



## - INFORME DE LA DEUDA DE 2016 -

El informe de la deuda, que se elabora cada año por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores, describe el financiamiento del Tesoro tanto en el mercado nacional así como entre los proveedores de fondos extranjeros, analiza la evolución de la cartera de la deuda en términos de saldos y de servicio de la deuda así como en términos de estructura por instrumento, por tipo de tasa de interés y por divisas y evalúa los indicadores de costo y riesgo seguidos en materia de gestión de la deuda. Este documento realiza igualmente un balance de la gestión activa de las deudas interna y externa, además de la gestión activa de la tesorería pública llevada a cabo por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores.

### FINANCIACIÓN DEL TESORO

En 2016, las movilizaciones brutas del Tesoro ascendieron a 121,8 MMDH divididos entre 111,4 MMDH de aumentos en el mercado nacional (77,7%) y 10,4 MMDH de origen exterior.

#### 1. Financiamiento interno

En un contexto marcado por una continuidad de la mejora de las condiciones de financiamiento en el mercado de subastas, el Tesoro llevó a cabo, durante el año 2016, una política de financiamiento que se articula en torno a los siguientes puntos:

- Asegurar una presencia regular en el conjunto de los vencimientos teniendo en cuenta las condiciones del mercado. Esto se tradujo durante el primer semestre en préstamos principalmente concentrados en vencimientos medianos y largos con bajas de las tasas y durante el segundo semestre por un retorno más pronunciado en los vencimientos cortos a raíz de

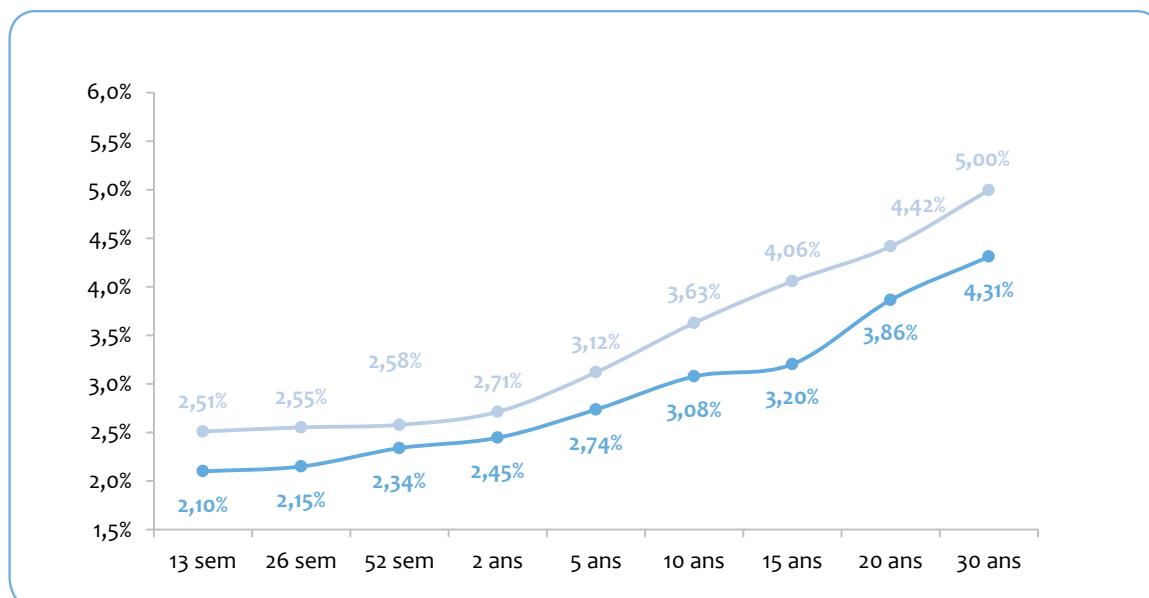
la tendencia alcista registrada a nivel de las tasas solicitadas por los inversores.

