

- INFORME DE LA DEUDA DE 2018 -

El informe de la deuda, elaborado anualmente por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores, analiza la situación del endeudamiento interno y externo al final de cada año. Para ello, describe el recurso del Tesoro a la financiación en el mercado doméstico y entre los proveedores de fondos extranjeros y las condiciones bajo las cuales se ha operado este recurso, analiza la evolución de la estructura de la cartera de la deuda por instrumento, por tipo de tasa de interés y por divisas, da la situación del servicio de la deuda y evalúa los indicadores de costo y riesgo relacionados con esta cartera. Este documento establece el estado de la deuda externa pública y presenta los balances de la gestión activa de las deudas interna y externa y la de la tesorería pública llevada a cabo por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores.

FINANCIACION DEL TESORO

En 2018, las movilizaciones brutas del Tesoro ascendieron a 121,3 mil millones de DH distribuidas entre 115,1 mil millones de DH de recaudaciones en el mercado doméstico (95 %) y 6,2 mil millones de DH de origen externo.

1. Financiación interna

En un contexto marcado por el aumento de las necesidades de liquidez de los bancos y la disminución de la demanda en el mercado de las subastas, la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores (DTFE) ha seguido, en 2018, una política de financiación que gira en torno a los siguientes puntos:

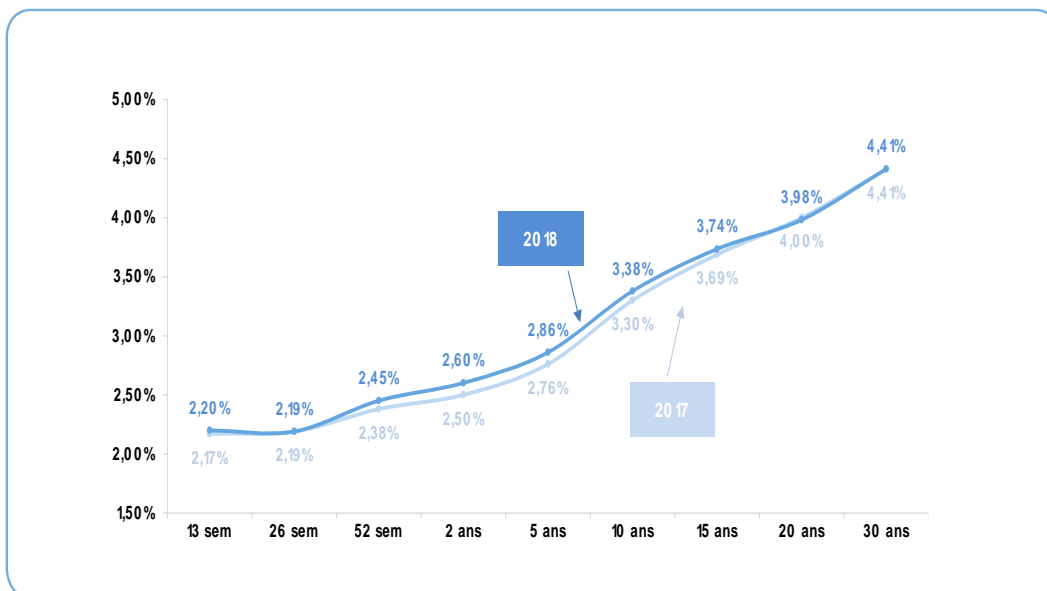
- asegurar una presencia regular en todos los segmentos de vencimientos, a corto, mediano y largo plazo, teniendo en cuenta los cambios de las condiciones del mercado;
- mantener el recurso a la gestión activa de la deuda interna mediante el uso de operaciones de intercambio de BDT con el objetivo de reducir el riesgo de refinanciación al suavizar la caída mensual de la deuda del Tesoro de 2018 y 2019, que experimentan picos de reembolso significativos ; y
- perseguir una gestión dinámica de la Tesorería Pública mediante el uso diario de las operaciones de inversión de excedentes de la CCT para optimizar la disponibilidad del saldo de la cuenta corriente y al mismo tiempo permitir que la DTFE respete su estrategia de emisión.

