayant trait à l'animation du marché de la dette. Pour éviter cette juxtaposition des rôles, il serait opportun qu'une réflexion soit entamée sur le statut des IVT et sur la nature de leurs relations avec les institutions bancaires mères. Cela est d'autant plus important que, contrairement aux banques qui peuvent agir en tant qu'opérateurs sur le marché de la dette, les IVT ne doivent avoir aucun intérêt à tirer profit d'éventuelles anticipations sur le marché. L'essentiel de leurs rémunérations devant être constituées des commissions perçues sur les transactions faites aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

CONCLUSION

La modernisation du marché de titres de l'Etat au Maroc est un facteur fondamental de son développement. Cela nécessite de développer les règles de communication institutionnelle avec les acteurs et les investisseurs du marché sur les politiques et les actions des pouvoirs publics. De poursuivre la concentration de la dette publique sur un nombre limité de titres de référence et de procéder à une gestion de la dette publique afin d'être en mesure de lisser l'échéancier de remboursement et d'améliorer la liquidité de ces titres.

Un marché de titres de l'Etat moderne est lié au développement d'outils précis de gestion de la dette et d'information du marché telle que la courbe des taux.

L'introduction de systèmes de négociation électronique aussi bien sur les compartiments primaire que secondaire constitue une caractéristique importante des marchés modernes. Elle serait d'un apport important pour la réduction des délais des opérations, la limitation des risques et le développement de la liquidité du marché des titres de l'Etat.

Enfin, le développement d'un marché liquide est lié à ce que les IVT assurent correctement leur fonction de teneurs de marché. La concentration de la dette publique sur de grands gisements devrait permettre de donner plus de profondeur au marché et inciterait les IVT à mieux remplir cette mission ce qui aurait un impact positif sur la liquidité de la dette publique.

La modernisation du marché des titres de l'Etat est une condition nécessaire pour en améliorer la liquidité et en limiter les risques. Toutefois, cette condition demeure insuffisante. Il est important de compléter le processus de modernisation par le développement des modes de management de la dette par les pouvoirs publics à travers la révision de la structure organisationnelle, ainsi que des mécanismes de coopération, de contrôle et d'évaluation de la gestion de la dette publique.

CHAPITRE 3 : DEVELOPPEMENT DU MANAGEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE

INTRODUCTION

La marchandisation de la dette publique est source de multiples contraintes pour les pouvoirs publics, la logique du marché exigeant, en effet, une grande attention et une rapidité de réaction aux doléances et aux besoins des acteurs et des investisseurs.

La modernisation du marché des titres de l'Etat reste insuffisante pour garantir la réalisation des objectifs assignés à la dette publique. En effet, celle-ci est tributaire du développement du mode de gestion de la dette publique qui se manifeste notamment à travers la mise en place d'une organisation adéquate, en particulier pour la gestion opérationnelle de la dette, ainsi que d'une coordination et une coopération appropriées et efficaces entre les différents organismes publics concernés par la gestion de la dette publique. De plus, l'augmentation des risques liés à la dette publique et la croissance des exigences de transparence et d'information, aussi bien des pouvoirs publics que des acteurs et investisseurs du marché, milite en faveur de l'instauration de mécanismes adéquats et efficaces d'évaluation et de contrôle de la gestion de la dette publique, que ce soit à un niveau interne ou externe à l'administration.

Ce chapitre traitera dans une première section de la mise en place d'une structure chargée de la gestion opérationnelle de la dette et dans une seconde section de la coordination avec les principaux organismes en relation avec la dette publique. La troisième section traitera des mécanismes de contrôle et d'évaluation nécessaires à l'amélioration de la gestion de la dette publique.

Section 1 : Mise en place d'une agence chargée de la gestion opérationnelle de la dette

La réalisation efficace des objectifs assignés à la gestion de la dette publique¹³⁰ nécessite une écoute croissante et une réaction rapide aux attentes et aux besoins des investisseurs et des acteurs du marché. A cette fin, la mise en place d'une structure dédiée exclusivement à la gestion opérationnelle de la dette publique devient une pratique de plus en plus courante sur le plan international.

Cette structure dispose généralement d'une grande souplesse et de moyens importants lui permettant de disposer d'une meilleure réactivité envers le marché et d'attirer des ressources humaines de grande compétence dans le domaine financier.

Cette section tentera d'apporter des arguments à la mise en place d'une structure opérationnelle de gestion de la dette et d'une unité de gestion des risques et présentera une réflexion sur leur organisation et leur fonctionnement.

1. Les arguments en faveur de l'agence de la dette :

Ayant opté pour le financement des besoins du Trésor par le marché, un nombre croissant de pays ont recours à la séparation entre la composante stratégique et la composante opérationnelle de la gestion de la dette publique. En effet, les objectifs de la dette étant précisés, il appartient au gouvernement (plus particulièrement au Ministère des Finances) de déterminer la stratégie qui s'apprête le mieux à la réalisation des objectifs en prenant en considération les nombreux paramètres et contraintes économiques, politiques ou sociales auxquels il doit faire face.

¹³⁰ C'est-à-dire d'assurer les besoins de financement du Trésor en optimisant les coûts par rapport à un niveau de risque défini.

L'aspect opérationnel de la gestion de la dette est une fonction en grande partie technique qui doit jouir d'une compétence technique et d'une grande capacité de réaction aux évolutions du marché. Une grande structure, fortement hiérarchisée comme celle du Ministère des Finances paraît peu adaptée pour remplir cette mission.

En effet, une gestion moderne de la dette publique requiert une écoute et un suivi permanent de l'évolution du marché. Elle nécessite une participation dynamique de l'entité chargée de la dette sur le marché notamment pour mener une gestion active de la dette ou manipuler des produits financiers complexes comme les produits dérivés. Elle exige également de disposer de compétences professionnelles en matière financière en vue de permettre au Trésor de gérer au mieux le portefeuille de la dette.

Plusieurs options institutionnelles peuvent être envisagées pour la mise en place d'une structure opérationnelle de gestion de la dette. Celle-ci pouvant soit, être officiellement rattachée au Ministre des Finances comme le cas de la France ou de la Belgique, ou bien de manière beaucoup plus rare à la Banque Centrale comme c'est le cas en Inde, soit être en dehors de ces départements et disposer d'un statut juridique d'établissement public indépendant comme c'est le cas en Suède.

Quelle que soit la solution institutionnelle adoptée, il est indispensable que les procédures de gestion de la dette soient claires, les attributions et les responsabilités soient clairement précisées et qu'il y ait une bonne coordination entre les intervenants. La précision des rôles et des responsabilités est définie dans certains pays à travers la mise en place de communications officielles entre le législateur, le Ministère des finances, qui définit la stratégie de la dette, et l'entité chargée de l'aspect opérationnel de la gestion de la dette. Cette communication se fait généralement à travers des documents publics, tels que la loi de finances qui définit les objectifs de l'endettement, des instructions écrites adressées par le Ministère des finances à l'organisme chargé de la gestion opérationnelle quant à la

stratégie du gouvernement en matière de gestion de la dette et des rapports périodiques présentés par cet organisme sur les résultats de sa gestion.

Certains pays disposent, en ce sens, de structures indépendantes (ou offices) du Ministère des finances et de la Banque Centrale. Ils justifient cela par la nécessité d'établir une distinction entre les objectifs de gestion de la dette et ceux de la politique monétaire, ainsi que d'accorder plus d'indépendance à L'Office de gestion de la dette vis-à-vis du Ministère des Finances qui détient un pouvoir politique et budgétaire¹³¹.

D'autres arguments sont mis en avant dans ce sens parmi lesquels :

- la *clarification des responsabilités* et le renforcement de la transparence dans la gestion de la dette.
- une plus grande *souplesse de la structure* favoriserait le perfectionnement des techniques de gestion de la dette et des risques qui lui sont rattachés. Ces dernières étant de plus en plus nécessaires au vu de la complexité croissante des instruments financiers (produits dérivés) et des méthodes de gestion des risques.
- le *recrutement et le maintien de ressources humaines compétentes*. En effet, compte tenu des contraintes inhérentes à la rémunération dans l'administration publique, la structure d'établissement public indépendant procure plus de flexibilité en matière d'avantages salariaux et sociaux accordés au personnel.

Toutefois, la gestion de la dette publique du fait qu'elle implique plusieurs services administratifs, dont une bonne partie est située à l'intérieur du Ministère des Finances, nécessite un échange d'informations continu et précis avec la structure chargée de la gestion de la dette. Or, l'autonomie de cette dernière vis-à-vis du Ministère des Finances augmente le risque de manque de coordination et de coopération avec ces services administratifs. Cela explique le fait que dans certains pays, tels que la France, la Pologne ou la Belgique, l'entité chargée de la gestion de la dette continue à être intégrée au sein du Ministère des Finances. L'importance d'entretenir des liens rapprochés avec les autres services du Ministère des Finances

¹³¹ « Les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE » ; Rapport OCDE , 2002.

et la nécessité de coordination étroite entre la politique budgétaire et la gestion opérationnelle de la dette, constituent les principaux arguments avancés en faveur de ce type de structure¹³².

L'inconvénient majeur de la localisation de cette entité au Ministère des Finances est la difficulté d'attirer et de retenir des ressources humaines de grande compétence, du fait des restrictions liées à la politique salariale de la fonction publique.

L'hébergement de l'entité de gestion de la dette au sein de la Banque centrale est de nature beaucoup moins courante¹³³ en raison de l'indépendance croissante des banques centrales vis-à-vis du pouvoir exécutif au cours de ces deux dernières décennies. En effet, la focalisation des banques centrales sur l'objectif fondamental de maîtrise de l'inflation les pousse à se détacher des opérations de gestion de la dette publique, par crainte que leurs actions ne soient perçues comme des signes d'orientation des taux d'intérêts directeurs, instruments privilégiés de politique monétaire.

Au Maroc, la mise en place d'un marché performant, l'atteinte des objectifs assignés à la dette et l'amélioration de sa gestion, sont subordonnés à certaines conditions telles que le renforcement de la transparence et de la réactivité à l'égard du marché, l'élimination des chevauchements de compétences entre les différents intervenants, la mise en place d'une gestion active de la dette ou l'instauration de mécanismes et d'instruments de gestion des risques appropriés.

Or, une grande structure fortement hiérarchisée comme celle du Ministère des Finances (Direction du Trésor) ne sera pas en mesure de disposer de la souplesse et de la réactivité nécessaires lui permettant de répondre à ces besoins.

¹³² Rapport FMI, Directives pour la gestion de la dette publique. Document d'accompagnement, 2002

¹³³ Certains pays comme le Royaume Uni où la gestion de la dette publique était confiée à la Banque Centrale ont opté pour le transfert de cette mission vers une agence dépendant du Ministère des Finances.

Il paraît donc important de créer une structure disposant de suffisamment de souplesse et dotée de moyens adéquats (elle sera dénommée Agence dans toute la suite du document) en vue de prendre en charge l'ensemble des aspects opérationnels de la gestion de la dette (émissions, adjudications, remboursement à l'échéance, etc.). Celle-ci sera habilitée à intervenir aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire et devra jouer le rôle d'interlocuteur exclusif des acteurs du marché de la dette.

D'autre part, comme il a été mentionné précédemment, la mise en place d'une agence de la dette est conditionnée au préalable par l'institution de procédures appropriées et d'un cadre juridique et réglementaire clair, en vertu duquel les rôles et les responsabilités des intervenants, notamment le Ministère des finances et l'agence de la dette, soient clairement précisés. L'évaluation des résultats de l'agence sera faite sur la base des objectifs qui lui ont été clairement tracés par le Ministère des finances, notamment en termes de besoins de financements, de coûts d'emprunts et de niveau de risques.

Il serait enfin préférable que l'agence de la dette puisse disposer d'une autonomie suffisante tout en restant rattachée au Ministère des Finances, la structure d'établissement public indépendant n'étant pas forcément appropriée à l'heure actuelle, à cause, notamment, de l'exigüité du marché de la dette publique au Maroc. De plus l'intégration au sein du Ministère des Finances permettrait à l'agence de tirer profit des synergies en termes d'informations avec des départements importants de ce Ministère, tels que la Direction du Trésor, la Trésorerie Générale ou la Direction du Budget.

2. Missions de l'agence de la dette

Comme il a été cité plus haut, l'agence de la dette doit disposer de suffisamment d'autonomie opérationnelle par rapport au pouvoir politique et être reconnue par des textes réglementaires comme l'organe chargé de la gestion opérationnelle de la dette publique.

L'agence devra assurer une mission de planification en élaborant annuellement le programme d'emprunt ainsi qu'un calendrier indicatif des échéances de la dette en fonction des besoins de financement du Trésor et de la stratégie du Ministère des Finances en matière de gestion de la dette publique. Le programme devra être présenté au Ministre des Finances pour y apposer ses observations, et sera ensuite mis en application par l'agence de la dette.

L'agence de la dette sera amenée à intervenir sur les deux compartiments primaire et secondaire du marché de la dette. Sur le marché primaire, l'agence devra être reconnue comme le gestionnaire de la dette publique et à ce titre, elle aura pour mission d'exécuter toutes les opérations relatives à la levée des fonds et aux remboursements. Il s'agit notamment du lancement des opérations d'émissions, du dépouillement des adjudications, de l'annonce des résultats des adjudications, de la tenue de la comptabilité et du remboursement à l'échéance, etc....

Sur le marché secondaire, l'agence interviendra, à pied d'égalité avec les autres acteurs du marché, pour les opérations ayant trait à la gestion active de la dette (achat ou échange de titres moins liquides, lissage de l'échéancier de la dette, etc...) ou encore à la manipulation d'instruments dérivés.

Du fait de sa proximité et de ses contacts permanents avec les opérateurs du marché de la dette, l'agence sera amenée à nouer des liens solides avec les opérateurs du marché, notamment les IVT et jouer ainsi, le rôle d'interlocuteur exclusif des marchés.

Dans un autre registre, *la gestion de la Trésorerie* de l'Etat¹³⁴ est, sur le plan international¹³⁵, souvent confiée à l'agence de la dette. Les excédents de trésorerie sont placés sur le marché monétaire au moyen de dépôts ou de prises en pension et les déficits de trésorerie sont financés par des échéances plus courtes que les

¹³⁴ Rapport FMI ; BIRD : « Directives pour la gestion de la dette publique. Document d'accompagnement », 2002.

¹³⁵ C'est notamment le cas de la France, de la Belgique, du Royaume Uni ou de la Suède.

échéances régulières. En outre, l'agence de la dette est souvent chargée de *la gestion de la dette extérieure*.

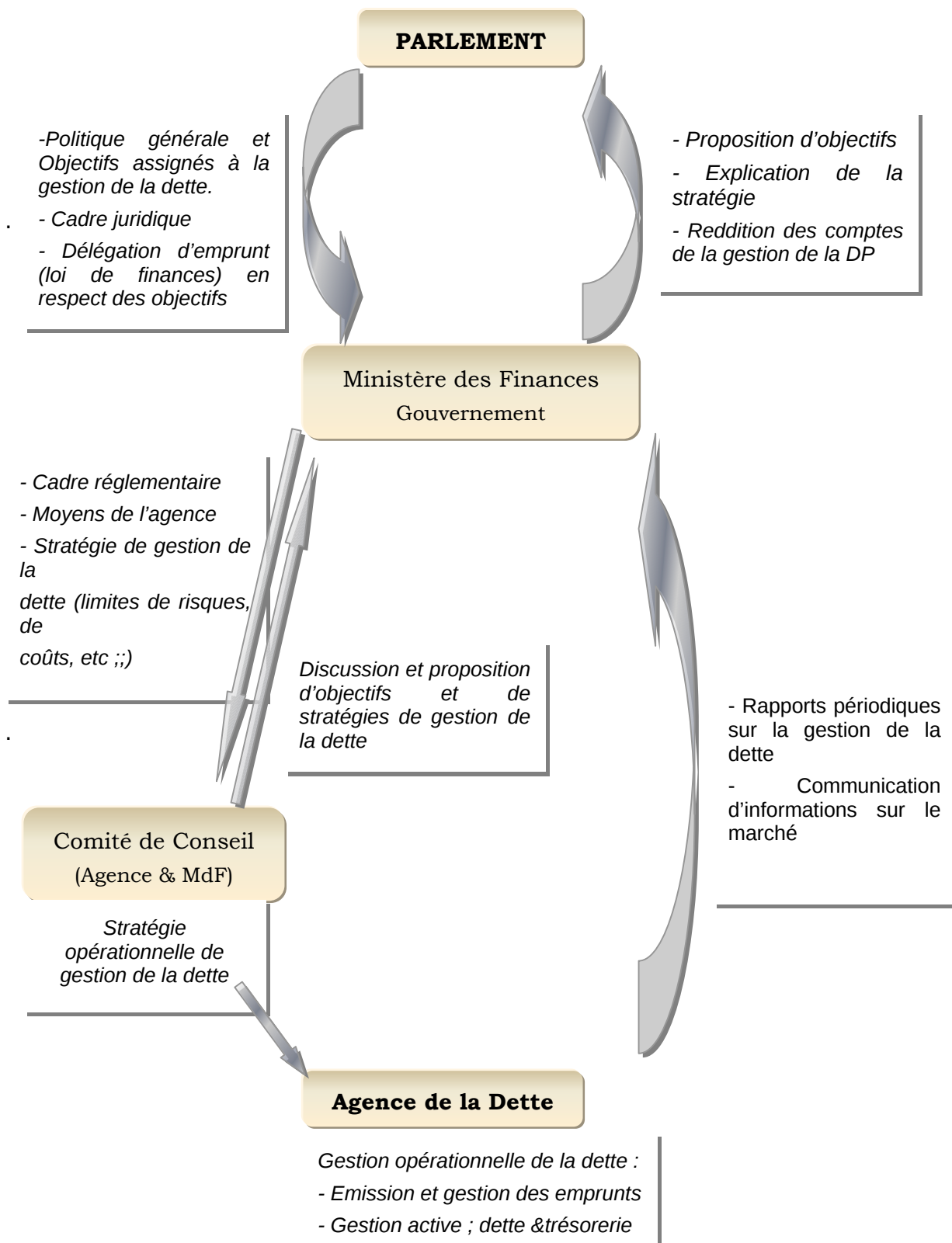
L'idée derrière la centralisation de l'ensemble des responsabilités opérationnelles de gestion de la dette en un seul organisme est de permettre à l'agence de la dette de disposer d'une vision globale sur les besoins de financement du Trésor. Cela évite la dilution des responsabilités entre de multiples intervenants et permet à l'agence de la dette d'établir son programme de financement de manière plus cohérente et plus efficace.