- Velar por que los indicadores de riesgo de la deuda interna permanezcan próximos a los niveles propuestos y validados a nivel del plan de financiamiento anual.
- Recurrir con más frecuencia a las operaciones de intercambio de BDT para mitigar el riesgo de refinanciamiento a través del alisamiento de los vencimientos mensuales de la deuda del Tesoro de 2016 y 2017 que experimentan importantes picos de reembolso.
- Realizar a diario operaciones de colocación de superávits de CCT con el fin de optimizar las disponibilidades del saldo de la cuenta corriente y, al mismo tiempo, permitir al Tesoro respetar su estrategia de emisión.

Por lo tanto, y al término del año 2016, el volumen global de emisiones del Tesoro en el mercado de adjudicaciones fue de 111,4 mil millones de DH frente a 148,5 mil millones de DH un año antes. Este volumen se distribuye de manera relativamente equivalente entre los vencimientos de 5 años y más y aquellos con 2 años y menos, con cuotas respectivas de 53% y 47%, o sea casi la misma distribución en 2015.

En términos de las tasas retenidas por el Tesoro, éstas han registrado un descenso con un promedio de 48,3 pb frente a 17,7 pb en 2015. Por segmento de vencimiento, el largo plazo ha registrado una disminución de 66,1% pb, seguido por el corto plazo (-35,1 pb) y el mediano plazo (-32,5 pb).

### **Evolución anual de las tasas de rendimiento del BDT - Últimas TMP seleccionadas -**



## **2. Financiamiento externo**

Durante el año 2016, las emisiones de préstamos externos fueron marcadas por la ausencia de emisiones del Tesoro en el MFI y se establecieron en 10,4 mil millones de DH registrando un aumento de 20% respecto a 2015.

Con una cuota del 88% del total, las extracciones efectuadas entre los acreedores multilaterales ascendieron a 9,2 mil millones de DH frente a 8,3 mil millones en 2015 (o sea un aumento del 10%), mientras que las movilizadas entre los bilaterales se establecieron en 1,2 mil millones frente a 0,4 mil millones en 2015.

Los recursos, así movilizadas entre multilaterales, se destinaron principalmente al apoyo de programas de reformas por valor de 8,4 mil millones de DH (91%) y 800 millones de DH (9%) para los proyectos incluidos en el Presupuesto del Estado.

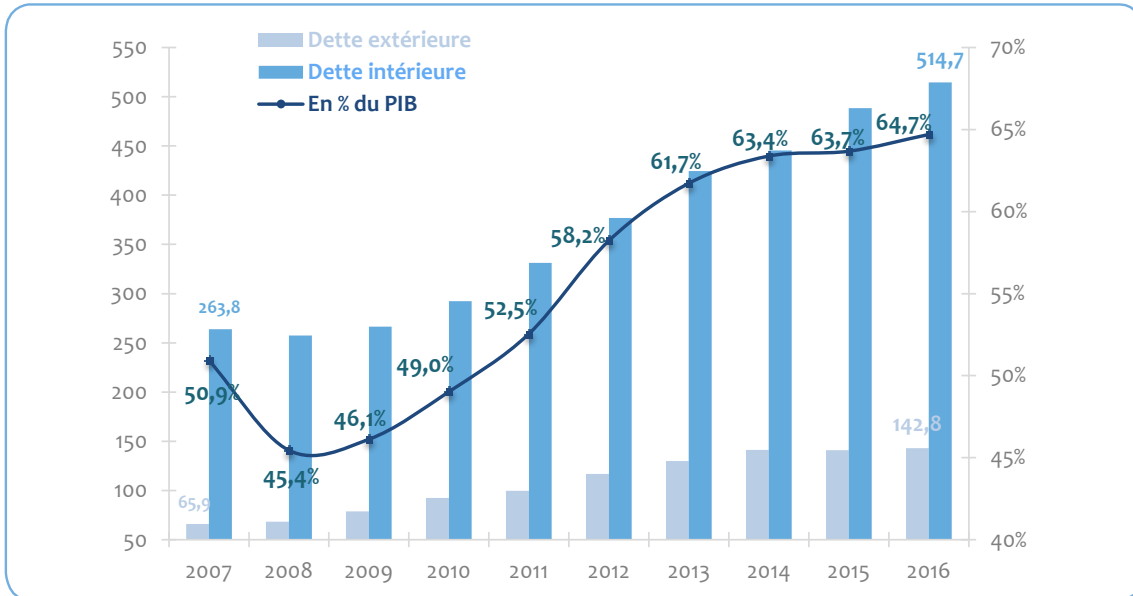
## **EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL TESORO**

