

**AL MALIYA ESPECIAL LEY DE FINANZAS**  
**DOCUMENTOS ADJUNTOS AL PROYECTO DE LF 2017**  
**-INFORME DE LA DEUDA DE 2015-**

El informe de la deuda, elaborado cada año por la Dirección del Tesoro y de Finanzas Exteriores, describe la financiación del Tesoro tanto en el mercado doméstico como entre los proveedores de fondos extranjeros, analiza la evolución de la cartera de deuda en términos de saldos vivos y de servicios de la deuda así como en términos de estructura por instrumento, por categoría de tipo de interés y por divisas y evalúa los indicadores de coste y de riesgo seguidos en materia de gestión de la deuda. Este documento realiza también un balance de la gestión activa de las deudas interna y externa, además de la gestión activa de la tesorería pública dirigida por la Dirección del Tesoro y de Finanzas Exteriores.

## **FINANCIACIÓN DEL TESORO**

Conforme a su estrategia de financiación centrada tanto en una presencia regular en el mercado doméstico como en el arbitraje entre las financiaciones interna y externa, el Tesoro se ha financiado en 2015, mayoritariamente en el mercado doméstico aprovechando el contexto nacional marcado por la restablecimiento gradual de los equilibrios presupuestarios y de la cuenta corriente y la reconstitución de un nivel cómodo de los activos exteriores.

Por lo tanto, y a finales del año 2015, las movilizaciones brutas del Tesoro ascendieron a 157,2 mil millones de DH de los cuales 148,5 mil millones de DH en el mercado doméstico (94,5%) y 8,7 mil millones de DH de origen exterior.

### **1- Financiación interna**

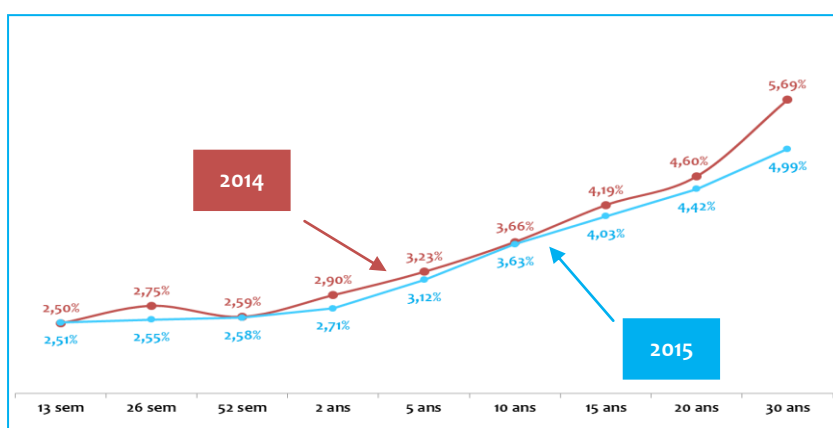
Gracias a la mejora de las condiciones de financiación del Tesoro en el mercado doméstico, debido sobre todo a la mejora de (i) la visibilidad entre los inversores como resultado de la política de racionalización de la gestión presupuestaria y (ii) de la liquidez bancaria como consecuencia del fortalecimiento de los activos exteriores, el Tesoro consiguió establecer una estrategia de emisión que se basa en los siguientes elementos principales:

- una presencia sostenida en todos los vencimientos aprovechando la disminución de los tipos ofrecidos;
- el recurso de forma regular a las operaciones de intercambio del BDT con el fin de mitigar el riesgo de refinanciamiento a través tanto del aumento de la duración de vida media de la cartera de deuda interna que la suavización de las caídas de la deuda de 2015 y 2016 que experimentan importantes picos de reembolso;
- el recurso a préstamos en el mercado interbancario para hacer frente a necesidades puntuales de tesorería con la realización de 5 operaciones por un volumen global prestado de 4,3 mil millones de DH;
- la realización, de forma diaria y para volúmenes importantes, de operaciones de colocación de excedentes del CCT con el fin de optimizar las disponibilidades del Tesoro y para neutralizar el efecto de estos excedentes sobre la liquidez bancaria.

A finales de 2015, el volumen global de las emisiones del Tesoro en el mercado de subastas llegó a 148,5 mil millones de DH en 2015 frente a 110,2 mil millones de DH en 2014, o sea un aumento de cerca del 35%. Estas emisiones se han distribuido de manera casi igual entre los vencimientos a 2 años y menos y 5 años y más, con cuotas respectivas de 46% y 54% en 2015 a diferencia de 2014, cuando el Tesoro estaba más presente en el medio y largo plazo con una cuota de 74%, tras la recolocación de los inversores en este segmento de vencimientos.