L'approche de la centralisation de l'ensemble des responsabilités opérationnelles liées à la dette publique dans l'agence de la dette marocaine paraît ainsi, intéressante. Elle devrait permettre de mieux optimiser le financement du Trésor et de grouper les responsabilités confiées actuellement à trois divisions de la Direction du Trésor en un seul et même organisme.

Le placement des disponibilités du Trésor sur le marché constituerait une source importante de rentabilisation de la trésorerie de l'Etat et pourrait à ce titre, être effectué par l'agence de la dette marocaine en collaboration avec la Trésorerie Générale qui détient des informations et des compétences importantes dans la prévision des besoins de Trésorerie de l'Etat.

Enfin, l'agence de la dette, de par sa connaissance et sa proximité du marché peut jouer un rôle important de conseiller financier auprès des organismes publics, et plus particulièrement auprès du Ministère des Finances.

Schéma récapitulatif des responsabilités relatives à la gestion de la dette publique intérieure



3. Organisation de l'agence de la dette

L'objet de ce paragraphe est de mettre l'accent sur les fonctions les plus importantes devant être intégrées au sein de l'agence de la dette, à partir des modes d'organisation observés sur le plan international. Quoique variable, la tendance observée est vers l'adaptation de techniques d'organisation et de fonctionnement calquées sur celles, très avancées, de l'industrie financière.

La gestion active de la dette publique, dont il a été question lors de la section précédente, requiert une intervention directe de l'agence de la dette sur le marché secondaire. Cela nécessite la mise en place d'une *salle de marché* (ou *front office*) directement connectée au marché, à travers laquelle l'agence peut procéder aux opérations d'achat, d'échange, de pensions, de placements de trésorerie ainsi qu'à d'autres types d'opérations au même titre que l'ensemble des autres acteurs du marché.

Dans de nombreux pays¹³⁶, et en raison de la multiplicité et de la complexité croissante des opérations de gestion de la dette publique, les agences de la dette disposent d'un *service post marché* (ou *back-office*) séparé du *front office*. Ses principaux rôles sont d'assurer le traitement administratif (enregistrement, comptabilisation, traitement, règlement, etc....) de l'ensemble des opérations effectuées par l'agence, de collecter les données et d'élaborer des statistiques sur la dette publique. La séparation de cette fonction avec celle du Front Office, renforce la sécurité des transactions, ainsi que la fiabilité et la précision des données élaborées. , et contribue par la suite à l'amélioration de la gestion de la dette publique.

En outre, il est courant qu'une fonction dite intermédiaire (ou *middle office*), située entre le front office et le back office , soit mise en place dans l'objet de renforcer le contrôle interne et d'assurer la gestion des risques au sein de l'agence de la dette.

¹³⁶ Notamment, France, Royaume Uni, et Suède.

Le rôle dévolu au middle office consiste notamment en la mise au point de procédures de fonctionnement interne, l'évaluation des résultats des opérations et les performances de l'agence de la dette. Il est également chargé de la mise en place des dispositifs de mesure, de suivi et de contrôle des niveaux des risques au titre de la dette publique et de veiller à ce que les opérations de marché ne s'écartent pas des limites de risque définies par le Ministère des Finances.

L'ensemble des trois fonctions sus citées devraient se retrouver au niveau de la structure organisationnelle de l'agence de gestion de la dette. Les fonctions du middle office et du back office peuvent être regroupées au sein d'un même service, mais doivent demeurer isolées de l'unité en relation avec le marché (front office). Ces trois fonctions peuvent également être confiées à des entités distinctes à l'intérieur de l'agence de la dette. Le cas le plus adéquat est celui de la Belgique, où l'organisation de l'agence est bâtie expressément autour de ces trois grandes fonctions, qui constituent des services clairement séparés¹³⁷ et dépendant de responsables placés sur un même niveau hiérarchique.¹³⁸

A côté de ces trois fonctions fondamentales, des fonctions complémentaires doivent être insérées dans la structure organisationnelle de l'agence de la dette.

Parmi celles-ci, la cellule informatique qui tient une place cruciale dans le système de gestion de la dette. En effet, un système informatique puissant et performant permet un enregistrement adéquat des multiples opérations effectuées par l'agence de la dette. Il est également l'outil fondamental de mesure des performances et des risques ainsi que de l'analyse et de la prévision de la gestion du portefeuille de la dette publique. La cellule informatique est indispensable pour un bon fonctionnement de l'agence.

¹³⁷ Voir 1^{ère} Partie, Chapitre 2. section 2, Benchmark

¹³⁸ L'agence de la dette publique est dirigée par un comité opérationnel composé des trois responsables des services front office, middle office et Back office. Ce comité est présidé à tour de rôle par les trois responsables.

Une cellule d'audit interne est nécessaire dans l'organisation de l'agence de la dette. Rattachée directement à la direction, elle peut constituer un outil important de contrôle interne du fonctionnement de l'agence et de la gestion de la dette.

Une cellule en charge de la communication serait également d'une grande utilité. Celle-ci devra assumer le rôle fondamental de communication et de transmission des informations nécessaires et en temps opportun aux acteurs du marché, aux autorités et au public en général. La cellule de communication participera significativement à l'amélioration de la transparence du marché de la dette.

Un intérêt croissant est accordé par les agences de la dette à la recherche¹³⁹. La mise en place d'une cellule dédiée à cette mission permettrait de concentrer l'attention sur des sujets importants de la gestion de la dette. Celle-ci serait chargée de réfléchir sur les aspects institutionnels et organisationnels de la gestion de la dette, de la mise au point ou de l'utilisation de techniques avancées de mesures de performances ou de contrôle des risques. Elle devrait en outre chercher à tisser des contacts permanents avec d'autres chercheurs et participer aux débats relatifs à la gestion de la dette publique.

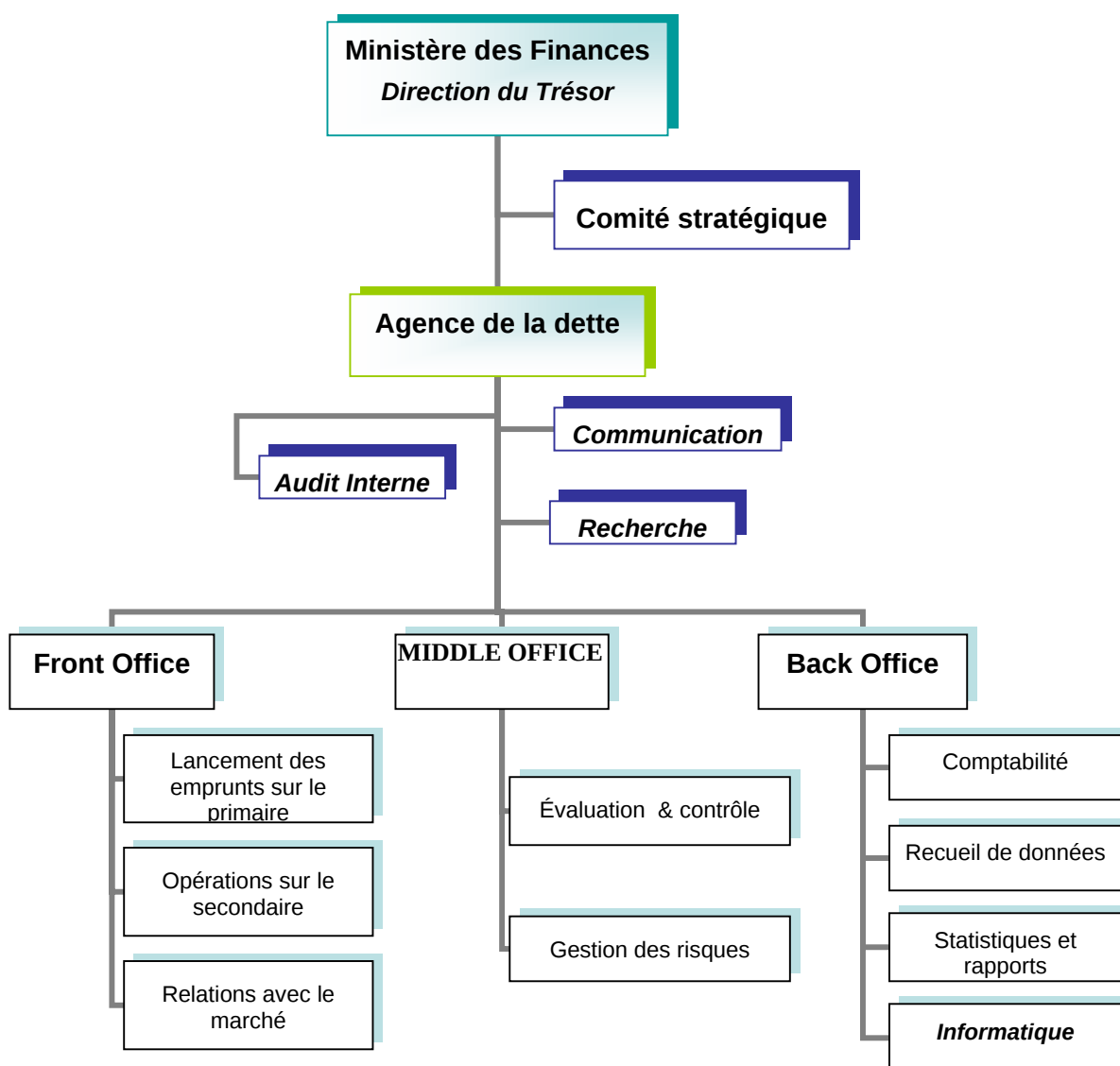
En conclusion, il est utile de signaler que la détermination précise et claire d'une structure organisationnelle adaptée de l'agence de la dette marocaine, ne peut être mise en place que si les pouvoirs publics définissent préalablement de manière exhaustive le champ total des activités de l'agence.

Le mode d'organisation envisagé devrait toutefois, s'appuyer sur les grandes fonctions des agences de la dette que sont le front office, le middle office et le back office. Il serait nécessaire également de prendre en considération les autres fonctions de support, tels que l'informatique ou la communication qui seraient intégrées dans la structure organisationnelle en fonction des besoins et des missions dévolues à l'agence marocaine de la dette.

¹³⁹ Rapport OCDE : "les marchés de titres de l'Etat au 21^{ème} Siècle". 2002.

Le schéma ci-dessous, présentée à titre indicatif, correspond à l'une des nombreuses variantes organisationnelles pouvant être adoptées dans le fonctionnement de l'agence de la dette.

Organisation proposée de l'agence de la dette



4. Mise en place d'une cellule de gestion des risques

Le recours du Trésor public au financement de ses besoins par des mécanismes de marché a accentué les risques sur la dette intérieure et a par la suite, fait croître l'attention portée à leur gestion.

Le Trésor public doit accorder un plus grand intérêt à la gestion des risques liés à la dette publique que ce soit le risque de refinancement ou de liquidité, le risque opérationnel, ou surtout le risque de taux.

Une bonne gestion des risques est tributaire de l'inscription de toutes les activités de gestion de la dette dans un cadre intégré de gestion des risques. C'est pour cela que la gestion des opérations de risques gagnerait à être confiée à une cellule rattachée à cette agence et qui constituerait l'essentiel de l'activité de cette dernière. Elle ferait partie de la fonction middle office ou d'un service regroupant les deux fonctions middle et back office, mais sera distincte du service en charge des activités de marché (front office) pour plus de sécurité et d'efficacité du contrôle interne

La cellule de gestion des risques devra être chargée de la mesure, du suivi, du contrôle et de l'analyse de l'ensemble des risques relatifs à la gestion de la dette suivant les seuils de tolérance définis par le Ministre des Finances et les politiques et les procédures définies par les organes compétents. Elle procéderait, dans ce sens, à une actualisation quotidienne de sa position notamment en matière de risque de taux et de risque de refinancement et élaborerait de manière périodique (trimestrielle, mensuelle ou même hebdomadaire) des rapports relatifs à la situation des opérations de gestion des risques de la dette qui seront transmis aux services compétents du Ministère des Finances.

Les difficultés posées pour la mise en place d'une gestion performante des risques inhérents à la dette publique sont assez similaires à ceux énoncés précédemment pour l'agence de la dette. Cela pose un problème de moyens financiers à mettre en œuvre, de choix de systèmes informatiques adéquats et bien évidemment, de la difficulté de recrutement et de maintien de ressources humaines compétentes en matière de gestion des risques.

A l'instar des autres cellules de l'agence, le service de gestion des risques nécessite une définition précise des responsabilités de l'ensemble du personnel, des procédures claires et transparentes et une grande compétence des ressources humaines en matière financière. Il exige également que des investissements importants soient consentis dans l'équipement en matériel informatique et d'outils statistiques de mesure, d'analyse, de prévision, de contrôle et de gestion des risques.

5. Moyens humains

L'appel à des ressources humaines de valeur constitue une condition fondamentale pour que l'agence de la dette puisse remplir efficacement ses missions relatives à la gestion opérationnelle de la dette publique. Les ressources humaines constituent en effet, le cœur de la structure de gestion de la dette. Certains pays justifient la création d'une agence autonome indépendante de gestion de la dette par la seule nécessité d'attirer et de maintenir des ressources humaines compétentes en matière financière.

L'agence de la dette marocaine aura, au préalable, à définir les différentes fonctions, les compétences recherchées et la taille des effectifs nécessaires en fonction de l'étendue de sa mission, de l'encours, de la structure et de l'évolution de la dette. Elle devra ensuite œuvrer au recrutement de personnel hautement compétent en raison du fort degré de technicité exigé dans une bonne partie des activités liées à la gestion opérationnelle de la dette publique.

Cela pose une contrainte majeure quant au recrutement et au maintien des effectifs, en raison de la concurrence du secteur privé, mieux rémunérateur. C'est notamment le cas pour certaines fonctions du front office ou de gestion des risques pratiquement inexistantes dans le secteur public et qui s'exercent de manière lucrative dans le secteur financier privé.

Pour y remédier, l'agence de la dette marocaine devra être en mesure de délivrer une rémunération attrayante et un cadre de travail stimulant. L'adoption pour l'agence d'une structure d'établissement public autonome offrirait des perspectives de rémunération plus intéressantes que celles de la fonction publique. Toutefois, le système de primes en vigueur au Ministère des finances, complété par des indemnités de responsabilité et de rendement conséquentes pourrait s'avérer suffisant, dans un premier temps, en vue d'attirer et de maintenir les ressources humaines nécessaires au fonctionnement de l'agence de la dette.

L'agence devra également disposer de ressources suffisantes lui permettant, à l'instar de nombreux pays, d'offrir à son personnel des multiples formations, stages ou compléments d'études en vue de s'assurer de leur maintien en ses rangs.

6. Système d'Information

Le recours aux mécanismes de marché pour assurer les besoins de financement de l'Etat a rendu de plus en plus complexe la gestion de la dette publique, à cause notamment des volumes importants des opérations auxquelles elle donne lieu et à sa dépendance croissante de la connaissance de données précises et en temps opportun. Cela a rendu nécessaire la mise en place d'un système d'information sur la gestion de la dette performant assurant l'enregistrement rapide et précis des transactions, le suivi permanent du portefeuille de la dette, la disponibilité d'outils d'analyse et de prévision efficaces et la gestion adéquate des risques.