### **1. Volumen**

A fines del año 2016, el volumen de la deuda del Tesoro, correspondiente a las deudas internas y externas directas del Estado, fue de 657,5 mil millones de DH, un aumento de hasta 28,3 mil millones de DH respecto al fin de 2015 (629,2 mil millones de DH). A pesar de este aumento, el ritmo de progresión disminuyó de manera considerable pasando de un promedio anual de 10,6% entre 2010 y 2015 a 4,5% entre 2015 y 2016, o sea el nivel más bajo registrado desde 2009.

Relacionado con el PIB, el volumen de la deuda del Tesoro se situó en el 64,7% a fines de 2016 frente al 63,7% a fines de 2015. Este ritmo de progresión de la tasa de endeudamiento del Tesoro se caracterizó por un control progresivo, en la medida que se redujo de una variación media anual de 3,6 puntos del PIB entre 2011 y 2014 a 1 punto del PIB entre 2015 y 2016 y esto, gracias a la política gubernamental que concede una importancia crucial a la restauración de los equilibrios macroeconómicos para mantener la deuda en un camino sostenible.

## Evolución del volumen de la deuda del Tesoro



### 2. Estructura por instrumento

La deuda del Tesoro está compuesta esencialmente de la deuda negociable con una cuota de alrededor del 82,1%, de la cual el 74,5% para la BDT se emitió en el mercado de las adjudicaciones y el 7,5% para los saldos de los Eurobonos emitidos en el MFI. La deuda no negociable representa el 17,9% de la cartera de deuda del Tesoro y consiste principalmente en deuda externa contraída con acreedores oficiales.

### 3. Estructura por tasa de interés

A finales de 2016, el volumen de la deuda del Tesoro a tasa fija representa casi el 90,9% del volumen global, una reducción de 0,5 puntos en comparación con 2015. La preponderancia de la proporción de la deuda con la tasa fija se explica por el hecho de que la deuda interna, que representa la parte dominante en el volumen de la deuda del Tesoro, es exclusivamente a tasa fija. En cuanto a la deuda externa, su estructura por tipo de tasa de interés muestra que el 58,0% del volumen de la deuda tiene tasas de interés fijas. El resto (42,0%) se contrae a tasas variables.

#### **4. Estructura por divisas**

La cartera de deuda del Tesoro está dominada por la deuda denominada en dírham, cuya participación se estableció en 2016 en 77,7%. Esta participación, que está representada por la deuda contraída en el mercado interno, conoció un aumento de 0,5 puntos en comparación con 2015.

En lo que se refiere a la composición por divisas de la deuda externa del Tesoro y debido al cambio en las ponderaciones de la cesta de cotización del Dírham ocurrido el 13 de abril de 2015 con un fortalecimiento de la participación del dólar US, cuya ponderación pasó del 20% al 40%, la participación de la deuda denominada en euro en la cartera de deuda externa del Tesoro bajó para establecerse en 71,0% a fines de 2016 contra 75,9% en 2015, mientras que la del dólar US y divisas relacionadas aumentó para establecerse en 22,8% a fines de 2016 contra 17,7% un año antes. En cuanto a las demás divisas (Yen japonés, dinar kuwaití y otros), su participación ascendió al 6,2% frente al 6,4% en 2015.