En términos de tasas retenidas por el Tesoro, éstas registraron un descenso medio de 17,5 PB durante 2015. Por segmento de vencimiento, el largo plazo registró un descenso de 26,7 PB, seguido del medio plazo (15,2 PB) y del corto plazo (6,7 PB).

### **Evolución anual de las tasas de rendimiento de los BDT - Últimos TMP retenidos –**



## **2- Financiación externa**

Durante el año 2015, los giros sobre préstamos exteriores fueron de 8,7 mil millones de DH registrando un descenso de 51% en comparación con 2014 y ello, en ausencia de emisiones del Tesoro en el MFI. Estos giros se centraron, exclusivamente, en los préstamos externos movilizados de los acreedores oficiales y aumentaron del 33% con relación al importe global movilizado de estos acreedores en 2014.

Con una cuota de 95% del total, los giros efectuados de los acreedores multilaterales ascendieron a 8,3 mil millones de DH frente a 5,6 mil millones de DH en 2014 (o sea un aumento del 47%), mientras que los movilizados de los bilaterales fueron de 0,4 mil millones de DH frente a 0,9 mil millones de DH en 2014.

## **EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL TESORO**

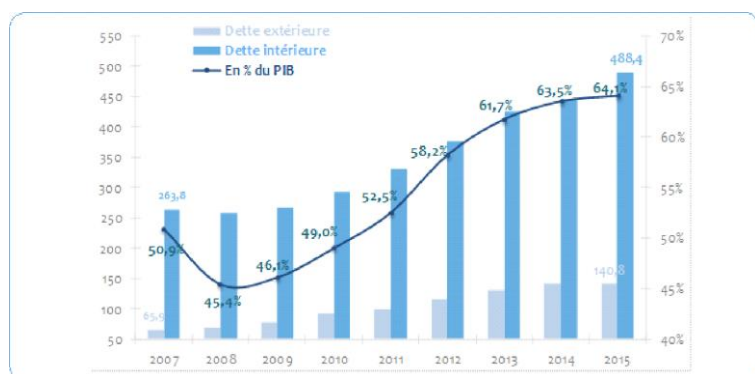
### **1- Saldo vivo**

A finales del año 2015, el saldo vivo de la deuda del Tesoro fue de 629,2 mil millones de DH, un incremento de 42,6 mil millones de DH o 7,3% con respecto al final de 2014 (586,6 mil millones de DH). Este incremento se mantiene por debajo del incremento medio registrado durante los últimos 6 años que es del 10,3%.

Relacionado con el PIB, el saldo vivo de la deuda del Tesoro fue de 64,1% a finales de 2015 frente a 63,5% a finales de 2014. La tendencia alcista de las tasas de endeudamiento fue controlado durante los últimos años con un crecimiento anual medio que se contrajo de 3,9 puntos del PIB entre 2009 y 2013 a 1,8 puntos del PIB entre 2013 y 2014 para limitarse a 0,6 puntos del PIB entre 2014 y 2015.

Esta evolución del ratio de endeudamiento es el resultado de las medidas adoptadas por el Gobierno con el objetivo de racionalizar la gestión presupuestaria y reducir la deuda pública especialmente a través del dominio del déficit presupuestario que registró desde el año 2013, una reducción importante pasando del 7% del PIB en 2012 al 5,2% en 2013, al 4,9% en 2014 y después al 4,3% en 2015.

### Evolución del saldo vivo de la deuda del Tesoro



### 2- Estructura por instrumento

La deuda del Tesoro está compuesta principalmente por la deuda negociable con una cuota de 82% de la cual 75% en concepto de Bonos de Tesoro (BDT) emitidos en el mercado de licitaciones y 8% en relación con los Eurobonos emitidos en el MFI. La deuda no negociable representa 18% de la cartera de la deuda del Tesoro y está constituida principalmente de la deuda externa contratada con los donantes de fondos bilaterales y multilaterales.

### 3- Estructura por tipo de interés

A finales de 2015, el saldo vivo de la deuda del Tesoro con tipos fijos representa aproximadamente 91,4% del saldo vivo global, en casi estabilidad en comparación con 2014. Esto se explica por el hecho de que la deuda interna, cuya cuota es dominante en el saldo vivo de la deuda del Tesoro, es exclusivamente de tasa fija. En cuanto a la deuda externa, su estructura por tipo de interés muestra que 61,7% del saldo vivo de esta deuda lleva tipos de interés con tasas fijas. El resto (38,3%) está contraído a tasas variables.