Le système d'information de la gestion de la dette publique doit s'appuyer sur un système informatique développé qui en constitue le piédestal. Selon la Banque Mondiale, un système informatique de gestion de la dette performant nécessite la mise en place d'au moins les quatre modules suivants¹⁴⁰ :

- *Une base de données centrale de la dette* : Elle doit contenir une information détaillée et complète sur l'ensemble de la dette publique en vue d'assister les gestionnaires de la dette à élaborer des stratégies d'emprunts et de gestion des risques appropriés.
- *Un module de gestion du risque*, qui, en puisant l'information nécessaire à partir de la base de données centrale, puisse permettre d'assurer une évaluation permanente du cours du marché pour l'ensemble du portefeuille de la dette, calculer les indices de référence choisis pour le suivi des risques et produire des scénarios d'optimisation du portefeuille de la dette.
- *Un système de transactions de marché et un module d'enregistrement de la dette* permettant d'assurer la gestion des transactions des titres de l'Etat et le suivi des transactions sur le marché secondaire.
- *Un module des tendances macroéconomiques* permettant de procéder à des simulations des tendances économiques, du budget et de la balance de paiements en vue de déterminer des seuils d'emprunts publics soutenables sur le plan budgétaire.

Par ailleurs, la gestion de la dette publique n'opérant pas dans un vase clos, elle ne peut être soustraite distinctivement de la politique budgétaire dont elle fait partie et de la politique monétaire sur laquelle elle a une influence notable. Il est donc important, en vue de disposer d'un système d'information de gestion de la dette performant, que des ponts de communication adéquats soient mis en place entre les divers départements en relation avec la gestion de la dette publique, principalement ceux du Ministère des Finances et de la Banque centrale.

En outre, il est nécessaire que des dispositions réglementaires, institutionnelles et administratives soient mises en place, en vue de s'assurer de la contribution des départements intéressés à la production des informations nécessaires en temps

¹⁴⁰ BIRD : "renforcement des capacités de gestion de la dette publique", 1999.

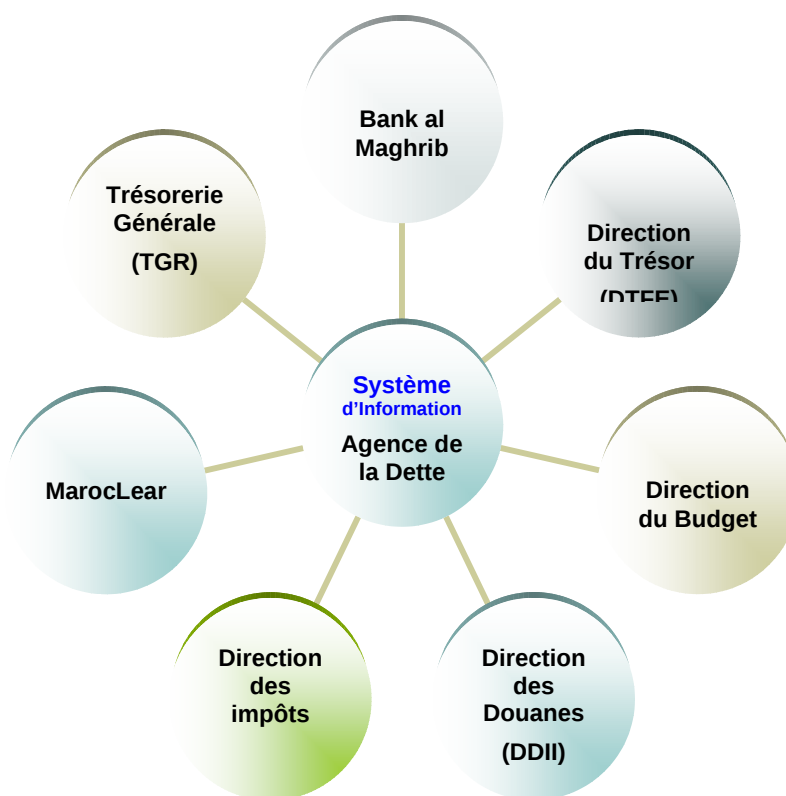
opportun et de façon précise et complète à l'organisme chargé de la gestion de la dette.

La mise en place d'une gestion efficace de la dette publique nécessite de développer la gestion de l'information et du risque. A ce titre, des systèmes informatiques précis d'enregistrement des opérations de la dette permettent d'améliorer la fiabilité des données et du respect échéances de la dette. En outre, ils facilitent la gestion des risques et des performances, ainsi que la réalisation de prévisions précises sur l'évolution du marché et du portefeuille de la dette.

Un système informatique développé offre également la possibilité de connexion vers d'autres bases de données. Cela permet l'intégration de multiples systèmes d'informations¹⁴¹ utiles pour le gestionnaire de la dette au sein d'un même système, ce qui signifie un rapprochement permanent des autres fonctions touchant aux finances de l'Etat¹⁴².

¹⁴¹ Comme la Banque Centrale, la Direction du Trésor et les principales autres directions du Ministère des Finances ; TGR, Budget, etc. ...

¹⁴² A signaler que des avancées sont enregistrées dans ce sens avec l'actuel projet de mettre en place d'un SNE auquel sera associée la création d'une base de données unique relative à la dette émise sur le primaire et sur laquelle seront connectés l'ensemble des intervenants dans la gestion de la dette ; notamment la Banque Centrale, la DTFE , les IVT , etc...



La mise en place de systèmes informatiques développés au sein de l'agence de la dette contribuerait à optimiser la gestion de la trésorerie et de la dette publique marocaine. Ces systèmes pourraient être développés en interne, mais il est moins coûteux et plus opportun d'envisager l'acquisition de systèmes disponibles sur le marché, qui sont de plus en plus standardisés, moins coûteux et offrent d'avantage de fiabilité.

Il est cependant nécessaire avant de choisir le système approprié, de s'assurer que son degré de développement et son coût soient en adéquation avec les besoins des gestionnaires de la dette.

Section 2 : Coordination entre les divers organismes intervenants :

L'observation de l'organisation actuelle adoptée au titre de la gestion de la dette publique montre que la Direction du Trésor (DTFE) du Ministère des Finances en constitue la structure de base.

D'autres départements majeurs participent à la gestion de la dette: il s'agit tout d'abord de Bank Al-Maghrib qui intervient notamment au niveau de la supervision des opérations d'adjudications des règlements à l'échéance des bons du Trésor émis par adjudications. L'autre grand intervenant est la Trésorerie Générale du Royaume (TGR) qui assure l'exécution et de la tenue de la comptabilité des opérations de recettes et de dépenses de l'Etat, ainsi que de la dette publique.

La perspective d'institution d'une agence intégrée au Ministère des Finances pour la prise en charge de la gestion opérationnelle de la dette publique, telle que proposée dans le cadre de ce travail, nécessite au préalable, comme il a été cité précédemment, de développer le cadre juridique et réglementaire afin de préciser d'avantage les missions et les responsabilités de l'ensemble des intervenants dans la gestion de la dette. L'agence de la dette devrait instituer des liens solides avec le Ministère des finances qui définit la stratégie de gestion de la dette et auquel elle devra rendre compte de sa gestion.

Une gestion efficace de la dette exige d'améliorer la coordination et la communication des informations entre l'agence de la dette et la Banque Centrale qui gère le compte du Trésor, ainsi qu'avec les principaux départements du Ministère des finances concernés par la gestion de la dette, en l'occurrence la direction du Trésor et la Trésorerie Générale. Il est en outre, nécessaire de définir un cadre relationnel adéquat avec l'institution législative afin que cette dernière soit constamment et adéquatement informée de la situation de la dette publique et du développement de l'environnement du marché de la dette. Enfin, la communication

avec les acteurs et les investisseurs gagnerait à être mieux développée en vue d'améliorer la transparence et la liquidité du marché de la dette publique.

La présente section traitera des mécanismes de coopération et de coordination avec les principaux organismes liés à la gestion de la dette publique.

1. Relations de l'agence de la dette avec le Ministère des Finances

Les relations entre l'agence de la dette et le Ministère des Finances doivent être définies dans un cadre réglementaire clair précisant et délimitant les rôles et les responsabilités de l'ensemble des intervenants et plus particulièrement de l'agence de la dette.

Le cadre réglementaire déterminera la nature et la fréquence des informations qui doivent être transmises à l'agence, ainsi que celles qu'elle doit mettre à la disposition du Ministère des finances et plus particulièrement de la Direction du Trésor afin que cette dernière puisse être informée en permanence de la conduite de la gestion de la dette sur le plan opérationnel et de l'évolution du marché.

Ces relations devraient se manifester dans la pratique à travers la connexion du système d'information de l'agence de la dette avec celui de la Direction du Trésor et des autres départements du Ministère des finances. Elles se matérialiseraient également sous forme de documents et de rapports ponctuels que l'agence établirait et transmettrait à la direction du Trésor, ainsi que des réunions fréquentes entre les responsables de l'agence et ceux de la DTFE.

En outre, le comité stratégique où sont représentés aussi bien des responsables du Ministère des finances que de l'agence serait amené à constituer une instance de réflexion, de conseil et de concertation utile pour l'élaboration de propositions d'objectifs et de stratégies de gestion de la dette.

La Direction de la Trésorerie Générale, de par son rôle d'exécution des opérations de recettes et de dépenses de l'Etat, est en mesure de produire des informations et des analyses importantes quant à l'évolution des recettes et des dépenses de l'Etat tout au long de l'exercice budgétaire. Elle peut également produire des informations très utiles sur l'évolution des dépôts des organismes publics ou privés et des particuliers sur leurs comptes ouverts à la Trésorerie Générale. Ces dépôts¹⁴³ constituent de puissantes ressources mises à la disposition du Trésor pour faire face à ses besoins de trésorerie.

Enfin, la connexion des systèmes d'information de l'agence de la dette et de la TGR, ainsi qu'une collaboration et une coordination soutenue entre ces deux organismes, devraient permettre un plus grand affinement des prévisions en besoins de financement et de trésorerie de l'Etat.

2. Relations de l'agence de la dette avec la Banque Centrale

Depuis le début de la dernière décennie, les banques centrales de nombreux pays ont eu tendance à mener une politique monétaire concentrée en priorité sur l'objectif de maîtrise de l'inflation. Elles ont pour cela été dotées d'une indépendance totale vis-à-vis du pouvoir exécutif, en particulier en prohibant leur participation au financement des besoins du Trésor afin de ne pas entrer en contradiction avec leur politique monétaire. Cette même tendance, bien qu'elle soit atténuée, se retrouve de manière assez visible au Maroc où la Banque Centrale, au cours des dernières années, s'est principalement focalisée sur l'objectif de maîtrise de l'inflation et a progressivement réduit son financement au Trésor.

Plus encore, les nouveaux statuts de BAM limitent clairement la participation de la Banque Centrale au financement du Trésor puisqu'il suspendent les avances

¹⁴³ Il s'agit surtout des dépôts des organismes publics (collectivités locales, établissements et entreprises publics) qui totalisent des montants très importants pouvant atteindre 10 % de la masse monétaire. A signaler qu'au Maroc, ces dépôts ne sont pas inclus dans le calcul de la masse monétaire.

conventionnelles, réduisent de moitié le plafond des avances statutaires¹⁴⁴ et subordonnent l'octroi de ces dernières à l'accord du Gouverneur de la Banque centrale¹⁴⁵.

La perspective de mise en place d'une agence chargée de la gestion opérationnelle de la dette intérieure et dont les missions devraient s'élargir à terme à la gestion de la trésorerie et de la dette extérieure, ainsi que la tendance de la Banque Centrale à la limitation de son assistance au financement de l'Etat sembleraient remettre en cause le rôle joué par la Banque Centrale dans la gestion de la dette publique.

Cependant, comme semble le confirmer le cas de plusieurs pays (notamment la France, la Belgique, la Pologne et le Royaume Uni), la Banque Centrale continue à assurer la tenue du compte de l'Etat et à jouer un rôle important à différents niveaux de gestion de la dette. Ainsi, la Banque Centrale continue de jouer le rôle d'intermédiaire du Trésor vers le marché en organisant les procédures d'adjudications (recueil des offres des soumissionnaires, leur transmission de façon anonyme à l'agence de la dette, etc....) ce qui améliore la transparence du marché, en tenant la comptabilité des opérations et en procédant aux paiements des intérêts et aux remboursements des emprunts à l'échéance. En outre, la Banque Centrale intervient souvent à un niveau ou à un autre du processus décisionnel de la gestion de la dette pour donner avis et conseils sur la stratégie de gestion opérationnelle de la dette¹⁴⁶. Cette intervention de la Banque Centrale s'explique par sa connaissance profonde du marché financier et du système bancaire et surtout pour que le financement du Trésor n'influe pas négativement sur les actions de la Banque Centrale sur le marché en matière de politique monétaire.

¹⁴⁴ Les avances statutaires vont passer de 10 % à 5% des recettes fiscales engendrées au titre de l'année qui précède.

¹⁴⁵ Les pouvoirs publics ont ainsi, opté pour une solution pouvant être qualifiée d'intermédiaire vers la suppression totale de l'aide financière accordée au Trésor. Cela paraît indispensable en raison de l'énorme risque qui pèse sur les finances publiques de ne pas trouver de solutions de financement en cas de difficultés sur le marché et également par le fait que cela constitue une dissuasion pour les grands opérateurs du marché (notamment les banques) à exercer une pression injustifiée sur les taux d'intérêt offerts sur le marché de la dette.

¹⁴⁶ Au Royaume Uni, la banque d'Angleterre est présente au niveau du comité stratégique de l'agence de la dette.

En conséquence, Bank Al-Maghrib devra continuer à tenir un rôle important dans la gestion de la dette publique marocaine, en continuant à organiser les adjudications et les tâches y afférentes pour donner plus de transparence et de crédibilité à ces opérations.

Il est également important que la Banque Centrale puisse émettre son avis sur la gestion de la dette et que des échanges d'informations continus aient lieu entre elle et l'agence de la dette. Plus particulièrement, la Banque Centrale devra être informée des prévisions des actions de l'agence sur le marché afin d'être en mesure d'assurer une régulation fine de la liquidité monétaire en vue d'une plus grande coordination entre la gestion opérationnelle de la dette et la politique monétaire.

3. Relations de l'agence de la dette avec le Parlement

Le Parlement est l'institution située à la tête de la pyramide de la gestion de la dette publique. Il définit les objectifs assignés à la gestion de la dette et autorise le gouvernement à emprunter au nom de l'Etat à travers l'autorisation annuelle accordée par la loi de finances.

Le Parlement exerce un rôle de contrôle sur la manière dont la gestion de la dette est conforme aux objectifs qu'il a tracés. A cette fin, ce dernier doit être en mesure de disposer de toutes informations utiles à la conduite de la gestion de la dette publique. Dans certains pays où l'agence de la dette dispose d'une grande autonomie, les responsables de l'agence étaient tenus de se présenter au Parlement pour rendre compte de leur gestion. Cependant, la tendance actuelle est que ce rôle soit assuré par le Ministère des Finances, puisque la gestion de la dette fait partie de la responsabilité plus large du gouvernement en matière d'exécution du budget et de levée des emprunts qui lui est conférée par la loi de finances.

Afin d'améliorer la gestion de la dette au Maroc, l'agence de la dette devra entretenir des liens importants avec le Parlement en termes d'information et d'assistance. Elle aura dans ce sens à faire annuellement rapport sur la manière dont a été conduite la gestion de la dette publique et sur l'évolution du marché, des instruments et de la structure de la dette. Ce rapport rappellera les objectifs et la stratégie de gestion de la dette et renseignera sur la manière dont a été menée la gestion de la dette publique, notamment quant aux instruments utilisés, la situation et les résultats obtenus au titre de la gestion de la dette, ainsi que le degré de réalisation des objectifs escomptés. Une fois approuvé par le parlement, il serait utile que le rapport soit diffusé vers les investisseurs et le public en général.

L'agence de la dette devra également, du fait de sa proximité du marché de la dette, constituer une source d'informations et de propositions à l'égard du Parlement afin que ce dernier puisse procéder aux ajustements nécessaires des objectifs assignés à la gestion de la dette publique.

4. Relations de l'agence de la dette avec le marché et les investisseurs

L'amélioration de la transparence et de la liquidité du marché de la dette publique est tributaire de l'affermissement de relations entre l'agence de la dette et l'ensemble des acteurs et des investisseurs. En effet, le renforcement des liens entre l'agence et les divers intervenants permet à la première d'être mieux informée sur les préoccupations des investisseurs et aux seconds d'avoir une meilleure visibilité sur les actions de l'agence sur le marché de la dette. Cela a pour effet d'augmenter la participation des investisseurs et par conséquent d'améliorer la liquidité du marché de la dette.

La mise en place de liens étroits avec les opérateurs et les investisseurs constitue une des principales missions dévolues aux agences de la dette sur le plan international, en raison de leur proximité et de leur intervention permanente sur le marché de la dette.

L'agence de la dette marocaine devrait ainsi oeuvrer à développer des relations solides avec les principaux acteurs du marché, que sont les spécialistes en valeurs du Trésor, qui constituent des partenaires stratégiques dans la réalisation des objectifs assignés à la dette publique. A ce titre, des réunions périodiques devraient être organisées avec les IVT¹⁴⁷ en vue de s'informer de l'évolution et des diverses questions relatives au fonctionnement du marché de la dette publique.