#### **5. Servicio de la deuda del Tesoro**

Los cargos de la deuda del Tesoro en amortizaciones, intereses y comisiones, liquidados durante el año 2016, ascendieron a 129 mil millones de DH, es decir, una disminución de 14 mil millones de DH o 10% en comparación con 2015 (143 mil millones de DH). Esta disminución es el resultado del efecto combinado de la disminución de los gastos en capital de 13,7 mil millones de DH y los cargos por intereses de 0,3 mil millones de DH.

Por tipo de deuda, las cargas de la deuda interna disminuyeron de casi 13 mil millones de DH a 117,6 mil millones de DH contra 130,6 mil millones de DH a fines de 2015. En cuanto a las de la deuda externa, disminuyeron de 1 mil millones de DH para alcanzar 11,4 mil millones de DH en 2016 contra 12,4 mil millones de DH en 2015.

#### **6. Indicadores del costo**

##### ***6.1. Costo promedio de la deuda del Tesoro***

El costo promedio de la deuda del Tesoro se situó en 4,0% en 2016, una baja de casi 30 pb en comparación con su nivel registrado en 2015 (4,3%). Esta evolución se debe principalmente a la disminución del costo promedio de la deuda interna

de casi 36 pb, junto con la disminución en el costo promedio de la deuda externa de 14 pb.

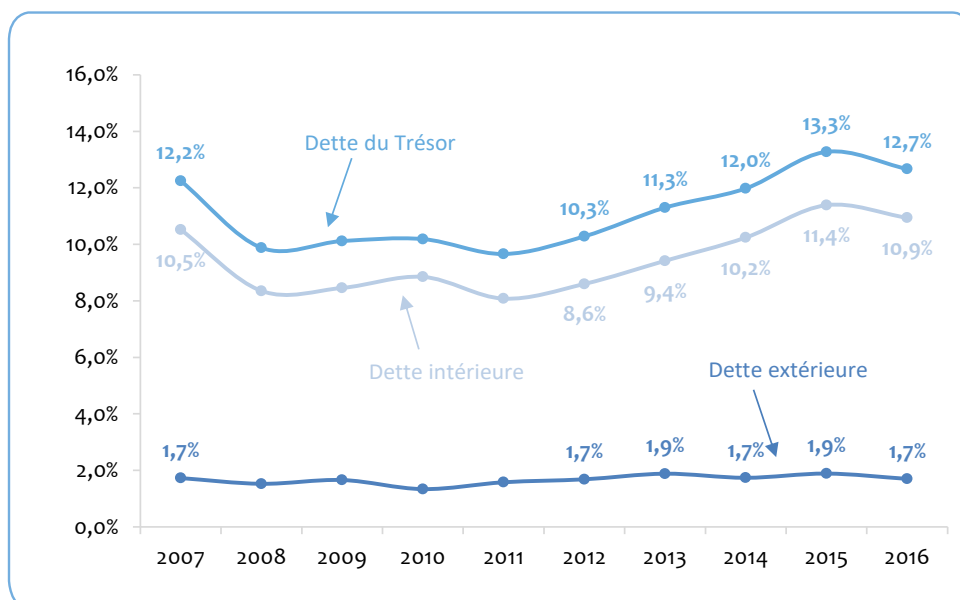
### 6.2. Tasa media ponderada de las emisiones por adjudicación

La tasa media ponderada de las emisiones de las BDT (incluidas las operaciones de gestión activa) fue del 2,82%, una disminución de 35,4 pb en comparación con la registrada a finales de 2015. Esta disminución se debe principalmente a la tendencia bajista de las tasas de las BDT registrada en 2016 en comparación con 2015 (-48,3 pb), dado que la estructura de los préstamos del Tesoro no conoció cambios significativos entre estos dos años con una cuasi-estabilidad de parte de los préstamos con vencimientos inferiores o iguales a 2 años (46% en 2015 frente a 47% en 2016).