A finales del año 2018, las emisiones del Tesoro en el mercado de subastas ascendieron a 115,1 mil millones de DH frente a 110,7 mil millones de DH en 2017. Este volumen se distribuye hasta 94,7 mil millones de DH (82,3% de recolecciones) para las subastas y 20,3 mil millones de DH (17,7%) para las emisiones en el marco de las operaciones de intercambio de BDT.

Por estructura de recolecciones, los vencimientos a 5 años y más representaron el 47% del volumen total obtenido, frente al 53% en 2017.

En términos de tasas retenidas, éstas experimentaron un aumento promedio de 5,2 pb frente a 12,9 pb en 2017. Este aumento fue de 5,5 pb en promedio para los vencimientos mayores o iguales a 5 años y de 4,9 pb en promedio para los vencimientos inferiores o iguales a 2 años.

Evolución anual de las tasas de rendimiento de los BDT - Últimas TMP retenidas -



2. Financiación externa

Para el año 2018, las emisiones de préstamos externos se establecieron en 6,2 mil millones de DH frente a 16,8 mil millones de DH en 2017.

La participación movilizada de los acreedores multilaterales alcanzó el 94% o sea 5,8 mil millones de DH, registrando una disminución de 5,2 mil millones de DH en comparación con 2017. Estas emisiones se movilizaron principalmente ante el

FMA (2,8 mil millones de DH), el BAD (1,5 mil millones de DH) y el BIRD (1,4 mil millones de DH).

Las emisiones movilizadas entre los socios bilaterales se establecieron en 0,4 mil millones de DH frente a 5,8 mil millones de DH en 2017. Las emisiones con Francia ascendieron a 0,3 mil millones de DH.

Emisión inaugural de los certificados de Sukuk

Marruecos ha realizado, el 5 de octubre de 2018, su primera emisión de certificados de Sukuk soberanos de tipo Ijara. Esta emisión es parte de los esfuerzos realizados por el Ministerio de Economía y Finanzas para apoyar el desarrollo de la financiación participativa en Marruecos.

El importe movilizado, en el marco de esta emisión inaugural, es de 1 mil millones de DH con una duración de 5 años con un rendimiento de 2,66% y el calendario de reembolso amortizable. Esta primera emisión experimentó un gran éxito con una demanda de casi 3,6 mil millones de DH servida a altura de 28%, o sea una tasa de sobresuscripción de 3,6 veces.

La estructuración elegida para esta emisión inaugural se basa en la constitución de un derecho de usufructo sobre los activos inmobiliarios que pertenecen al Estado en beneficio del Fondo de Inversión Colectivo de Titulización creado para este propósito. Este fondo procedió simultánea, el 15 de octubre 2018, fecha de liquidación y entrega de esta emisión, a la emisión de certificados de Sukuk y al alquiler de los activos subyacentes a lo largo de un período de 5 años , cuyos alquileres anuales generados serán distribuidos a los titulares de certificados de Sukuk . Esta emisión se benefició, y esto es una novedad, de la garantía del Estado de modo que, en términos de normas prudenciales, los certificados de Sukuk se tratan en el mismo rango que los valores emitidos o garantizados por el Estado.

Características de la emisión inaugural de los certificados de Sukuk soberanos

Denominación	Sukuk soberanos Ijara 2,66%
Institución iniciadora	Estado marroquí
Institución gestora	Maghreb Titulización
Nombre del Fondo de Titulización	FT Imperium Sukuk CI

Importe nominal global	1 000 000 000 MAD
Importe nominal unitario	100 000 MAD
Rendimiento	2,66%
Vencimiento	5 años
Reembolso	Amortizable en 5 años
Fecha de suscripción	05 de octubre de 2018
Fecha de liquidación y entrega	15 de octubre de 2018
Tasa de sobresuscripción	3,6 veces