L'agence de la dette sera également amenée à entretenir des relations privilégiées avec les investisseurs, en informant et en expliquant clairement la stratégie adoptée dans la gestion de la dette au travers de réunions et de communications périodiques. Elle pourrait à ce titre, à l'instar de nombreuses autres agences de la dette, procéder à une large diffusion des rapports, synthèses et documents, ainsi que diverses informations sur la dette, vers le public, notamment via Internet où , au travers de communiqués de presse.

¹⁴⁷ Il est à signaler que le Trésor organise périodiquement de nombreuses réunions dans ce sens avec les IVT. Cette mission devra être déléguée à l'agence de la dette.

Section 3 : Evaluation et Contrôle

L'emprunt public permet à l'Etat de faire face à ses besoins de liquidités et de couverture du déficit budgétaire. En contrepartie, il crée des charges importantes pour le budget et grève une partie considérable des ressources futures du pays.

Par ailleurs, l'emprunt public devenant principalement axé sur le marché, les risques liés à la dette publique deviennent plus importants et les exigences des investisseurs et des acteurs du marché quant à la transparence et à la responsabilité dans la conduite de la gestion de la dette publique deviennent de plus en plus grandes.

La présence de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performance appropriés aussi bien en interne qu'en externe, permet non seulement de s'assurer de la bonne conduite de la gestion de la dette publique, mais également de constituer une force de proposition importante pour l'améliorer.

Cette section traitera en premier lieu des mécanismes de contrôles internes au niveau de l'agence de la dette, ainsi que de l'évaluation de la performance de la gestion de la dette. En deuxième lieu, la réflexion sera focalisée sur la mise en évidence de l'intérêt et la portée du contrôle de la dette par une institution indépendante publique telle que la Cour des Comptes.

1. Contrôle interne et évaluation de la gestion de la dette:

L'endettement du Trésor public selon une logique de marché induit une multiplicité et une complexité grandissante des opérations et une exigence croissante de transparence et de responsabilité sur les risques encourus au titre de la gestion de la dette. Ces évolutions nécessitent la mise en place de mécanismes de contrôle en interne ainsi que de procédures d'évaluation adéquates dans l'objet de disposer de

moyens et de méthodes appropriés permettant d'atteindre les objectifs assignés à la gestion de la dette publique.

1.1. Contrôle interne

Le contrôle interne constitue un processus continu et permanent indispensable dont le but est de fournir une garantie raisonnable¹⁴⁸ quant à l'atteinte des objectifs en termes d'efficacité et d'efficience des opérations de la dette, ainsi que du respect des lois et règlements et de la conformité aux objectifs et aux stratégies édictés par les pouvoirs publics.

Le contrôle interne au sein de l'agence de la dette peut être décliné en deux grands axes : un contrôle inhérent à chaque opération relative à la dette et un contrôle global visant à s'assurer de la conformité à la stratégie et aux objectifs de gestion de la dette¹⁴⁹.

Le contrôle mis en place pour chaque opération de l'agence de la dette peut se rapporter à la levée ou aux remboursements des emprunts ou encore à leur utilisation. Ce type de contrôle est fondamental pour s'assurer, notamment de la protection des actifs, de la conformité des émissions à la réglementation en vigueur, du remboursement selon le calendrier prévu, de la levée et de l'utilisation des emprunts en temps opportun. Ce type de contrôle doit avoir lieu tout au long du processus d'emprunt (déclenchement de l'opération, levée de l'emprunt, utilisation, enregistrement, remboursement, etc.). Le contrôle doit également concerner l'ensemble des fonctions de l'agence de la dette, qu'elles relèvent du back, du front ou du middle office.

L'autre type de contrôle se situe à un niveau plus global. Il a pour objet de s'assurer de la conformité de la gestion opérationnelle de la dette avec la stratégie et les

¹⁴⁸ Un contrôle interne efficace augmente la probabilité d'atteindre les objectifs assignés à la dette. Il n'en donne toutefois pas une garantie absolue.

¹⁴⁹ Notamment en termes de liquidité, de coûts, de risques et de stabilité du service de la dette.

objectifs généraux¹⁵⁰ assignés à la gestion de la dette. La stratégie peut à titre d'exemple imposer des plafonds à l'emprunt total intérieur ou le soumettre à des directives générales. Le rôle de ce contrôle consiste alors à veiller à maintenir les emprunts à l'intérieur de ces limites.

L'institution d'un contrôle interne efficace au sein de l'agence de la dette nécessite la mise en place des méthodes et des procédures appropriées ainsi qu'un cadre organisationnel délimitant clairement les différents rôles et responsabilités. Il requiert également de mettre en place une politique de ressources humaines adéquates et des systèmes d'information performants comportant des contrôles de sécurité suffisants.

La gestion opérationnelle de la dette doit se matérialiser par l'instauration de procédures écrites dans le cadre d'un manuel de procédures, concrétisant l'ensemble des procédures opérationnelles, comptables ou financières appliquées au sein de l'agence de la dette.

Le manuel des procédures permet notamment de définir le cheminement des tâches, les flux d'informations nécessaires et leur composition, la fréquence d'établissement et de réception de la documentation relative à la situation sur la gestion de la dette, les modalités d'enregistrement de ces informations et la démarche à suivre pour assurer le suivi efficace des remboursements. Il permet en outre de définir les flux, la consistance et la fréquence des informations à diffuser vers d'autres organismes externes comme le Ministère des Finances, la Banque centrale ou vers le public.

Un autre document de grande utilité pour le contrôle interne est le manuel des fonctions. Celui-ci doit exposer en détail et avec un degré suffisant de précision les diverses compétences et fonctions de l'agence de la dette afin de faciliter l'exécution de l'ensemble des activités dont elle a la charge. Ce manuel doit également définir

¹⁵⁰ Et également que les mesures nécessaires sont prises pour atteindre les objectifs de la dette.

de manière précise les fonctions et les responsabilités de chaque poste de l'agence en conformité avec la réglementation en vigueur¹⁵¹.

Le manuel des procédures et le manuel de fonctions tracent les contours du cadre organisationnel et fonctionnel de l'agence de la dette. Ce cadre doit être concrétisé par la mise en place d'un organigramme détaillé de l'agence afin de mettre en évidence de manière claire les différents rôles et responsabilités, ce qui contribue au renforcement du système de contrôle interne de l'agence de la dette.

Cet organigramme ne doit toutefois pas être figé. Il conviendra de procéder de manière périodique à l'examen de la structure organisationnelle en vue de déterminer les nouvelles fonctions et tâches dont l'agence aura à s'acquitter et de vérifier si elle dispose pour cela des compétences appropriées.

Par ailleurs et pour ce qui concerne la gestion des ressources humaines, comme il a été cité dans la section précédente, la complexité croissante des opérations de la dette exige le recrutement et le maintien d'un personnel spécialisé et doté de compétences techniques élevées. Ces ressources humaines constituent le noyau du système de contrôle interne de l'agence de la dette. Il convient donc de mettre en place une politique adéquate de gestion des ressources humaines où les mécanismes de recrutement, de rémunération, de nomination, d'évaluation des performances et de promotion soient basés sur des critères formalisés objectifs et transparents. Cela devrait contribuer au maintien des compétences au niveau de l'agence et à la baisse des risques inhérents au personnel, tels que les risques de négligence ou de fraude. Il est également important pour l'efficacité du contrôle interne que soient affectés à chaque tâche (ou à chaque poste) les profils et les compétences adaptés et que leurs responsabilités en matière de contrôle soient clairement définies et précisées pour une meilleure exécution, sécurité et suivi des opérations de l'agence de la dette.

¹⁵¹ Il n'est pas inutile de rappeler que la précision des rôles et des responsabilités s'applique également aux institutions de niveau supérieur (Ministère des Finances) concernés par la gestion de la dette publique, en vue de garantir une meilleure efficacité de gestion de la dette.

Les systèmes d'information sont, quant à eux, la clé de voûte de tout système de contrôle interne. La mise en place d'une informatisation efficace de l'agence de la dette est tributaire de l'intégration des systèmes informatisés de contrôle interne. Ces derniers constituent un outil indispensable pour l'amélioration du contrôle interne au sein de l'agence de la dette en permettant d'effectuer un suivi et un contrôle permanent du niveau des risques, de la fiabilité des données et du respect des contraintes réglementaires.

Des tests devront être régulièrement opérés sur les systèmes informatiques de l'agence de la dette pour garantir leur fiabilité et leur efficacité. Ces tests peuvent globalement être décomposés en deux grandes catégories¹⁵² : des tests d'ordre général ayant trait à l'environnement dans lequel les applications sont conçues¹⁵³ et des tests d'applications qui ont pour objectif de s'assurer que l'enregistrement des informations ayant trait aux opérations de la dette se fait de manière exacte et que le traitement informatique se fait de manière convenable.

Pour être efficace, le contrôle interne doit être évalué et remis en cause, afin de s'assurer que les mécanismes et les procédures mis en place offrent un niveau raisonnable de sécurité et d'efficacité dans la gestion opérationnelle de la dette publique. L'expérience internationale¹⁵⁴ montre que l'évaluation en interne des procédures de contrôle et de gestion des risques est souvent confiée à des hauts cadres du Ministère des Finances et pratiquée sur une base annuelle.

Il serait intéressant d'opérer dans le même sens au niveau de l'agence de la dette marocaine en procédant à une évaluation annuelle du contrôle interne. Cette mission pourrait être confiée à la Direction du Trésor ou à un corps de contrôle compétent du Ministère des Finances.

¹⁵² INTOSAI ; commission de la dette publique, "lignes directrices sur la planification et l'exécution d'une vérification des contrôles internes de la dette publique". 2000

¹⁵³ Ces tests contrôlent notamment la conception générale de la sécurité informatique, les contrôles d'accès, la séparation des tâches.

¹⁵⁴ Rapport OCDE ; « les marchés de la dette publique au 21^{ème} siècle », 2002.

1.2. Evaluation des performances de l'agence de la dette :

L'agence de la dette est chargée de la gestion opérationnelle de la dette. Elle gère les émissions des emprunts sur le marché primaire pour le compte du Trésor et intervient sur le marché secondaire comme tout autre opérateur privé.

Toutefois, l'agence diffère grandement des autres gestionnaires de portefeuille, non seulement parce que le volume du portefeuille de la dette qu'elle gère est sans commune mesure avec ceux disponibles sur le marché, mais également par le fait que ses missions sont plus larges que celles d'une simple gestion de portefeuille puisqu'elles concernent notamment le maintien de la liquidité des titres de l'Etat, ou la dynamisation du marché de la dette.

L'évaluation des performances de l'agence dans la gestion opérationnelle de la dette publique ne se fait donc pas uniquement au regard de résultats obtenus aisément reconnaissables, tels que la baisse des charges d'intérêt de la dette. L'appréciation est également faite sur la base de l'opportunité de ses décisions quant à la mise en œuvre de la stratégie édictée par le Ministère des Finances et en respect des orientations tracées par le Parlement.

L'évaluation de la gestion opérationnelle de l'agence de la dette devra être effectuée de manière régulière en prenant en considération non seulement les résultats obtenus en matière de baisse des charges de la dette mais également en termes d'efficacité des décisions de l'agence pour assurer la couverture des besoins du Trésor, de niveau de liquidité des titres et du marché de la dette ou encore le maintien du niveau de risque dans les limites autorisées.

Pour que sa gestion soit évaluée de façon permanente, l'agence de la dette marocaine sera amenée à produire régulièrement des comptes rendus de sa gestion à travers des fiches hebdomadaires et mensuelles, des rapports trimestriels et annuels. Elle devra également œuvrer à entretenir des réunions périodiques avec les opérateurs du marché ainsi qu'avec le Ministère des Finances pour l'informer

des résultats et des problèmes soulevés au cours de la gestion soit à travers un contact direct du responsable de l'agence ou bien par l'intermédiaire du comité de conseil de l'agence de la dette.

Outre l'aspect opérationnel, l'évaluation sur le plan global de la gestion de la dette publique, serait intéressante à envisager, en ce sens qu'elle permettrait d'apprécier les résultats des politiques, des stratégies et des opérations de gestion de la dette et de s'arrêter sur les manquements, insuffisances ou anomalies, eu égard à l'ensemble du processus de gestion de la dette. La gestion de la dette publique serait appréciée à chaque niveau de responsabilité. L'évaluation du Parlement serait effectuée sur la base des décisions prises par ce dernier pour arrêter les orientations générales de la politique de la dette. Celle du gouvernement serait, quant à elle, effectuée sur la base de la stratégie établie en la matière et celle des responsables de l'agence sur la base des directives qu'ils auraient édictées sur le plan opérationnel et des résultats de leur gestion.

Ce type d'évaluation offrirait l'opportunité de produire des propositions et des recommandations précieuses pour l'amélioration de la gestion de la dette publique prise dans sa globalité.

2. Contrôle externe de la Cour des Comptes

L'endettement public crée des charges importantes pour le budget annuel de l'Etat et influe considérablement sur le niveau de disponibilité des ressources futures d'un pays. En outre, l'emprunt par la voie du marché induit une exigence croissante des acteurs du marché en matière de transparence et de responsabilité en matière de risque. Il est donc normal, dans le cadre de l'amélioration de la gouvernance de la dette publique, que les divers contrôles et évaluations internes à l'administration soient complétés par un contrôle externe de la gestion de la dette publique effectué par un organisme indépendant.

Il s'agit dans cette section de traiter des organismes en charge du contrôle externe de la dette publique, de l'étendue et de la portée de ce type de contrôle ainsi que de la manière dont doit se concrétiser l'examen externe de la gestion de la dette publique.

2.1 Intérêt et organismes chargés du contrôle externe :

La gestion de la dette publique fait souvent, sur le plan international, l'objet d'un contrôle externe effectué pour le compte du Parlement par un organisme indépendant dit "Institution Supérieure de Contrôle des finances publiques"(ISC)¹⁵⁵.

Le contrôle de la gestion de la dette publique fait partie des attributions de l'ISC qui a une mission générale de contrôle de l'ensemble des finances publiques. Ainsi, dans de nombreux pays, les comptes retraçant la gestion de la dette publique sont transmis annuellement par l'agence de la dette, via le ministère des finances, à l'ISC. Celle-ci procède à la vérification de l'exactitude des comptes, de la régularité et de la conformité des opérations aux lois et règlements. Elle procède également, de plus en plus souvent, à l'évaluation de l'efficacité, et de la performance de la gestion de la dette¹⁵⁶.

Lorsque l'ISC ne dispose pas d'une équipe spécialisée dans ce type de contrôle, il peut être fait appel à des consultants externes pour l'assister dans sa mission. C'est le cas de certains pays, tels que l'Irlande où le contrôle de l'ISC est complété par un grand cabinet d'audit privé, qui procède à l'audit des données sur la dette, des systèmes d'information et des mécanismes de contrôle interne¹⁵⁷.

Au Maroc, le cadre réglementaire et institutionnel régissant le fonctionnement des finances publiques est très proche de celui en vigueur en France et dans d'autres pays d'Europe continentale tels que la Belgique. Ainsi, le Maroc dispose-t-il, à

¹⁵⁵ Tels que dénommés par l'INTOSAI.

¹⁵⁶ C'est notamment le cas en Suède, en Belgique, au Royaume Uni, etc. ...

¹⁵⁷ FMI, BIRD : "directives sur la gestion de la dette publique"; document d'accompagnement. 2002.

travers la Cour des Comptes, d'une ISC à caractère juridictionnel¹⁵⁸. Dont la mission de contrôle des finances publiques la destine naturellement à contrôler et apprécier la gestion de la dette publique.

Quoique le contrôle de la dette publique n'ait pas encore été effectivement mis en place, la Cour des Comptes pourrait jouer un rôle important en apportant une appréciation externe indépendante qui contribuerait à l'amélioration de la gestion de la dette publique.

2.2 Etendue du contrôle externe

Le contrôle externe porte sur l'aspect opérationnel de la gestion de la dette. Il consiste essentiellement en l'examen de l'efficacité du contrôle interne à travers l'analyse de l'environnement et les activités de contrôle ainsi que la gestion et l'évaluation des risques¹⁵⁹.

L'examen de l'environnement de contrôle permet de s'assurer de la clarification des fonctions et des responsabilités au sein de l'agence de la dette, de la disponibilité des compétences adéquates pour chacune des tâches, ainsi que de l'efficacité et la fiabilité des systèmes d'information.

L'examen des activités de contrôle permet de vérifier que les opérations sont exécutées en conformité avec les procédures de contrôle de l'agence, ainsi qu'avec les objectifs et la stratégie assignées à la gestion de la dette.

L'examen du système de gestion des risques permet notamment de s'assurer de l'efficacité des systèmes de mesure, de contrôle et de gestion des risques, ainsi que

¹⁵⁸ La cour des comptes a été créée en vertu de la loi 12-79. Elle a été élevée au rang d'institution constitutionnelle par la constitution de 1996.