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

Al término de 2016, el ratio de las cargas de intereses de la deuda del Tesoro en relación con los ingresos ordinarios excluyendo el IVA de las colectividades locales, se situó en el 12,7% frente al 13,3% en 2015, o sea una disminución del 0,6%. La evolución de este ratio se debe principalmente al efecto combinado del aumento de casi 4% en los ingresos ordinarios y la disminución de 1% en las cargas por intereses en 2016 en comparación con 2015.

**Evolución del ratio cargas de intereses / Ingresos ordinarios**



## 7. Indicadores de riesgo

### 7.1. Proporción a corto plazo

La proporción de la deuda a corto plazo en la cartera de la deuda del Tesoro se situó en el 13,3% frente al 13,9% en 2015. Esta disminución se debe principalmente a una disminución del stock de los instrumentos del vencimiento residual corto en la cartera de la deuda interna, que pasó de 80,1 mil millones de DH a 75,3 mil millones a fines de 2016, tras el uso de operaciones de cambio que permitieron reemplazar las BDT de corto plazo por otras de mediano y largo plazo.

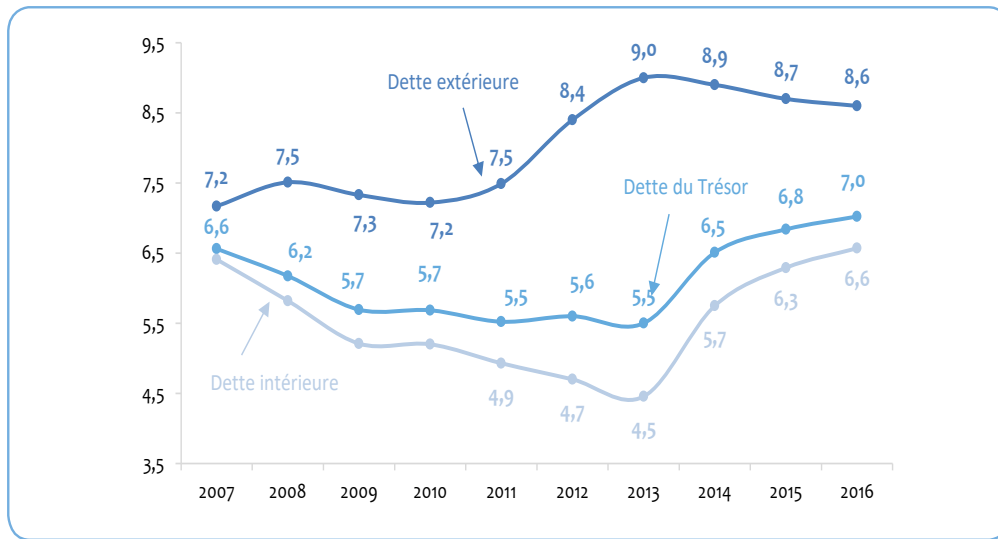
Con respecto a la deuda externa, la proporción de la amortización con vencimiento inferior a un año ascendió al 8,3% al término de 2016 frente al 5,2% en 2015. Este cambio está vinculado al reembolso esperado durante el primer semestre del año 2017 del Eurobono de 500 millones de euros emitidos en 2007.

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

La esperanza de vida media de la deuda del Tesoro aumentó en 2 meses y 12 días en comparación con el final de 2015 para situarse en 7 años. Este cambio es atribuible principalmente al aumento de la esperanza de vida media de la deuda interna, que se estableció en 6 años y 7 meses, con un aumento de 4 meses respecto a finales de 2015.

Con respecto a la esperanza de vida media de la deuda externa y la naturaleza de los préstamos contraídos por donantes de fondos bilaterales y multilaterales que presentan todos escalonamientos de reembolso amortizables (reembolsos distribuidos a lo largo de la duración de los préstamos), ésta ha cambiado poco estableciéndose en 8 años y 8 meses a finales de 2016, o sea casi el mismo nivel que en 2015.