EVOLUCION DE LA DEUDA DEL TESORO

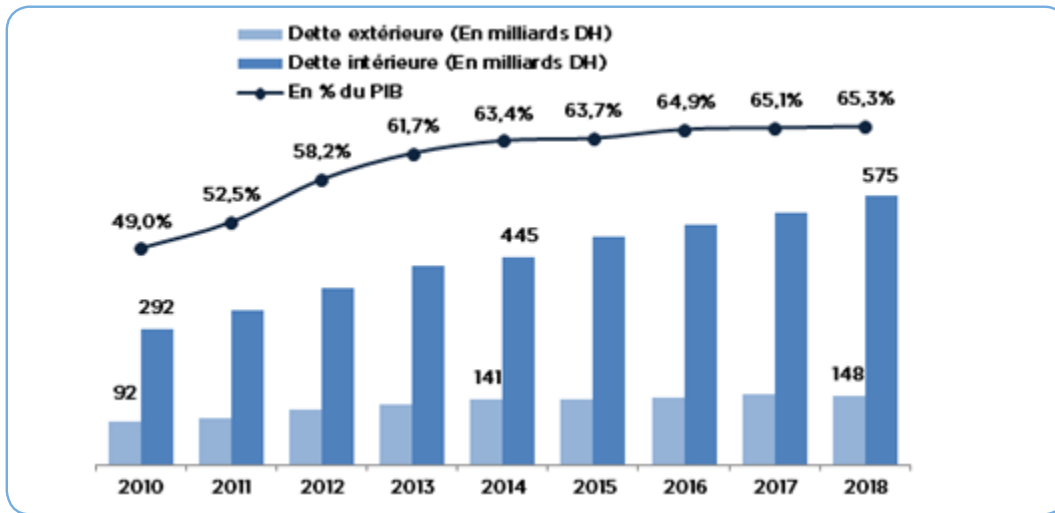
1. Volumen

Al final del año 2018, el volumen de la deuda del Tesoro se estableció en 722,6 mil millones de DH, un aumento de 30,3 mil millones de DH o 4,4% en comparación con el final de 2017 (692,3 mil millones de DH). A pesar de este aumento, la tasa de aumento del endeudamiento se inscribió en una tendencia descendente con una caída de más de la mitad entre 2017 y 2018 en comparación con un aumento promedio anual de 9,1% entre 2010 y 2017.

En relación con el PIB, el volumen de la deuda del Tesoro se estableció en 65,3% a fines de 2018 frente al 65,1% a fines de 2017. Este índice alcanzó el 51,9% para la deuda interna y 13,4% para la deuda externa frente al 50,7% y 14,4% respectivamente a fines de 2017.

Cabe señalar que la desaceleración en la tasa de aumento en el índice de endeudamiento del Tesoro se confirmó por tercer año consecutivo. Este control progresivo sobre la evolución del índice de endeudamiento, que se redujo de un cambio anual promedio de 2,4 puntos del PIB entre 2010 y 2017 a un ligero aumento de 0,2 puntos del PIB entre 2017 y 2018, se explica principalmente por la implementación de varias reformas por parte del gobierno desde 2013 (Caja de compensación, ley orgánica de finanzas, jubilación, reforma fiscal,...) y que se han traducido por una mejora de los indicadores macroeconómicos, así como las condiciones de financiación del Tesoro.

Evolución del volumen de la deuda del Tesoro



2. Estructura por instrumento

La deuda del Tesoro se compone principalmente de deudas negociables que representan una participación de casi el 82%, incluido el 76% para los BDT emitidos en el mercado de subastas y el 6% para las emisiones obligatorias lanzadas en el MFI. La deuda no negociable, que representa el 18% de la cartera de la deuda del Tesoro, consiste esencialmente de la deuda externa contraída con acreedores oficiales bilaterales y multilaterales.

3. Estructura por tasa de interés

A finales de 2018, la proporción del volumen de la deuda del Tesoro a tasa fija era de casi el 92% del volumen total, un aumento de 1 punto en comparación con el final de 2017. La parte dominante de la deuda con una tasa fija se debe principalmente al hecho de que la deuda interna, que representa el 79,5% del volumen de la deuda del Tesoro, es exclusivamente a tasa fija.

En lo que se refiere a la deuda externa, su estructura por tipo de tasa de interés muestra un aumento en la parte de la deuda acompañada de tasas de interés fijas cuya parte, en el volumen de esta deuda, ha pasado a 63% a fines de 2018 contra 59% a fines de 2017. A cambio, la parte de la deuda externa contraída a tasas variables cayó a 37% a fines de 2018 contra 41% a fines de 2017 y ello, tras las

operaciones de swaps de tasas realizadas en la cartera de préstamos con respecto al BIRD.