¹⁵⁹ INTOSAI ; commission de la dette publique, "lignes directrices sur la planification et l'exécution d'une vérification des contrôles internes de la dette publique", 2000.

de l'existence d'une concertation permanente entre l'agence de la dette et le Ministère des Finances en vue de la détermination du niveau de risque optimal.

Le contrôle peut dépasser l'aspect opérationnel pour englober l'aspect stratégique de la gestion de la dette. Il s'agira alors notamment de vérifier si la stratégie et les procédures suivies en matière de gestion de la dette sont définies de manière adéquate, cohérente et suffisamment précise pour qu'il soit possible de les évaluer.

Le cadre juridique¹⁶⁰ Marocain permet à la Cour des Comptes de procéder à deux grands types de contrôle de la gestion de la dette publique.

Il s'agit en premier lieu du contrôle que la Cour des Comptes est amenée à effectuer au titre de la loi de règlement et de la déclaration générale de conformité. Le gouvernement (Ministère des Finances) est tenu dans ce sens de produire annuellement à la Cour une situation relative à la gestion de la dette publique qui devrait retracer la conduite de la gestion de la dette publique.

La Cour des Comptes peut effectuer un second type de contrôle dans le cadre du contrôle de la gestion qu'elle exerce de façon ponctuelle sur les organismes publics. Ce contrôle est important puisqu'il peut s'étendre à l'ensemble des aspects de la gestion de la dette publique et pourrait, si il est mis en œuvre efficacement, être d'un apport précieux pour les pouvoirs publics (le Parlement) dans la conduite de la gestion de la dette publique.

Pour compléter le dispositif de contrôle, il serait intéressant de suggérer, dans le cadre de la mise en place d'une agence de la dette, que les comptes retraçant et présentant les justificatifs de l'ensemble des opérations effectuées par l'agence de la dette soient présentés à la Cour des comptes, afin que celle-ci puisse être en mesure d'assurer une vérification annuelle des comptes de la dette publique.

¹⁶⁰ Loi 62-99 portant code des juridictions financières.

2.3 Output du contrôle externe

Le contrôle externe de la gestion de la dette publique par les ISC se fait dans le cadre global de l'approbation ou de la certification des comptes de l'agence de la dette. Il s'agit d'un contrôle annuel qui concerne généralement la conformité et la régularité des opérations de gestion de la dette.

Le contrôle de l'ISC est ponctué par l'approbation ou la certification des comptes de la dette et également, de plus en plus souvent, à l'élaboration d'un rapport sur la gestion de la dette publique¹⁶¹. Généralement, ce rapport comprend une présentation de l'environnement, de la structure et de la conduite de la gestion opérationnelle de la dette publique¹⁶² ainsi que les principales recommandations de l'ISC ponctuées par les réponses du ministère des finances (ou du responsable de l'agence). Il est ensuite soumis à l'approbation du Parlement.

Au Maroc, le contrôle de la dette publique étant encore au stade embryonnaire, l'élaboration d'un rapport annuel sur la gestion de la dette publique pourrait se restreindre dans un premier temps à l'aspect de conformité à la réglementation et aux procédures relatives à la gestion de la dette publique.

Des rapports supplémentaires issus de contrôles ponctuels effectués par la Cour des comptes dans le cadre de sa mission de contrôle de la gestion des organismes publics traiteraient d'un ou plusieurs aspects particuliers spécifiques à la gestion de la dette publique. Ils viendraient ainsi compléter le dispositif d'appréciation de la qualité de gestion de la dette publique.

Enfin, il serait important qu'une bonne partie des documents produits soit portée à la connaissance des acteurs du marché et diffusée vers le public pour améliorer la transparence et renforcer la confiance du marché dans la gestion de la dette de l'Etat par les pouvoirs publics.

¹⁶¹ Cas de la Belgique, de la Suède, etc..

¹⁶² Le rapport des ISC traite également de plus en plus souvent des aspects stratégiques de gestion de la dette.

CONCLUSION

La transition d'un mode de financement administré vers un financement de marché peut créer des opportunités plus intéressantes en matière de coûts de financement, mais suscite de nombreuses exigences et contraintes liées à la croissance des risques qui pèsent sur la gestion de la dette publique.

La réalisation des objectifs assignés à la gestion de la dette publique est tributaire de la mise en place d'un cadre juridique précisant les objectifs et les stratégies et delimitant les rôles et les responsabilités, du développement d'un marché liquide de la dette et de la mise en place d'un cadre adéquat de gestion des risques.

Le Parlement et le gouvernement étant responsables respectivement, de la définition

des objectifs et de la stratégie de gestion de la dette, la responsabilité de la gestion opérationnelle pourrait être confiée, à l'instar de nombreux pays, à une agence de la dette rattachée au Ministère des finances mais disposant d'une certaine autonomie et de ressources appropriées aussi bien humaines que matérielles.

L'intérêt principal de l'agence de la dette est de contribuer au développement du marché de la dette et de sa liquidité ainsi que d'assurer un contrôle et une gestion adéquate des risques liés à la dette publique. En effet, une telle structure aurait pour mission d'établir un contact de proximité permanent avec le marché et d'assurer la gestion opérationnelle sur la base de directives annuelles écrites et précises. Les décisions seront ainsi, prises directement par les responsables de l'agence, ce qui contribuerait d'une part, à accélérer le processus de prise de décision, à améliorer le suivi et la gestion des risques et d'autre part à réduire l'appréhension et l'attentisme des acteurs du marché, ce qui augmenterait par conséquent leur participation sur le marché.

Pour que l'agence de la dette joue pleinement et efficacement son rôle, il est important de développer des mécanismes de coopération, de coordination ou d'échange d'informations aussi bien avec les acteurs du marché qu'avec les principaux organismes concernés par la gestion de la dette publique tels que le Parlement, les divers services du ministère des finances ou la Banque Centrale. Les missions et les rôles assignés à chacun de ces derniers doivent être définis par un cadre réglementaire, clair et précis en vue d'accroître les synergies, d'améliorer la coopération et de délimiter les responsabilités conférées à chacun de ces organismes.

L'amélioration du mode de gestion de la dette publique ne saurait être complétée sans la présence de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performances adéquats qui constituent une condition fondamentale de succès et d'efficacité de toute organisation.

Le contrôle de la gestion de l'agence devrait être pratiqué à travers l'instauration de mécanismes et de règles de contrôle interne appropriés au sein de l'agence de la dette, ainsi qu'à travers les différents contrôles pouvant être effectuées par les services compétents du ministère des finances, dans le but d'évaluer la performance de la gestion de la dette publique.

Le contrôle interne doit être complété par une évaluation externe. Il est en effet important que des organismes externes puissent, à partir d'une vision neutre et indépendante, contrôler et porter une appréciation sur la conduite de la gestion de la dette publique, sa performance, ainsi que le degré de conformité des opérations de l'agence avec les objectifs et la stratégies tracés par les pouvoirs publics.

La Cour des Comptes serait alors, l'institution la plus indiquée pour assurer une évaluation indépendante et neutre de la gestion de la dette publique, en raison d'une part, de sa mission centrale de contrôle supérieur de l'ensemble des finances publiques et d'autre part, de l'indépendance du pouvoir exécutif que lui garantit la constitution.

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Malgré les progrès importants réalisés au cours des quinze dernières années dans la mise en place d'un marché de titres de l'Etat, de nombreuses insuffisances caractérisent encore la gestion de la dette publique intérieure.

Dans ce sens, l'ensemble des mesures préconisées dans le présent travail s'articulent sur le nécessaire besoin de concentrer l'attention des pouvoirs publics sur les facteurs préalables de base à l'amélioration de l'efficacité de l'emprunt par le marché, à savoir l'adaptation du cadre juridique de gestion de la dette, le souci permanent de développer la liquidité du marché des titres de l'Etat et la maîtrise des risques croissants liés à la marchandisation de la dette publique.

Un cadre juridique clair et précis permet de préciser et de faire connaître les objectifs et les stratégies que poursuivent les pouvoirs publics en matière de gestion de la dette publique. Il permet également de définir les missions et de délimiter les responsabilités de chacun des organismes publics intervenant en matière de gestion de la dette publique.

Un marché liquide augmente le volume et le nombre des transactions et permet de réduire les coûts et certains risques aussi bien pour le Trésor en sa qualité d'émetteur que pour les investisseurs en titres de l'Etat. Il a également une profonde influence sur le développement des autres marchés de capitaux.

La maîtrise des risques liés à la dette publique permet d'éviter les graves perturbations potentielles telles que l'accroissement brutal des taux d'intérêt, ou l'incapacité du Trésor de faire face à ses obligations de remboursement.

L'atteinte des objectifs assignés à la gestion de la dette publique nécessite de poursuivre et d'accélérer le mouvement de modernisation du marché des titres de l'Etat. Il s'agit notamment, d'améliorer la communication avec les investisseurs, de poursuivre la concentration de la dette sur un nombre limité de titres de référence de grande liquidité, de mener une gestion active de la dette, d'introduire des systèmes de négociation électroniques sur le marché et de veiller à ce que les IVT assurent convenablement leur rôle de teneurs de marché.

Elle nécessite également un développement du mode de gestion appliqué par les pouvoirs publics à travers la revision de la structure organisationnelle chargée de la gestion de la dette. La mise en place d'une agence de la dette disposant d'une certaine autonomie de moyens humains et matériels et de décision pour prendre en charge la gestion opérationnelle de la dette devrait améliorer la réactivité envers le marché et l'efficacité de gestion de la dette publique. Pour jouer pleinement son rôle, il faudrait instaurer et développer des mécanismes de coopération, de coordination ou d'échanges aussi bien avec les participants du marché de la dette qu'avec les principaux organismes publics liés à la gestion de la dette tels que le Parlement, les divers départements du ministère des finances et la Banque Centrale.

Enfin, le cadre organisationnel de la gestion de la dette devra être complété par l'institution de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performances appropriés. D'abord, sur le plan interne à travers l'instauration d'un contrôle interne efficace et adapté ainsi qu'à travers le suivi des services compétents du ministère des finances. Ensuite, sur le plan externe qui permet de donner une appréciation d'un organisme indépendant de l'administration, en l'occurrence la Cour des comptes, sur la conduite de la gestion de la dette publique, son degré de conformité aux objectifs et à la stratégie qui lui sont assignés ainsi que sur son niveau de performance.

CONCLUSION GENERALE

La dette publique est d'une importance fondamentale pour le fonctionnement de la structure de l'Etat. Elle permet en effet, de réunir et d'immobiliser les ressources nécessaires à la satisfaction des besoins de financement du Trésor. Elle constitue également un instrument financier et économique qui permet d'assurer l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Enfin, la dette publique a une profonde influence sur la politique budgétaire, économique et monétaire de l'Etat.

En sa qualité d'agent financier de l'Etat, le Trésor a pour mission de chercher le financement nécessaire aux besoins de financement du budget et de la trésorerie de l'Etat et au service de sa dette. Il est à ce titre tenu de lever et d'aménager dans le temps et dans l'espace les ressources nécessaires intérieures ou extérieures dans des conditions de financement optimales.

En matière de financement intérieur, le Trésor marocain avait recours à de multiples instruments dont les principaux étaient constitués par les emplois obligatoires des institutions financières (plancher d'effets publics) et le crédit de la Banque centrale (avances conventionnelles et statutaires)

A l'instar de plusieurs pays en voie de développement, La crise d'endettement qu'a subie le Maroc au début des années 80 a poussé les pouvoirs publics, sous l'impulsion des institutions financières internationales, à opter pour un programme d'ajustement structurel s'articulant sur un rétablissement des équilibres fondamentaux de l'économie, une libéralisation économique et financière et une transition d'une économie d'endettement vers une économie de marché.

La libéralisation du système financier s'est traduite par une série de mesures ayant trait à la déréglementation, au décroisonnement et à la désintermédiation financière

ainsi qu'à la rénovation et à la dynamisation des marchés financiers en général et du marché de la dette publique intérieure en particulier.

Sur ce dernier registre, l'accent a été mis sur l'élimination progressive des privilèges dont bénéficiait le Trésor public et sur le développement d'un marché de titres de la dette moderne et performant permettant de fournir les ressources nécessaires au financement du Trésor dans des conditions optimales et de réduire la part du financement bancaire, fortement générateur d'inflation, dans la dette publique.

Le coup d'envoi à la marchandisation de la dette publique a été donné en 1989 avec l'introduction de la procédure d'émission par voie de concurrence par le biais de la technique des adjudications. Cette tendance s'est poursuivie depuis, à travers une série de réformes telles que la suppression des planchers d'effets publics, la modernisation des instruments de la dette, l'ouverture du marché à tous les intervenants, la dématérialisation et l'inscription en compte des titres de l'Etat auprès d'un dépositaire central, l'instauration d'un calendrier d'adjudications régulier comme moyen quasi exclusif de financement du Trésor, la pratique de l'assimilation, la mise en place d'un marché secondaire et d'un système d'intermédiaires en valeurs du Trésor et plus récemment, l'institution du cadre réglementaire d'un futur marché de pensions et la réduction des avantages accordées au Trésor depuis l'adoption des nouveaux statuts de Bank Al-Maghrib.

Des progrès ont été constatés dans le cadre de la mise en place d'un marché performant de titres de l'Etat. Ainsi, la dette intérieure est devenue en grande partie négociable et de moins en moins dépendante des ressources monétaires issues du secteur bancaire (et surtout de la Banque centrale). Par ailleurs, les charges de la dette ont connu une baisse notable.

Malgré cela, il subsiste encore certaines insuffisances qui entravent le développement des marchés et l'efficacité de la gestion de la dette publique. Il s'agit notamment de l'absence d'un cadre juridique et réglementaire retraçant de manière précise et formelle les objectifs et les stratégies assignés à la gestion de la dette

publique et précisant les différents rôles et responsabilités, de la faible liquidité des titres et du marché de la dette, de l'absence d'un véritable cadre de gestion des risques, des retards affichés dans l'annonce des résultats des adjudications, de l'inadaptation de la communication envers les investisseurs et le public en général, de la faiblesse de la réactivité aux besoins du marché, de l'insuffisance de la coordination entre les différents acteurs et de l'inadéquation du système d'information.

Dés lors, notre réflexion s'est focalisée sur l'étude des insuffisances qui entravent l'efficacité du financement par des mécanismes de marché et sur l'exploration des voies possibles d'amélioration.

Nous nous sommes arrêtés dans le cadre de notre analyse sur trois facteurs qui constituent des conditions préalables fondamentaux à l'amélioration de l'efficacité de l'emprunt public sur le marché. Il s'agit en l'occurrence du cadre juridique de la liquidité et de la gestion des risques liés à la dette publique qui constituent des problèmes majeurs sur lesquels se focalise l'attention des pays orientés vers un financement par le marché.

Un cadre juridique clair permet de préciser les objectifs et les stratégies que poursuivent les pouvoirs publics en matière de gestion de la dette publique. Il permet également de préciser les rôles et les responsabilités de chacun des organismes publics liés à la dette publique. Un marché liquide est caractérisé par la simplification et la standardisation de ses produits, la multiplicité des investisseurs, des coûts de transaction et de financement réduits et la confiance des investisseurs envers la signature de l'émetteur. En outre, un cadre de gestion des risques adéquat permet au Trésor une détermination optimale de la structure de sa dette, une meilleure connaissance et un meilleur suivi de ses positions. Il permet également de renforcer la confiance du marché envers l'émetteur, ainsi que de limiter les incidents potentiels pouvant mettre en péril le marché de la dette et les finances publiques.

Les réflexions ainsi formulées dans le présent travail ont été développées en se concentrant sur ces trois points importants. Elles sont articulées autour de deux grandes catégories de recommandations : la première concerne le développement et la modernisation du marché de la dette, la deuxième a trait au mode de gestion pratiqué par les pouvoirs publics et plus particulièrement à la structure organisationnelle du service de la dette, aux mécanismes de coordination des organismes en relation avec la dette publique, ainsi qu'au contrôle et à l'évaluation des performances des gestionnaires de la dette publique.

Concernant la modernisation du marché de la dette publique, nos recommandations se sont orientées plus spécifiquement vers le développement de la communication envers le marché, la modernisation des règles et instruments à travers l'élargissement du champs d'application de l'assimilation et partant la création de grands gisements de référence, la mise en place d'une gestion active de la dette permettant d'affiner l'échéancier de remboursement et d'améliorer la liquidité des titres de l'Etat, le développement d'un marché de la pension livrée, l'introduction de systèmes de négociation électroniques et le renforcement et la dynamisation du rôle des intermédiaires en valeurs du Trésor plus particulièrement sur le compartiment secondaire afin qu'ils puissent remplir convenablement leur rôle de teneurs de marché et en améliorer ainsi, la liquidité.

Concernant la revision du mode de gestion pratiqué par les pouvoirs publics, il a été suggéré de créer une agence de la dette disposant d'une certaine autonomie et dont la mission serait focalisée sur l'aspect opérationnel de la gestion de la dette publique. L'agence de la dette, largement répandue dans les pays ayant opté pour une marchandisation de la dette publique, peut adopter des modes d'organisation différents d'un pays à l'autre. Nous avons toutefois privilégié une structure reliée au ministère des finances (direction du Trésor) afin qu'elle puisse être en mesure d'exploiter les multiples effets de synergie entre les différents départements de ce ministère.