### **Evolución de la esperanza de vida media - en años -**



### 7.3. Proporción de la deuda a tasa variable

A fines de 2016, la proporción de la tasa variable en la cartera de la deuda externa del Tesoro era del 42,0% frente al 38,3% a fines de 2015 y el 35,1% a fines de 2014. Este aumento en la participación de las tasas variables y que permitieron ahorrar en términos de intereses pagados, están motivadas, por una parte, por el nivel históricamente bajo de las tasas de interés variables, particularmente el Euribor, que se volvió negativo desde el 6 de noviembre 2015 y, por otro lado, las expectativas del mercado que no presagian un aumento inminente de las tasas de interés, particularmente en la zona euro dadas las perspectivas económicas en la zona del euro.

## EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

### 1. Volumen

El volumen de la deuda externa pública, que consiste en el volumen (i) de la deuda externa del Tesoro, (ii) de la deuda externa garantizada o no garantizada de los Establecimientos y Empresas Públicas (EEP) y (iii) de la deuda externa de las colectividades territoriales (CT), ascendió, a fines de 2016, a 312,5 mil millones de dirhams registrando así un aumento de 11,5 mil millones de DH o 3,8% en comparación con 2015.

Esta evolución del volumen de la deuda externa pública se debe principalmente al aumento del volumen de la deuda externa de los EEP del 6,0% para establecerse, a finales de 2016, en 168,8 mil millones de DH frente a 159,2 mil millones de DH el año pasado (+9,6 mil millones DH).



Relacionado con el PIB, esta deuda representa 30,8% frente a 30,5% a fines de 2015, o sea un ligero aumento de 0,3 punto del PIB.

## **2. Estructura por acreedores**

La estructura, por acreedores, de la deuda externa pública sigue caracterizándose por el predominio de los préstamos con respecto a los acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales), que vieron su volumen progresar de 12,1 mil millones de DH durante este año. En lo que se refiere a los acreedores privados, el volumen de sus préstamos disminuyó en 0,6 mil millones de DH como resultado del efecto combinado de la ausencia, en 2016, de emisiones del sector público en el mercado financiero internacional y flujos netos negativos registrados para la cartera de deudas hacia los bancos comerciales.

## **3. Estructura por prestatarios**

La deuda externa de los EEP representa más del 54% del total de la deuda externa pública. Como resultado, y por segundo año consecutivo, los EEP se convirtieron en el mayor grupo de prestatarios del sector público con un volumen de 169,7 mil millones de DH.

En cuanto a la distribución de la deuda externa de los EEP por prestatario, más del 75% del volumen de esta deuda es poseído por cinco prestatarios, a saber: ONEE (25%), OCP (24%), ADM (13%), ONCF (10%) y MASEN (9%).

## **4. Estructura por tasa de interés**

La composición de la deuda externa pública por tipos de tasa de interés muestra una preponderancia de la proporción de la deuda externa con tasas de interés fijas a alturas del 74% frente al 26% de la deuda a tasa de interés flotante.

## **5. Emisiones de préstamos externos**

Los recursos de préstamos externos movilizados por el sector público durante el año 2016 se centraron en un importe global de 31,9 mil millones de DH, una baja de 15% en comparación con su nivel de 2015.

Las emisiones movilizadas por el Tesoro en 2016 totalizaron un importe de 10,4 mil millones de DH mientras que las movilizadas por los EEP ascendieron a casi 21,5 mil millones de DH.

Las emisiones del sector público fueron movilizadas exclusivamente entre los acreedores oficiales en la cantidad de 12,5 mil millones de DH para los bilaterales y 19,3 mil millones de DH para las instituciones internacionales, un aumento de +3,8 mil millones de DH y +1,6 mil millones de DH, respectivamente.

## **6. Servicio de la deuda externa pública**

El servicio de la deuda externa pública ascendió a 29,1 mil millones de DH contra 24,7 mil millones de DH en 2015, registrando así un aumento de 4,4 mil millones de DH. Esta evolución se debe principalmente al efecto combinado de pagos anticipados realizados por ADM y Holding Al Omrane (HAO) con respecto al FADES por un importe de 3,2 mil millones de DH, el comienzo de los reembolsos de ciertos préstamos externos de los EEP y pagos de intereses para el Eurobono emitidos en 2015 por OCP.