4. Estructura por divisas

A finales de 2018, la estructura por divisas de la cartera de la deuda del Tesoro mostró un predominio de la deuda denominada en dirham, que se estableció en casi el 79% frente a casi el 78% en 2017.

Con respecto a la composición por divisas de la deuda externa del Tesoro y a raíz del cambio de las ponderaciones de la cesta de cotización del dirham en abril de 2015, que resultó en el fortalecimiento de la participación del dólar estadounidense, cuya ponderación aumentó del 20% al 40%, la proporción de la deuda contraída en dólar estadounidense y divisas relacionadas aumentó para establecerse en 29,0% a fines de 2018 contra 28,4% en 2017 y 14,5% en 2014, mientras que en euro disminuyó para establecerse en 63,2% a fines de 2018 contra 65,6% en 2017 y 78,8% en 2014.

5. Servicio de la deuda del Tesoro

Las cargas de la deuda del Tesoro en amortizaciones, intereses y comisiones, pagados durante el año 2018, siguieron disminuyendo por tercer año consecutivo hasta llegar a 124,7 mil millones de DH contra 127,9 mil millones de DH en 2017, es decir, una disminución de 3,1 mil millones de DH o 2%. Esta disminución resulta del efecto combinado del descenso de las cargas principales de 3,2 mil millones de DH y el aumento limitado en las cargas por intereses de 0,1 mil millones de DH.

Por tipo de deuda, las cargas de la deuda interna aumentaron en casi 2,1 mil millones de DH para establecerse en 112,9 mil millones de DH frente a 110,8 mil millones de DH a fines de 2017. En cuanto a las de la deuda externa, registraron una disminución de 5,2 mil millones de DH para retroceder a 11,8 mil millones de DH en 2017 contra 17,0 mil millones en 2017.

6. Indicadores de costo

6.1. Costo promedio de la deuda del Tesoro

El costo promedio de la deuda del Tesoro se ubicó en 3,9% en 2018 frente a 4,1% en 2017. Esta evolución se explica por la disminución del costo promedio de la deuda interna y externa en 0,2% respectivamente.

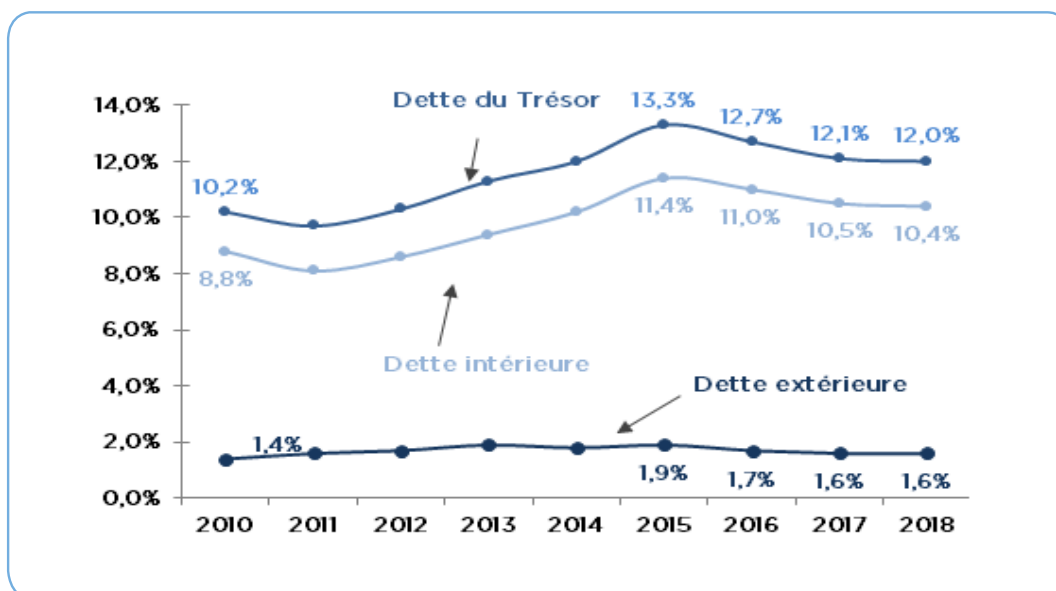
6.2. Tasa media ponderada de las emisiones por adjudicación

La tasa media ponderada de las emisiones de los BDT (incluidas las operaciones de gestión activa) registró una disminución de casi 2,9 pb entre 2018 y 2017, situándose en 2,77% a fines de 2018 frente a 2,80% en finales de 2017. Esta disminución se explica principalmente por los efectos combinados de dos factores en este caso, el nivel de las tasas utilizadas que se mantuvo apreciablemente cercano al del año anterior y la estructura de movilizaciones en 2018 que registró una disminución de la participación de vencimientos de 5 años y más de 47% frente a 53% en 2017.