Du fait de son autonomie de décision, de la clarté et de la limitation de sa mission à la seule gestion opérationnelle de la dette publique, la mise en place de l'agence de la dette devrait contribuer au développement et à la liquidité du marché, ainsi qu'à l'amélioration de la gestion des risques liés à la dette publique. En effet, une agence de la dette qui disposerait de bonnes compétences humaines et de ressources matérielles suffisantes, surtout en matière de systèmes informatiques, aurait une plus grande réactivité envers le marché et une meilleure écoute aux besoins des acteurs et des investisseurs, assurerait un meilleur suivi et contrôle des risques, développerait une meilleure communication avec les acteurs et les investisseurs et pourrait, à terme, prendre en charge la responsabilité d'autres missions fondamentales dans le financement du Trésor à savoir la gestion de la trésorerie et la gestion de la dette extérieure.

La coordination entre l'agence et les divers départements publics en relation avec la dette publique est une condition fondamentale pour en améliorer la gestion. Ainsi des flux d'information devraient circuler régulièrement entre l'agence et les principaux intervenants tels que les divers départements du ministère des finances ou la Banque centrale afin d'améliorer la visibilité. Une connexion devrait être envisagée entre le système d'information principal de gestion de la dette situé au sein de l'agence et les systèmes d'information des différents organismes publics intervenants.

Enfin, une gestion ne pourrait être efficace sans la présence de mécanismes de contrôle et d'évaluation de performances adéquats.

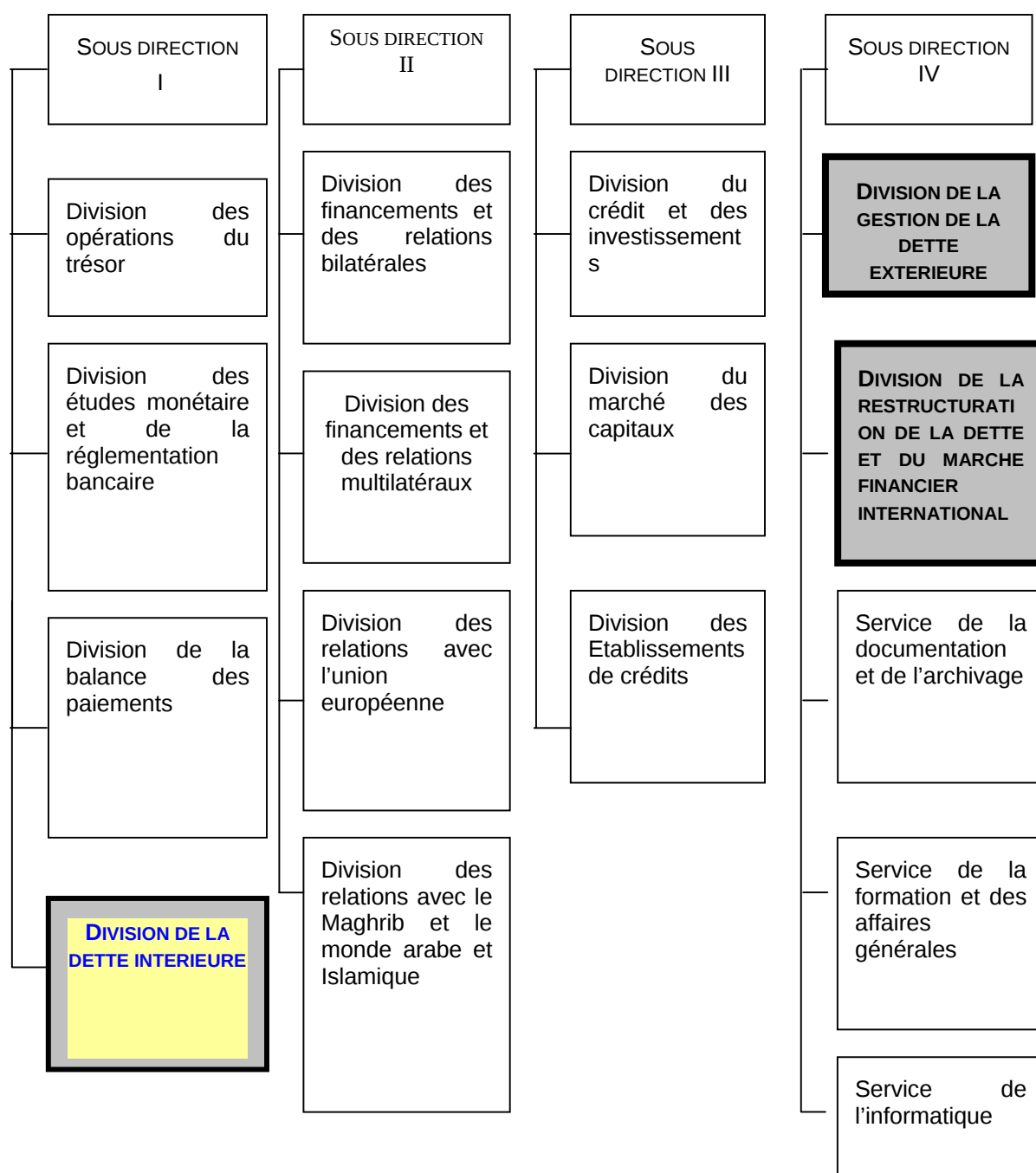
Le contrôle de l'agence devrait être pratiqué en interne à travers l'établissement de règles et de procédures de contrôle interne adéquates et l'institution de contrôles ponctuels par le biais des services administratifs compétents du ministère des finances sur la manière dont est conduite la gestion de la dette et son niveau de performance.

Il devrait être complété par un autre type de contrôle effectué par des organismes externes indépendants de l'agence de la dette et de l'administration des finances, tels que les cabinets d'audit privés ou l'institution en charge du contrôle supérieur des finances publics, à savoir, la Cour des comptes. Celle-ci devrait, à l'instar de plusieurs autres pays, jouer un rôle important dans l'amélioration de la gestion de la dette publique en procédant notamment à une appréciation et à une évaluation neutres sur la gestion des organismes en charge de la dette, le degré de conformité des opérations de l'agence avec les objectifs et les stratégies tracés par les pouvoirs publics ainsi que sur la performance permettant d'atteindre des objectifs assignés à la dette publique.

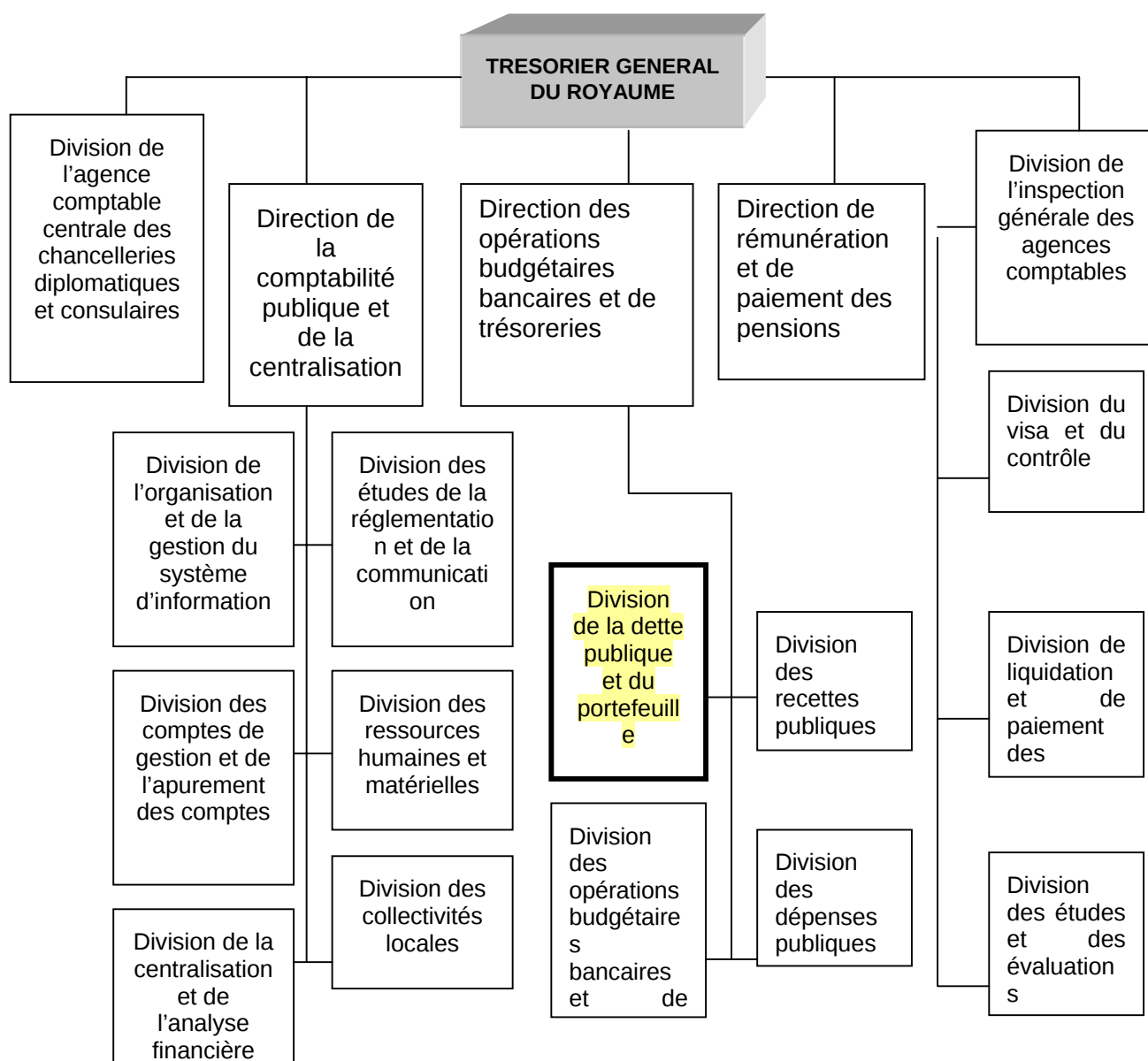
ANNEXES

ANNEXE 1 : ORGANIGRAMME DE LA DTFE

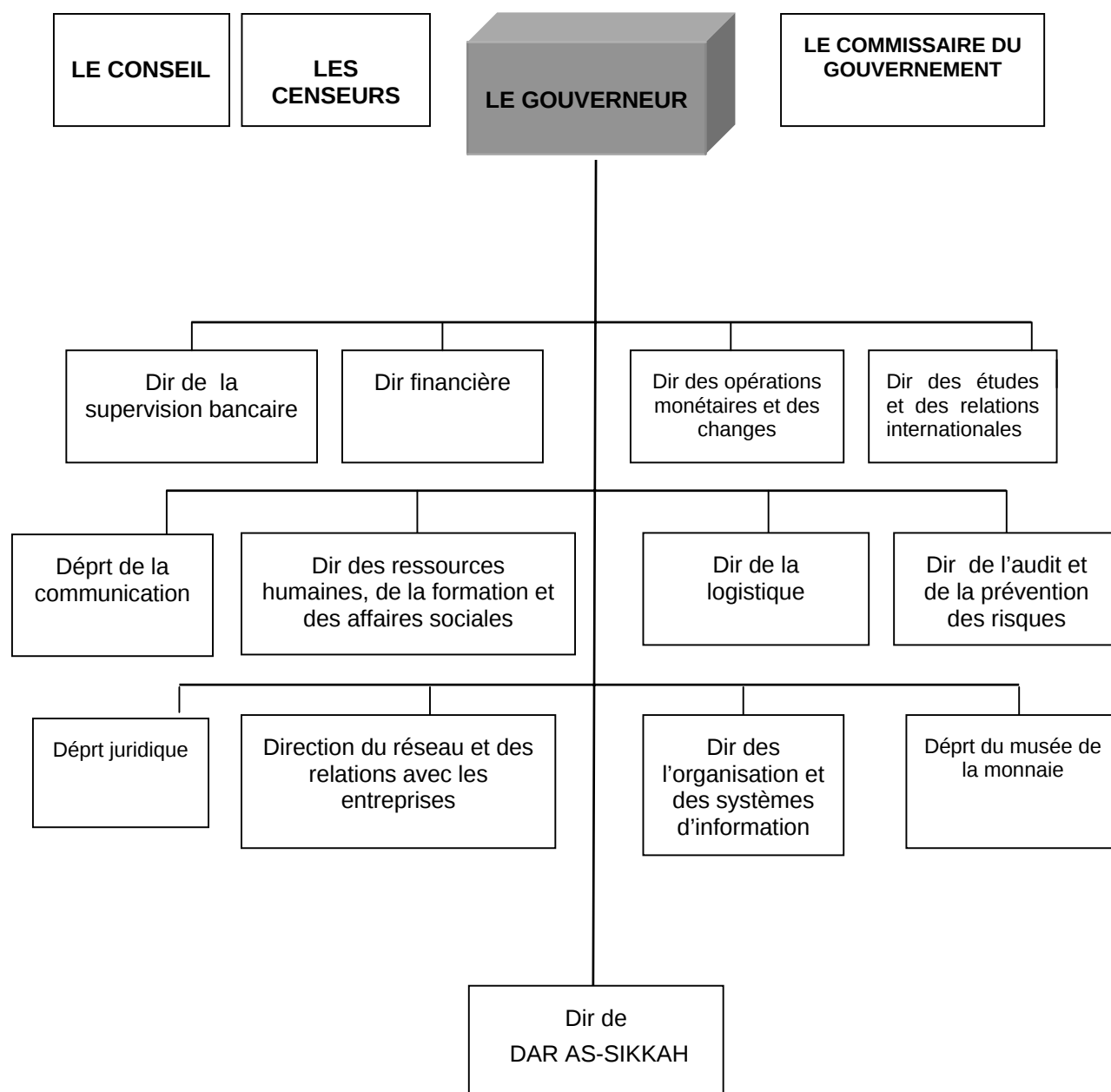
DIRECTION DU TRESOR ET DES FINANCES EXTERIEURES



ANNEXE 2 : ORGANIGRAMME DE LA TGR



ANNEXE 3 : ORGANIGRAMME DE BAM



ANNEXE 4 :**LE MARCHE PRIMAIRE DES ADJUDICATIONS DES BONS DU TRESOR**

L'émission des bons du Trésor par voie d'adjudication a été instituée par arrêté du ministre des finances du 24/02/1989 et réglementée par les circulaires de Bank Al-Maghrib¹⁶³. Cet instrument au départ réservé aux seuls institutionnels a été élargi par la suite à toutes personnes morales ou physiques, résidentes ou non résidentes, toutefois, la participation au marché des adjudications ne peut se faire que par l'intermédiaire des souscripteurs institutionnels.

Certains établissements ont le droit de participer au marché des adjudications, mais n'ont le droit de présenter des offres que pour leur propre compte. C'est le cas notamment de Bank Al Amal, la Caisse Marocaine des Marchés, Dar Addamane, le Fonds d'Equipement Communal et la Caisse Centrale de Garantie.

D'une valeur initiale d'un million de dirhams au moment de leur institution, la valeur nominale a été progressivement abaissée à 500 000 dirhams en Février 1996, à 250.000 dirhams au mois d'août 1996 et enfin à 100.000 dirhams¹⁶⁴ à partir du mois de mai 2001, dans le but de faciliter l'accès à ce marché pour une plus large catégorie d'investisseurs.

Les bons du Trésor sont adjugés selon la technique de l'appel d'offres et sont assortis de huit échéances différentes¹⁶⁵, couvrant aussi bien le court terme (bons à 13 semaines, 26 semaines et 52 semaines)¹⁶⁶ que le moyen et le long termes¹⁶⁷ (2ans et 5 ans 10 ans, 15 ans et 20 ans). La technique de l'appel d'offres est

¹⁶³ Notamment celles du 15/12/1988, du 20/07/1990, du 17 Mars 1995 (circulaire C N° 3/G/95) du 4 septembre 2000 (C N°11/G/00) relative à l'adjudication des bons de Trésor

¹⁶⁴ Voir Article 4 de la circulaire CN° 11/G/00 du 4 septembre 2000 relative à l'adjudication des bons du Trésor.

¹⁶⁵ En principe le Trésor a également la possibilité d'émettre des BDT à très court terme (de 7 à 30 jours), toutefois ; il n'a pas encore eu recours à ce type d'émission.

¹⁶⁶ Le rythme des appels d'offres est hebdomadaire, tous les mardi.

¹⁶⁷ rythme bimensuel ; deuxième et dernier mardi de chaque mois.

destinée à garantir une concurrence entre les divers soumissionnaires, notamment dans le but espéré de réduire les coûts d'endettement du Trésor.

Les bons du Trésor sont émis sur le marché primaire et sont négociables sur le marché secondaire depuis son instauration dans l'objectif de leur conférer une plus grande liquidité et de séduire un plus grand nombre d'investisseurs.