### 4- Estructura por divisas

La cartera de la deuda del Tesoro está dominada por la deuda establecida en Dirham cuya cuota se estableció en 2015 en 77,2%. Esta cuota, que está representada por la deuda contraída en el mercado interior, conoció un incremento de 1,6% en relación con 2014.

En cuanto a la composición por divisas de la deuda externa del Tesoro y tras el cambio de las ponderaciones de la cesta de cotización del Dirham que se produjo el 13 de abril de 2015, que se tradujo por el fortalecimiento de la cuota del dólar estadounidense cuya ponderación pasó de 20% a 40%, la cuota de deuda contraída en euro en la cartera de la deuda externa del Tesoro se redujo hasta el 75,9% al final de 2015 frente al 78,8% en 2014, mientras que la del dólar estadounidense y de

las divisas vinculadas aumentó al 17,7% al final de 2015 frente al 14,5% el año pasado. En cuanto a la demás divisas (Yen japonés, dinar kuwaití y otras) su cuota se estabilizó alrededor del 6,4%.

## 5- Servicio de la deuda del Tesoro

Las cargas de la deuda del Tesoro pendientes de amortización, intereses y comisiones pagadas durante el año 2015 ascendieron a 143 mil millones de DH, o sea un aumento de 9,9 mil millones de DH o 7% con relación a 2014 (133 mil millones de DH). Este aumento se debe principalmente al incremento de las cargas en capital de 7,6 mil millones de DH y de las cargas en intereses de 2,3 mil millones de DH.

Por categoría de deuda, las cargas de la deuda interna aumentaron casi un 9,7 mil millones de DH para situarse en 130,6 mil millones de DH frente a 120,9 mil millones de DH a finales de 2014, mientras que las de la deuda externa aumentaron de 226 millones de DH para llegar a 12,4 mil millones de DH en 2015.

## 6- Indicadores del coste

### 6.1. Coste medio de la deuda del Tesoro

El coste medio de la deuda del Tesoro indica el 4,33% en 2015, con un aumento de casi 15 PB en comparación con su nivel registrado en 2014. Esta evolución se explica esencialmente por el incremento del coste medio de la deuda interna de aproximadamente 23 PB compensado por el descenso de coste medio de la deuda externa de 10 PB.

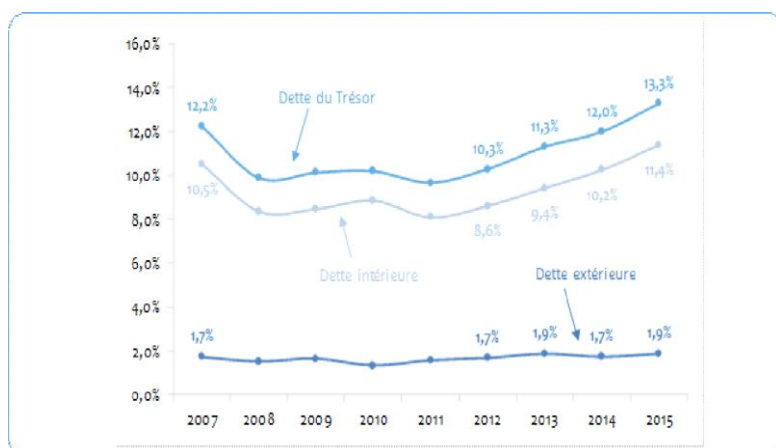
### 6.2. Tasa media ponderada de las emisiones por licitación

En 2015, la tasa media ponderada de las emisiones realizadas en el mercado de licitaciones se sitúa en 3,08%, con una disminución de 119 PB en relación con la registrada en 2014 (4,27%). Esta disminución se explica principalmente por la estructura de las recaudaciones del Tesoro (excluidas las operaciones de gestión activa de la deuda interna) que era más centrada en los vencimientos inferiores o iguales a 2 años con una cuota de 54% de las recaudaciones globales frente a 37% únicamente en 2014 y, en menor medida, la disminución de las tasas de los BDT registrada en 2015 en relación con 2014 (-17,5 PB).

### 6.3. Cargas de los intereses de la deuda del Tesoro en relación con los ingresos ordinarios

A finales de 2015, el ratio de las cargas de intereses de la deuda del Tesoro en comparación con los ingresos ordinarios sin IVA de las colectividades locales, se estableció en 13,3% frente a 12% en 2014, o sea, un incremento de 1,3%. La evolución de este ratio se explica esencialmente por el incremento de las cargas en intereses a cerca de 9% en 2015 en comparación con 2014, combinado con la disminución de los ingresos ordinarios de 2%.