Relacionado con los ingresos corrientes de la balanza de pagos, el servicio de la deuda externa pública representa, en 2016, 6,8% frente a 6,0% en 2015 y 7,1% en 2006.

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

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

Durante el año 2016, la Dirección del Tesoro estableció 7 operaciones de cambio de BDT por un importe total recomprado de DH 25,1 mil millones de DH.

En términos del impacto de las operaciones de gestión activa de la deuda interna realizadas en 2016 sobre los indicadores de costo y riesgo, estas operaciones generaron:

- una reducción neta de los gastos por intereses de la deuda interna pagados en 2016 de casi 90,9 millones de DH. Esta disminución se debe al efecto combinado de la baja de las cargas por intereses que se pagarán en 2016 de casi 194,3 millones de DH tras la readquisición de las caídas del mismo año y

de un aumento de dichas cargas por cerca de 103,4 millones de DH después de la readquisición de las caídas de 2017.

- una reducción del riesgo de refinanciamiento vinculado a la deuda del Tesoro mediante la reducción de las caídas de los meses implicados en las operaciones de cambio de la BDT en un promedio de alrededor de 2,6 mil millones de DH por mes.
- una extensión de la esperanza de vida media de la deuda interna en casi 4 meses en comparación con su nivel de final de 2015 para establecerse en 6 años y 7 meses. Excluyendo el impacto de dichas operaciones en la DVM, ésta habría sido de 6 años y 3,4 meses, que es prácticamente el mismo nivel registrado a finales de 2015.

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

En el marco del seguimiento de las operaciones de gestión activa de la deuda externa destinadas a reducir el costo de endeudamiento y mitigar los riesgos financieros asociados con la cartera de la deuda externa del Tesoro, un importe de alrededor de 17,5 millones de DH se procesó durante el año 2016, con lo que el importe total procesado a través de estas operaciones llega a casi 73 mil millones de DH.

Las principales actividades del año 2016 se refirieron a los siguientes puntos:

- el cierre del programa de conversión de la deuda de inversión privada con España;
- la continuación de la realización de los proyectos financiados mediante los Acuerdos de conversión de deuda en curso concertados con Italia y España;
- la cancelación de una parte de la deuda con respecto a Italia.

## **GESTION ACTIVA DE LA TESORERIA**

### **1. Operaciones realizadas en 2016**

En un contexto de mejora tanto de las disponibilidades de la cuenta corriente del Tesoro (CCT) como de la necesidad de liquidez de los bancos, la Dirección del Tesoro pudo reducir el nivel del saldo de CCT en un promedio de 5,7 mil millones de DH por día en 2016 estableciéndose en a 3,3 mil millones de DH como promedio diario contra 9 mil millones de DH excluyendo las operaciones de

tesorería y esto, gracias al uso diario de las operaciones de inversión en el mercado monetario.

De hecho, la DTFE realizó 305 operaciones de inversión incluyendo 289 operaciones de inversión con acuerdos de recompra (95%) y 16 operaciones de depósitos en blanco (5%).s

El volumen global colocado alcanzó 695,1 mil millones de DH frente a 691,5 mil millones de DH en 2015, mientras que las TMP de las operaciones de inversión realizadas en el marco de las operaciones de inversión (acuerdos de recompra de BDT y depósitos en blanco), registraron una disminución de casi 24 pb, estableciéndose en 2,18% en 2016 frente a 2,42% en 2015.

## **2. Ingresos recaudados en la gestión activa de la tesorería**

La gestión activa de la tesorería generó, durante el año 2016, un producto neto de impuesto de 135,3 millones de DH, deducidos de la carga de la deuda del Tesoro, de los cuales 98,2 millones de DH (73% de ingresos totales) con respecto al producto de las operaciones de inversión y 37,1 millones de DH en remuneración del saldo del CCT.