Le marché primaire est ouvert à des investisseurs institutionnels qui sont autorisés à formuler des offres pour leur propre compte. La procédure d'adjudication est la suivante : tous les mardis¹⁶⁸, le Trésor lance un appel d'offres aux institutionnels pour présenter leurs offres. Les soumissions pour les bons du Trésor à court terme sont acceptées toutes les semaines, tandis que les titres à moyen et à long terme ne sont disponibles que le deuxième et quatrième mardi de chaque mois. Les offres sont présentées en taux, mais le Trésor émet également des bons au pair (prix).

Bank Al-Maghrib agit en qualité d'agent financier de l'Etat. Après communication de l'avis d'appel d'offres par le Trésor, toutes les soumissions doivent être déposées à BAM avant 10 heures le mardi et acheminées à la Direction du Trésor qui doit arrêter le même jour, avant 16 heures¹⁶⁹ le montant et les soumissionnaires retenus. BAM assure l'inscription en compte, la compensation et le règlement. Elle publie également des statistiques sur les adjudications (montants offerts, taux minimum et maximum, montants retenus). Le règlement de l'adjudication retenue intervient le lundi suivant ou le jour ouvrable suivant si le lundi est férié.

¹⁶⁸ Article 3 de l'arrêté n°913-01 du 1 février 2001.

¹⁶⁹ Pratiquement, les résultats ne sont communiqués que le Mercredi et parfois le jeudi.

ANNEXE 5 : LE MARCHÉ SECONDAIRE DES ADJUDICATIONS EN BONS DU TRÉSOR

Le marché secondaire est un marché sur lequel sont négociés les titres acquis sur le marché des adjudications des valeurs du Trésor (MAVT). Il permet aux investisseurs de gérer activement leurs portefeuilles du fait de l'arbitrage qu'ils sont en mesure d'effectuer entre les diverses échéances et taux de rendement des titres sur ce marché.

Le marché secondaire constitue un lieu privilégié pour les entreprises dans la mesure où il permet une gestion active de leur trésorerie. En effet, les entreprises ayant des excédents de trésorerie peuvent les placer en bons du Trésor sur le marché secondaire et inversement les entreprises ayant des besoins de trésorerie et disposant de bons du Trésor peuvent les échanger sur le marché secondaire en contrepartie de liquidités.

Les bons du Trésor sont dématérialisés et librement négociables sur le marché secondaire. Ils sont inscrits en compte auprès des intermédiaires et circulent d'un compte à un autre par simple virement. Les transactions se font de gré à gré et le règlement des opérations intervient le même jour grâce à un système de compensation règlement mis en place par BAM.

Deux types d'opérations sont réalisés sur ce marché. Les transactions fermes, correspondant à des ventes ou des achats de fermes de bons du trésor, et les opérations de cessions temporaires de titres. Ces dernières qui sont des opérations de prêts et d'emprunts de liquidités garantis par des bons du Trésor procurent tout d'abord aux intermédiaires (professionnels) la possibilité de pallier à un défaut potentiel de livraison. Ensuite, elles permettent la couverture de positions vendeuses par emprunt de titres et le financement de positions acheteuses par cession temporaire de titres. Enfin, elles autorisent le placement de liquidités à un taux proche de celui du marché monétaire.

Les cessions temporaires de titres, communément appelées opérations « *Repo* »¹⁷⁰, constituent une part importante de l'activité sur le marché secondaire. Elles sont composées de deux grandes catégories, à savoir les prêts de titres et la pension livrée. Les prêts de titres permettent aux détenteurs des titres de valoriser leurs portefeuilles par la rémunération obtenue par la cession temporaire de leurs actifs. Ce type d'opérations est caractérisé par la simplicité des procédures et l'absence de mouvements de fonds à l'exception de la rémunération à l'échéance. Ces opérations ne comportent pas de livraisons d'espèces, ni de garanties en échange des titres prêtés. La pension livrée est une opération par laquelle une personne, le cédant vend à une autre personne, le cessionnaire, des valeurs, titres ou effets, ces deux personnes s'engageant respectivement et irrévocablement, l'une à reprendre les titres et la seconde à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus à l'avance. Il s'agit d'une cession temporaire de titres, caractérisée par un transfert réel de propriété de titres, et un échange de trésorerie ayant lieu à la mise en place et à l'échéance de l'opération.

Les acteurs intervenants sur le marché secondaire sont les différents types d'investisseurs (à savoir les OPCVM, les compagnies d'assurance, les entreprises, les épargnants), les Intermédiaires en Valeurs du Trésor IVT ainsi que le Dépositaire central.

¹⁷⁰ « *Repo* » : diminutif du terme anglo-saxon « *repurchase agreement* » désignant les contrats de cessions temporaires de titres.

ANNEXE 6 : MAROCLEAR

Le dépositaire central MarocLear a été créé en 1997 par la loi 35/96¹⁷¹ suite à la dématérialisation de l'ensemble des titres de créances y compris les Bons du Trésor.

Maroclear a la forme d'une société anonyme au capital de 20 millions de DH où l'Etat est l'actionnaire majoritaire avec 55 % des parts (dont 25 % détenues par le Trésor, 20 % détenus par BAM et 10 % par la CDG) et où le secteur privé détient 45 % du total des actions (dont 25 % par le Groupement Professionnel des Banques du Maroc (GPBM), 15 % par la Fédération des Sociétés Marocaines d'Assurances et de Réassurances (FMSAR) et 5 % par la Bourse de Casablanca.

Ces principales missions consistent à :

- Assurer la conservation des valeurs mobilières admises à ses opérations, d'en simplifier l'administration et d'en faciliter la circulation entre teneurs de comptes ;
- Réaliser tous actes de conservation adaptés à la nature et à la forme des titres qui lui sont remis et administrer les comptes courants de valeurs mobilières ouverts au nom des affiliés ;
- Opérer tous virements entre les comptes courants sur instructions des affiliés, soit directement, soit dans le cadre d'un processus de règlement contre livraison de titres ;
- Faciliter la circulation et administrer un régime de « comptes courants en titres » aux noms de ses affiliés.

Le Dépositaire central enregistre dans sa comptabilité l'intégralité des titres composant chaque émission des valeurs admises à ses opérations. La contrepartie

171 Dahir n° 1-96-246 du 29 chaâbane 1417 (9 janvier 1997) portant promulgation de la loi n° 35-96 relative à la création d'un Dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs

de chaque émission figure dans la comptabilité du Dépositaire central au crédit des comptes courants ouverts à ses affiliés pour chaque valeur, sous réserve des titres en instance d'affectation et portées à des comptes de transit. Il assure également la vérification des équilibres comptables et veille au respect des règles de tenue de comptes titres et de la comptabilité des teneurs de compte. Il est habilité à exercer les contrôles sur place et sur pièces auprès de ses affiliés.

ANNEXE 7 : LES INSTRUMENTS DE LA DETTE

Emprunts nationaux

Ce sont des instruments d'une valeur nominale de 5.000 DH destinés au grand public. Il s'agit de personnes morales et physiques résidentes et non-résidentes à l'exclusion des banques, de la CDG, de la CCG, CMM, des sociétés d'investissement, des organismes de prévoyance sociale et des compagnies d'assurances de réassurances et de capitalisation.

Ces titres sont de type in-fine (Ils ne peuvent être remboursés avant l'échéance), délivrés au porteur, peuvent être souscrits en devises et sont cotés à la bourse de CASABLANCA

Ils sont rémunérés à un taux nominal fixe arrêté par le ministre des finances et assortis d'une échéance de 1, 3 et 5 ans. L'émission s'effectue tous les trimestres (aux mois de Mars, Juin, Septembre et Décembre) avec une période de souscriptions de 5 jours. Leur placement s'effectue par le biais du système bancaire, des Organismes Financiers Spécialisés et des circuits de la TGR Moyennant une commission de 0,4 %.

A signaler que le trésor n'a plus procédé à l'émission d'emprunts nationaux depuis juin 1999. Cela peut notamment être expliqué par le fait que le Trésor s'oriente essentiellement pour son financement, au cours de ces dernières années, vers le marché des adjudications.

Bons à six mois sur formule

Les bons sur formules sont émis auprès des personnes physiques ou morales à l'exception des organismes financiers.

Emis en dessous du pair (acquisition à un prix inférieur à la valeur nominale), les bons à six mois sur formule sont assortis d'un coupon payable à échéance. L'émission s'effectue de manière permanente, à un montant nominal faible. Le remboursement ne peut intervenir qu'après écoulement d'une échéance de trois mois par abandon de coupon (renonciation à 60% du rendement du titre).

Dans le cadre des réformes entreprises pour la gestion de ces titres, il a été procédé à leur dématérialisation en janvier 2.000, (inscription en compte seulement)

La souscription peut être faite aussi bien au niveau des établissements bancaires habilités à recevoir ces souscriptions, que au niveau de la Trésorerie Générale du Royaume (qui demeure le principal organe de placement) moyennant une commission de à 0.4 %. Le taux de rémunération de ces bons est déterminé, depuis février 2001, semestriellement sur la base du taux moyen pondéré des bons à 26 Semaines émis par adjudication au cours du semestre précédent , majoré de 25 points de base

L'encours des bons du trésor à 6 mois, s'inscrit en baisse continue depuis l'année 1996, les remboursements excédant les souscriptions nouvelles. Bien qu'une hausse significative ait été enregistrée lors de l'exercice 2.001, (suite à une légère hausse des taux servis qui sont passées de 5.8 % à 6.1 % entre février et juin 2.001), il n'en demeure pas moins que ce mode de financement reste peu important dans le volume global de la dette intérieure du Trésor

Emprunts obligataires

La première émission de cet emprunt date de 1960. Seuls les souscripteurs institutionnels peuvent détenir ces titres. Il comporte 4 maturités (5,8,10 et 25 ans) d'une valeur de 10.000 DH par titre.

L'emprunt obligataire est émis sur formule au gré du ministère des finances. Depuis 1992, aucune émission n'a eu lieu.

Les bons du Trésor en compte capital

Le compte capital a été émis en 1966 pour la première fois. Ce compte est destiné aux non-résidents étrangers possédant des capitaux déposés dans les banques marocaines. L'émission de ces titres se fait trimestriellement et comporte, depuis 1974, une seule maturité de 5 ans d'une valeur unitaire de 1000 DH.

Bons d'équipement

Ces bons ont été introduits par la loi de finances de 1966, ils sont destinés aux entreprises qui présentent un résultat excédentaire, à l'exception des établissements publics. L'échéance de ces bons est fixée à 10 ans, mais ils ne sont pas négociables.

La valeur de la souscription est calculée sur la base du bénéfice réalisé, mais depuis l'entrée en vigueur de l'impôt sur les sociétés, les entreprises ne sont plus tenues de souscrire aux bons d'équipement.

Depuis 1992, les bons d'équipement n'ont plus fait objet de nouvelles émissions.

Bons de privatisation

C'est en 1996 que les bons de privatisation ont été émis pour la première fois. Ils sont ouverts à tout investisseur (personnes physiques ou morales, résidentes ou non-résidentes).

La valeur unitaire des titres est fixée à 1.000,00 à échéance de 3 ans. Ils sont émis au gré du ministre des finances.

La souscription se fait en compte et le remboursement intervient in fine sauf conversion en actions.

Les concours de Bank Al Maghrib au Trésor

BAM est l'agent financier du trésor pour ses opérations de banque et de crédit aussi bien au Maroc qu'à l'étranger.

Conformément aux conditions prévues par le dahir n° 1.59.233 du 23 doulhijja 1378 (30 Juin 1 959) portant création de BAM, cette dernière est autorisée à consentir au trésor trois types d'avances.

- L'avance statutaire ou facilité de caisse

Il s'agit d'une avance non rémunérée accordée au trésor afin de lui permettre de faire face tout au long de l'année aux besoins de trésorerie liés principalement aux décalages saisonniers entre le rythme d'exécution des recettes et le rythme d'exécution des dépenses. Cette avance était limitée au 1/10ème des recettes ordinaires de l'année écoulée . elle n'est actuellement plus que de 5% conformément aux nouveaux statuts de Bank al Maghrib.

- Les avances conventionnelles

Ces avances ne peuvent être accordées au trésor qu'en vertu de conventions signées par le Ministre des finances et le gouverneur (wali) de BAM et approuvées par décret. La convention devant prévoir le montant, la durée, la rémunération et les modalités de remboursement des concours consentis. Les nouveaux statuts de la Banque Centrale ont supprimé cette possibilité depuis 2005.

- Les avances sur traites douanières et les obligations cautionnées

BAM peut, dans les conditions arrêtées d'un commun accord avec le Ministre des Finances escompter ou prendre en pension des traites et obligations cautionnées souscrites à l'ordre des comptables du trésor et venant à échéance dans un délai maximum de 90 jours

Les traites de douane permettent aux redevables de droits sur les marchandises déclarées en douane de bénéficier des délais de paiement dits droits. Elles ont la forme de billets à ordre au moyen desquels les redevables des droits de douane

souscrivent l'engagement de payer ces droits au trésor à l'échéance de quelques mois.

Les obligations cautionnées permettent de différer le paiement des prix d'importation effectués dans le cadre de certains accords de prêts. En effet la réalisation de certains prêts, accordés au gouvernement marocain, d'aide à la Balance de paiements sont conditionnés par l'importation de biens produits par des entreprises du pays prêteur. Les importateurs seront invités à payer au trésor le prix de la marchandise importée au comptant ou à crédit en souscrivant des obligations cautionnées à l'ordre du trésor public.

Les traites douanières et les obligations cautionnées (qui sont des titres de créances détenus par le trésor vis à vis des tiers) sont déposées en conservation auprès de l'agence de BAM à Rabat. Celles venant à échéance dans un délai maximal de 90 jours peuvent être prises en pension par BAM moyennant rémunération pour accorder des avances au TRESOR

Les dépôts des correspondants au Trésor

Il s'agit de dépôts libres ou obligatoires des entreprises et des particuliers possédant des comptes ouverts soit au Trésor soit aux chèques postaux soit par les collectivités et organismes disposant de comptes similaires auprès des institutions financières

ANNEXE 8 : DIFFERENTS TYPES DE SNE

Pays	Nom du SNE	Délai d'adjudication (en mn)
Allemagne	Automatisiertes bietungs system	Immédiat
Autriche	Austriuan direct aution system	3 mn
Belgique	Bloomberg aution system	5 mn
Espagne	CADE (système de gestion dématérialisée de titres de la banque d'Espagne)	5
France	Telsat	Moins de 5 mn
Irlande	Bloomberg auction system	5
Italie	National interbank datatransmission network	30
Portugal	Bloomberg auction system	15
Royaume Uni	Bloomberg auction system	15
USA	TAAPS	5

Source OCDE, dette de l'administration centrale, annuaire statistique 1980-1999.

ANNEXE 9 : SYSTEMES D'INFORMATION UTILISES PAR LES GESTIONNAIRES DE LA DETTE

2 systèmes sont largement utilisés par les PVD :

- Le SYGADE ou DMFAS développé par la CNUCED. Il s'agit d'un système conçu spécifiquement pour renforcer les capacités techniques des pays à enregistrer et assurer le suivi et l'analyse de la DP externe et interne (>50 pays en 99). Il assure le suivi des obligations de la dette. Il peut également être utilisé pour le suivi de la dette interne
- Le CS-DRMS développé par le secrétariat du commonwealth. (>50 pays) il est exécuté sur serveur UNIX et peut être opéré sur terminaux WINDOWS NT. Le système a une capacité à plusieurs terminaux c'est-à-dire que plusieurs individus peuvent utiliser la BDD simultanément pour entrer et extraire des bases de données. Il est écrit en langage C et utilise le système de GBDD relationnel INFORMIX.
- L'US-DTS a été conçu par le trésor usa en collaboration avec le Mdf et les banques centrales de diverses économies émergentes
- Le DSM+ est un modèle avancé de capacité de soutien de la dette développé par la banque mondiale et soutenu par le CNUCED et le COMSEC

BIBLIOGRAPHIE

1.1 Ouvrages

Bruslerie (H. de la), gestion obligataire internationale, Tome 1 : Marchés et actifs financiers, Economica, Paris, 1990

Claude (P.), Les marchés de capitaux français du jour le jour au 30 ans, Collection Association française des Trésoriers d'Entreprise, Economica, Paris, 1995

COLMANT B & KEYNEN G : "gestion du risque de taux d'intérêts et instruments financiers dérivés", éditions juridiques dewaay, 1995.

Daguet (P.) et Planche (J.M.), les émissions d'actions et d'obligations, Economica, Paris, 1994

JURGENSEN (P.) et LEBEGUE (D.), le Trésor et la politique Financière, 1989

Prunet Jean Marc, Robert Lefèvre maison de titres, Guide des valeurs du Trésor, Techniques de Gestion Financière, 2^{ème} édition, 1989

1.2 Articles

Benyouref Nadia, La non visibilité plane toujours, Economie et entreprises, Juin 2003, n°50, pp. 72-73

Bernoussi (A.), Stratégie de mobilisation des financements extérieurs au Maroc, in Actes de la journée d'études de l'Association des Economistes Marocains, Mohammédia, Annales Marocaines d'Economie, 31 janvier 1993

Cuny Olivier, Nouvelle convention MINEFI / Banque de France, la gestion du compte de l'Etat, La Revue du Trésor, N°12, décembre 2002, p. 7555

DORMOWITZ Ian : "liquidité, coûts de transactions et réintermédiations sur les marchés électroniques", in www.smeal.psu.edu/faculty/ihd1/dormowitz, 2000.