## **Evolución del ratio cargas en intereses / Ingresos ordinarios**



## 7. Indicadores de riesgo

### 7.1. Cuota a corto plazo

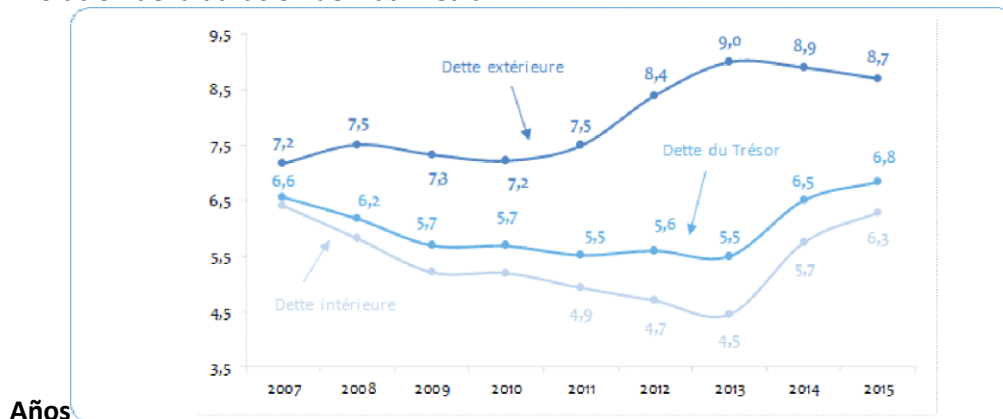
La cuota a corto plazo en la cartera de la deuda del Tesoro se estableció en 13,9% frente a 15,8% en 2014. Este retroceso se explica esencialmente por la disminución de la cuota a corto plazo en la cartera de la deuda interna que pasó de 19% a 16,5% a finales de 2015 tras el recurso a operaciones de intercambio que permitieron sustituir los BDT a corto plazo por otros a mediano y largo plazo. En cuanto a la deuda externa, la cuota de las amortizaciones con vencimiento de menos de un año se estabilizó en 5,2% del total del saldo vivo de esta deuda.

### 7.2. Duración de vida media de la deuda del Tesoro

La duración de vida media de la deuda del Tesoro aumentó en 4 meses en comparación con finales de 2014 para situarse en 6 años y 10 meses. Esta evolución se debe principalmente al aumento de la duración de vida media de la deuda interna que asciende a 6 años y 3 meses, un aumento de 7 meses en comparación con finales de 2014, como consecuencia de la importancia de las emisiones a mediano y largo plazo realizadas por el Tesoro para las operaciones de gestión activa.

En cuanto a la duración de vida media de la deuda externa y por la naturaleza de los préstamos contraídos de los donantes de fondos bilaterales y multilaterales que presentan todos calendarios de reembolso amortizables (reembolsos escalonados a lo largo de la duración de los préstamos), esta última evolucionó muy poco ascendiendo a 8 años y 9 meses a finales de 2015 frente a 9 años a finales de 2014.

## Evolución de la duración de vida media -



## EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

### 1- Saldo vivo

El saldo vivo de la deuda externa pública fue de 301 mil millones de DH a finales de 2015, registrando así un incremento de 22,9 mil millones de DH en comparación con 2014, o sea un aumento de 8,2%.

Este aumento del saldo vivo de la deuda externa pública se debe principalmente al incremento del saldo vivo de la deuda externa de los establecimientos y empresas públicas (EEPs) y de las colectividades locales de 16,9% para ascender a 159,8 mil millones de DH a finales de 2015 frente a 137 mil millones de DH el año pasado (+22,8 mil millones de DH).

Relacionado con el PIB, esta deuda representa 30,6% frente a 30,1% a finales de 2014, o sea un aumento de 0,5 punto del PIB.

### 2- Estructura por acreedores

La estructura de la deuda externa pública a finales de 2015, desglosado por categoría de acreedor, se caracterizó por la consolidación del saldo vivo que se debe a los acreedores multilaterales (+9,8 mil millones de DH) y al mercado financiero internacional (+9,5 mil millones de DH) y el fortalecimiento, menos marcado, de la deuda hacia los acreedores bilaterales (+3,6 mil millones de DH).

### 3- Estructura por prestatarios

A pesar de la disminución del saldo vivo del Tesoro, éste constituye el primer prestatario con una cuota de 46,8% de la deuda externa pública seguido de la OCP (13,7%), la ONEE (13,3%), la ADM (7,8%), la ONCF (4,5%), MASEN (3,1%) y la Caja para la Financiación de Carreteras (CFR) (2,2%).