GRAVELLE Toni : "le marché des titres du gouvernement canadien dans les années 90 ; liquidité et comparaison avec d'autres pays", revue de la Banque du Canada, 1999.

GRAVELLE Toni : "différences de microstructure entre les marchés d'actions et les marchés de titres d'Etat multi courtiers", revue de la Banque du Canada, 2002.

Khrouz Driss, de l'endettement à l'ajustement, Annales Marocaines d'Economie, 1992

LEFTWICH Richard & BARBER Brad : " marchés et systèmes de négociation électronique", journal les échos, l'art de la finance, 2000.

MOHANTY M S : "improving liquidity in government bond markets : what can be done?", 2001.

MURANAGA Jun & SHIMIZU Tokiko : "market microstructure and market liquidity", 1999.

Naânaâ Abdelatif, l'impact de la croissance économique, de l'inflation, des intérêts de la dette, du solde primaire et du Taux d'endettement direct du Trésor au Maroc, 2002

Sabar Hassan, essai de compréhension de la crise de l'endettement du Tiers Monde; in Annales Marocaines d'Economie, 1992

1.3 Rapports et enquêtes

Banque Mondiale : "renforcement des capacités de gestion de la dette : expérience internationale de la banque mondiale", 1999.

Banque Mondiale et FMI, Directives pour la gestion de la dette publique, 2001

Banque des Règlements internationaux : "market liquidity ; research findings and selected policy implications", 1999.

Banque des Règlements internationaux : "report on the working group on capital flows", Forum de stabilité financière, Avril 2000.

Banque des Règlements internationaux : "the implications of electronic trading in financial markets", Janvier 2001.

Banque Mondiale : " Royaume du Maroc, note de stratégie du secteur financier" CONFIDENTIEL, Septembre 2000.

BORESSEN Pal & COSIO-PASCAL Enrique : "rôle et organisation d'un bureau de la dette", Conférence des nations unis pour le développement, CNUCED, 2002.

Casablanca Finance Market, Rapports

Cour des Comptes Belgique, Les obligations linéaires : instruments de gestion de la dette publique, 2001

Cour des Comptes de Belgique : " les obligations linéaires ; instruments de gestion de la dette publique", Avril 2001.

Direction du Trésor et des Finances Extérieures, Bilan de la gestion active de la dette extérieure publique

Direction du Trésor et des Finances Extérieures, Orientations en Matière de Gestion de la Dette Publique : cas du Maroc

Direction du Trésor et des Finances Extérieures, Notes mensuelles sur la dette intérieure

FMI, département de la monnaie et des changes, Amélioration de la gestion de la dette publique et développement du marché des titres publics, octobre 1998

Fonds Monétaire international FMI : "Maroc ; amélioration de la gestion de la dette publique et développement du marché des titres publics", CONFIDENTIEL, Octobre 1998.

Fonds Monétaire International et Banque Mondiale : "directives pour la gestion de la dette publique", Mars 2001.

Fonds Monétaire International et Banque Mondiale : "directives pour la gestion de la dette publique ; Document d'accompagnement", Novembre 2002.

Ministère des Finances - Canada, Stratégies de gestion de la dette Rapports Annuels

Ministère des finances – Belgique, Dette Publique, Rapport annuels

Ministre de l'économie et des Finances, conférences de presse annuelles sur le thème de la dette publique, Maroc.

Organisation de coopération et de développement économiques OCDE : " les marchés des titres de la dette publique dans les pays de l'OCDE", éditions de l'OCDE, 2002.

Organisation de coopération et de développement économiques OCDE : " la gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'Etat au 21ème siècle", éditions de l'OCDE, 2002.

Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques, "Lignes directrices sur la communication de la dette publique", commission de la dette publique, commission de la dette publique, Mai 2000.

Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques, " lignes directrices sur la planification et l'exécution d'une vérification des contrôles internes de la dette publique" ; commission de la dette publique, Avril 2000.

Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques, " la gestion de la dette publique et la vulnérabilité financière" ; commission de la dette publique, Février 2003.

Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques, " les risques financiers futurs : conséquences pour la gestion de la dette et rôle des ISC" ; commission de la dette publique, Février 2003.

Rapports annuels sur la gestion de la dette publique intérieure au Maroc.

Rapports annuels et directives sur la gestion de la dette publique en Suède, Royaume Uni, France et Belgique.

Rapport FMI ; « directives pour la gestion de la dette publique » ; mars 2001.

Rapport FMI ; « directives pour la gestion de la dette publique , document d'accompagnement» ; 2002.

Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques, Enquête sur la dette publique, commission de la dette publique, 1990

Rapport OCDE ; « la gestion de la DP au 21^{ème} siècle », 2002

Sénat – France, Commission des Finances, l'évolution de la dette publique en France entre 1980 et 1997 : les leçons d'une dérive, rapport d'information 413 (98-99)

1.4 Revues et données statistiques

Casablanca Finance Group, année obligataire, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002

Ministère de l'Economie et des Finances, Revue Al Maliya, n°15 et n° 21

Direction du Trésor et des Finances Extérieures, Notes de conjoncture

Direction de la politique économique générale, Statistiques et indicateurs de Finances publiques au Maroc

Bank al Maghrib, Rapports annuels

Centre Marocain de conjoncture, Revue de conjoncture

1.5 Mémoires

Esters Christian, La gestion de la dette publique en France : les objectifs, les instruments et la gestion des risques, Mémoire de Master en Administration Publique, janvier 2000

Lequouider Leïla, les flux monétaires et financiers du Trésor Public Marocain : modalités et effets de gestion de la dette publique, Mémoire DES, 1999

Marchot Mireille, La gestion active de la dette publique ; mémoire ; Belgique.

Mémoire : la gestion de la dette publique en France, ENA ; janvier 2000.

1.6 Internet

France : www.francetresor.gouv.fr

Suède : www.rgk.se

Royaume Uni : www.dmo.gov.uk

France : www.aft.gov.fr

Belgique : www.debtagency.be

Afrique du Sud : www.finance.gov.za/organisation/alm

Table des matières

CHAPITRE PRELIMINAIRE.....	15
INTRODUCTION.....	16
SECTION 1 : PRECISION DES CONCEPTS.....	17
1. <i>Le Trésor Public</i>	17
1.1 Le concept.....	17
1.2 Des missions plurielles	18
1.3 Organisation et fonctionnement du Trésor.....	21
2. <i>La dette publique</i>	33
2.1 Le concept :	33
2.2 Le financement	35
2.3 Le cadre légal.....	42
3. <i>La liquidité du marché de la dette</i>	44
3.1 Définition de la liquidité	44
3.2 Mesures de la liquidité	46
4. <i>Les risques liés à la gestion de la dette publique</i>	47
4.1 Le risque de taux.....	47
4.2 Le risque de refinancement.....	48
4.3 Le risque de liquidité	48
4.4 Les risques opérationnels.....	49
SECTION 2 : EVOLUTION DU MODE DE FINANCEMENT INTERIEUR DU TRESOR	50
1. <i>Evolution du mode d'emprunt du Trésor à l'aube de la crise de 1983</i>	51
1.1 Crise de 1983 et programme d'ajustement structurel.....	51
1.2 Les objectifs et les mesures prises	55
2. <i>Réforme du mode de financement intérieur du Trésor</i>	60
CONCLUSION DU CHAPITRE PRELIMINAIRE	62
1ERE PARTIE : ANALYSE DE L'EMPRUNT PUBLIC INTERIEUR AU MAROC ET SUR LE PLAN	
INTERNATIONAL	63
INTRODUCTION.....	64
CHAPITRE 1 : DIAGNOSTIC DE LA DETTE PUBLIQUE.....	65
INTRODUCTION DU CHAPITRE 1	66
Section 1 : <i>Evolution du poids de la dette</i>	67
Section 2 : <i>Focus sur la dette intérieure</i>	69
2.1 Un financement de moins en moins basé sur la création monétaire.....	72
2.2 Structure de la dette ventilée par terme.....	74
Section 3 : <i>Analyse de la dette émise sur le marché des adjudications</i>	76
Section 4 : <i>L'évolution du marché secondaire</i>	83
Section 5 : <i>Les limites actuelles</i>	86
CHAPITRE 2 : ANALYSE DU FINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE SUR LE	
PLAN INTERNATIONAL.....	95
INTRODUCTION	96
Section 1 : <i>La Suède une tradition ancienne d'emprunt public sur le marché :</i>	97
1. Cadre réglementaire et institutionnel :	97
2. Développement du marché et structure de la dette publique.....	98
3. Gestion active de la dette.....	100
4. Spécialistes en valeurs du Trésor :	100
5. Relations avec les investisseurs	101
6. Organisation	101

7.	Ressources financières et humaines :.....	103
8.	Gestion des risques :.....	104
9.	Contrôle et évaluation :.....	105
Section 2 :	<i>Le ROYAUME UNI une tradition de marché.....</i>	106
1.	Objectifs et cadre institutionnel :.....	106
2.	Stratégie de gestion de la dette :.....	107
3.	Développement des marchés et structure de la dette publique:.....	108
4.	Gestion active de la dette :.....	109
5.	Les spécialistes en valeurs du Trésor :.....	110
6.	Relations avec les investisseurs :.....	111
7.	Organisation :.....	111
8.	Ressources humaines et financières :.....	113
9.	Gestion des risques :.....	114
10.	Coordination et contrôle	114
Section 3 :	<i>la France ; une transition réussie vers un financement par marché:.....</i>	116
1.	Objectifs, stratégies et cadre institutionnel :.....	116
2.	Développement du marché de la dette :.....	116
3.	Structure et instruments :.....	117
4.	La gestion active de la dette publique :.....	119
5.	Les spécialistes en valeurs du trésor :.....	120
6.	Relations avec les investisseurs :.....	121
7.	Organisation, ressources humaines.....	122
8.	Gestion des risques :.....	123
9.	Contrôle :.....	124
Section 4 :	<i>la Belgique , un développement rapide du marché de la dette</i>	125
1.	Objectifs, stratégie et cadre institutionnel :.....	125
2.	Développement du marché et structure de la dette :.....	126
3.	Gestion active de la dette :.....	128
4.	Les spécialistes en valeurs du trésor :.....	128
5.	Relations avec les investisseurs :.....	129
6.	Organisation et ressources humaines :.....	129
7.	Cadre de gestion des risques.....	131
8.	Contrôle de la gestion de la dette publique :.....	132
Section 5 :	<i>Afrique Du Sud, un marché et une gestion de la dette fortement développés</i>	133
1.	Les objectifs, les stratégies et le cadre institutionnel de gestion de la dette :.....	133
2.	Développement des marchés et structure de la dette :.....	134
3.	Gestion active de la dette :.....	135
4.	Les spécialistes en valeurs du trésor :.....	135
5.	Relations avec les investisseurs	136
6.	Organisation	136
7.	Gestion des risques :.....	138
8.	Contrôle	138
Section 6 :	<i>la Pologne, une orientation prudente mais résolue vers le marché</i>	138
1.	Les objectifs, les stratégies et le cadre institutionnel de gestion de la dette :.....	138
2.	Développement du marché et structure de la dette :.....	140
3.	Structure et instruments de la dette publique :.....	140
4.	Gestion active de la dette :.....	142
5.	SVT	142
6.	Relations avec les investisseurs :.....	142
7.	Organisation du service de la dette publique :.....	142
8.	Gestion des risques	144
9.	Contrôle :.....	144
Section 7 :	<i>Récapitulatif des résultats du Benchmark</i>	145
CHAPITRE 3 :	SYNTHESE DU DIAGNOSTIC ET DU BENCHMARK	151
I	INTRODUCTION	152
Section 1 :	<i>Conditions préalables à l'efficacité de l'endettement par voie de marché :</i>	153
1.	Un cadre juridique précisant les objectifs et la stratégie et délimitant les missions et les responsabilités des intervenants	153
2.	Une focalisation permanente sur l'accroissement de la liquidité du marché de la dette publique :.....	154
3.	Une maîtrise des risques liés à la gestion de la dette publique.....	155
Section 2 :	<i>Forces et faiblesses caractérisant le mode de financement sur le marché :</i>	156
1.	Les principales forces	156
2.	Les principales faiblesses	158
CONCLUSION.....		164
CONCLUSION		165

2EME PARTIE - REFLEXIONS SUR LE DEVELOPPEMENT DE L'EFFICACITE DU FINANCEMENT DU TRESOR SUR LE MARCHE.....	167
INTRODUCTION.....	168
CHAPITRE 1 : FACTEURS PREALABLES A UN FINANCEMENT EFFICACE SUR LE MARCHE DE LA DETTE.....	170
INTRODUCTION.....	171
Section 1 : <i>Clarté des objectifs.....</i>	<i>173</i>
Section 2 : <i>La liquidité du marché de la dette.....</i>	<i>174</i>
1. La pratique de l'assimilation et la constitution de grands gisements :.....	175
2. Gestion active, vente et rachat de titres.....	176
3. Le rôle actif des intermédiaires en valeurs du Trésor.....	176
4. Systèmes de Négociation Electroniques.....	177
5. Présence d'une large base d'investisseurs.....	177
Section 3 : <i>La maîtrise des risques.....</i>	<i>178</i>
1. Gestion du risque de taux.....	179
2. Gestion du risque de refinancement.....	179
3. Gestion du risque de liquidité.....	180
4. Gestion des risques opérationnels.....	180
CONCLUSION.....	182
CHAPITRE 2 : MODERNISATION DU FONCTIONNEMENT DU MARCHE DE LA DETTE PUBLIQUE.....	184
INTRODUCTION DU CHAPITRE 2.....	185
Section 1 : <i>Amélioration de la communication.....</i>	<i>186</i>
Section 2 : <i>Modernisation des règles et des instruments.....</i>	<i>187</i>
1. Elargissement de la pratique de l'assimilation et mise en place d'une gestion active de la dette.....	187
2. Développement d'un marché de la pension livrée.....	189
3. Développement de la courbe des taux.....	191
Section 3 : <i>Systèmes de Négociation Electroniques :.....</i>	<i>192</i>
Section 4 : <i>Rôle des IVT.....</i>	<i>195</i>
CONCLUSION.....	199
CHAPITRE 3 : DEVELOPPEMENT DU MANAGEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE.....	200
INTRODUCTION.....	201
Section 1 : <i>Mise en place d'une agence chargée de la gestion opérationnelle de la dette.....</i>	<i>202</i>
1. Les arguments en faveur de l'agence de la dette :.....	202
2. Missions de l'agence de la dette.....	206
3. Organisation de l'agence de la dette.....	210
4. Mise en place d'une cellule de gestion des risques.....	214
5. Moyens humains.....	215
6. Système d'Information.....	216
Section 2 : <i>Coordination entre les divers organismes intervenants :.....</i>	<i>220</i>
1. Relations de l'agence de la dette avec le Ministère des Finances.....	221
2. Relations de l'agence de la dette avec la Banque Centrale.....	222
3. Relations de l'agence de la dette avec le Parlement.....	224
4. Relations de l'agence de la dette avec le marché et les investisseurs.....	225
Section 3 : <i>Evaluation et Contrôle.....</i>	<i>227</i>
1. Contrôle interne et évaluation de la gestion de la dette:.....	227
1.1. Contrôle interne.....	228
1.2. Evaluation des performances de l'agence de la dette :.....	232
2. Contrôle externe de la Cour des Comptes.....	233
CONCLUSION.....	238
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE.....	240
CONCLUSION GENERALE.....	242
ANNEXES.....	248
ANNEXE 1 : ORGANIGRAMME DE LA DTFE.....	249
ANNEXE 2 : ORGANIGRAMME DE LA TGR.....	250

ANNEXE 3 :ORGANIGRAMME DE BAM.....	251
ANNEXE 4 : LE MARCHE PRIMAIRE DES ADJUDICATIONS DES BONS DU TRESOR.....	252
ANNEXE 5 : MARCHE SECONDAIRE DES ADJUDICATIONS EN BONS DU TRESOR	254
ANNEXE 6 : MAROCLEAR.....	256
ANNEXE 7 : LES INSTRUMENTS DE LA DETTE	258
ANNEXE 8 : DIFFERENTS TYPES DE SNE.....	263
ANNEXE 9 : SYSTEMES D'INFORMATION UTILISES PAR LES GESTIONNAIRES	
DE LA DETTE.....	264
 BIBLIOGRAPHIE	 265
1.1 <i>Ouvrages.....</i>	266
1.2 <i>Articles.....</i>	266
1.3 <i>Rapports et enquêtes.....</i>	268
1.4 <i>Revue et données statistiques</i>	271
1.5 <i>Mémoires</i>	272
1.6 <i>Internet.....</i>	272