### 4- Utilización de los préstamos exteriores

En 2015, la utilización de los préstamos exteriores alcanzó un importe de 37,5 mil millones de DH frente a 52,7 mil millones de DH en 2014, o sea un descenso de 28,9%. Este descenso se debe principalmente a la contratación de movilizaciones del Tesoro (-51%) y, en menor medida, des las EEPs y de las CLs (-17,7%).

Las utilizaciones movilizadas por el Tesoro en 2015 se centraron en un importe de 8,7 mil millones de DH mientras que los movilizados por las EEPs ascendieron a cerca de 28,8 mil millones de DH de los cuales 11,1 mil millones de DH se recaudaron de los acreedores privados (MFI y bancos comerciales).

#### **5- Servicio de la deuda externa pública**

En comparación con el año 2014, el servicio de la deuda externa pública registró un aumento de 2,1 mil millones de DH alcanzando 24,7 mil millones de DH, de los cuales 16 mil millones de DH para el reembolso del principal y 8,7 mil millones de DH para el pago de intereses y comisiones.

Relacionado con los ingresos corrientes de la balanza de pagos, el servicio de la deuda externa pública se situó en el 6,1% frente a 5,7% en 2014.

### **GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA DEL TESORO**

#### **1- Gestión activa de la deuda interna**

El año 2015 registró la realización de 16 operaciones de gestión activa por un importe global recomprado de 22,7 mil millones de DH.

El recurso de la Dirección del Tesoro y de Finanzas Exteriores de forma recurrente a estas operaciones fue favorecido en gran medida por la demanda importante de los inversores para los BDT, principalmente los BDT de vencimientos medianos y largos, en un contexto de mejora sensible de las condiciones de la financiación del Tesoro.

La realización de estas operaciones de intercambio tenía un doble objetivo. Por lo tanto, permitieron (i) mitigar el riesgo de refinanciación a través de la reducción de las caídas de la deuda del Tesoro de los meses afectados por las operaciones de intercambio de BDT de casi 2,1 mil millones de DH en promedio por mes (ii) prolongar la duración de vida media de la deuda interna de casi 5 meses.

#### **2- Gestión activa de la deuda externa**

En el marco de la continuidad de las acciones de la gestión activa de la deuda externa orientada a la reducción del coste del endeudamiento y la mitigación de los riesgos financieros asociados a la cartera de la deuda externa del Tesoro, el importe tratado durante el año 2015 alcanzó 55 millones de DH, con lo que el importe total tratado en este contexto, desde el inicio de las operaciones en 1996, se elevó a casi 73 mil millones de DH. Las principales actividades del año 2015 se centraron en:

- la conclusión del acuerdo de conversión de deudas en inversiones públicas con Italia el 13 de mayo de 2009;
- la continuación de la realización de los proyectos financiados a través de los actuales acuerdos de conversión de deudas con Italia y España;
- la cancelación de la deuda relativa a los acuerdos con Italia.

### **GESTIÓN ACTIVA DE LA TESORERÍA**

## **1- Operaciones realizadas en 2015**

En un contexto de reducción de las disponibilidades de la cuenta corriente del Tesoro (CCT) y de la mejora de la necesidad de liquidez de los bancos, la Dirección del Tesoro logró reducir el nivel del saldo de la CCT de casi 4,9 mil millones de DH en promedio diario en 2015 situándose en 3 mil millones de DH en promedio diario frente a 7,9 mil millones de DH excluidas la operaciones de tesorería y ello, gracias al recurso diario a las operaciones de inversión en el mercado monetario.

De hecho, la DTFE llevó a cabo 359 operaciones de gestión activa de la tesorería de las cuales 354 operaciones de inversión de los excedentes de la CCT y 5 operaciones de empréstitos en blanco.

El volumen total reservado alcanzó 691,5 mil millones de DH frente a 1173 mil millones de DH en 2014, mientras que las TMP de las operaciones de inversión realizadas por las operaciones de inversión (acuerdo de recompra de BDT y depósitos blancos), registraron una disminución de casi 47,6 PB, alcanzando el 2,42% en 2015 frente a 2,90% en 2014.

## **2- Ingresos percibidos de la gestión activa de la tesorería**

La gestión activa de la tesorería obtuvo, durante el año 2015, un ingreso neto de impuestos de 139,1 mil millones de DH de los cuales 98 millones de DH (70% de los ingresos totales) del importe de las operaciones de inversión y 41,1 millones de DH de la remuneración del saldo de la CCT.