6.3. Cargas por intereses de la deuda del Tesoro con respecto a los ingresos ordinarios

A fines de 2018, el ratio de las cargas por intereses de la deuda del Tesoro con respecto a los ingresos ordinarios, excluyendo el IVA de las colectividades locales, se situó en 12,0% frente a 12,1% en 2017, o sea una disminución de 0,1 punto. Esta disminución se explica principalmente por el aumento limitado de 0,5% en las cargas por intereses pagadas en 2018 en comparación con la de los ingresos ordinarios que fue de alrededor del 2%.

Evolución del ratio Cargas por intereses/Ingresos ordinarios



7. Indicadores de riesgo

7.1. Participación a corto plazo

La participación de la deuda a corto plazo (CT) en la cartera de deuda del Tesoro disminuyó en 1% pasando a 11,4% en 2018 frente a 12,4% en 2017, debido principalmente a la disminución de 1,4% de la participación de la deuda interna con CT, que se estableció en 12,9% a finales de diciembre de 2018 frente al 14,4% a finales de 2017.

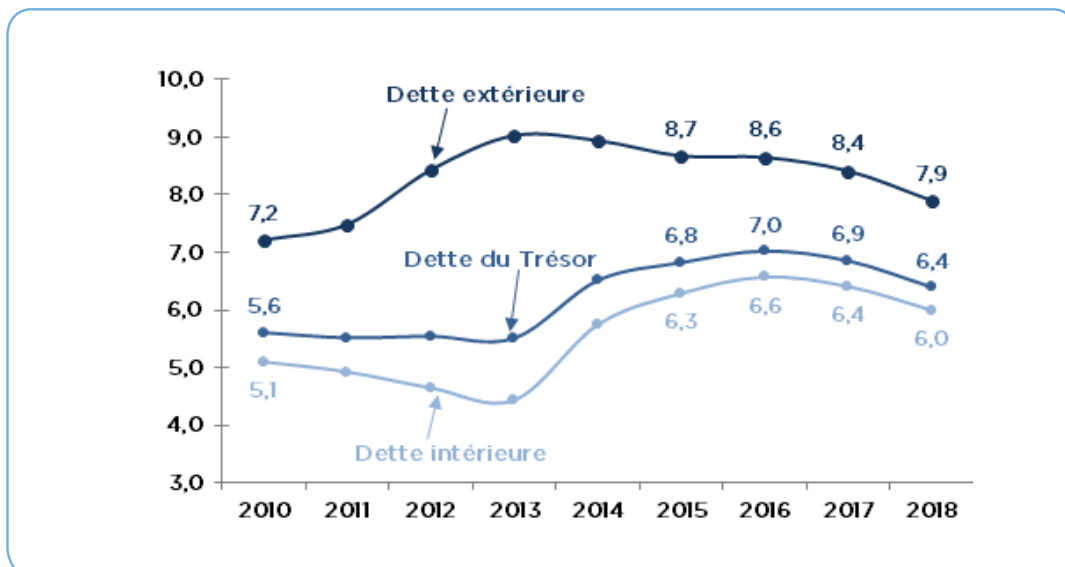
Con respecto a la deuda externa, la parte de la amortización con vencimiento en menos de un año se mantuvo casi estable y ascendió a 5,5% a fines de 2018 frente a 5,6% en 2017.

7.2. Vida media de la deuda del Tesoro

La vida media de la deuda del Tesoro disminuyó en 5 meses en comparación con el final de 2017 para situarse en 6 años y 5 meses a fines de 2018 y ello, debido principalmente a la disminución en la vida media de la deuda interna que se estableció en 6 años a finales de 2018 contra 6 años y 5 meses a finales de 2017. Esta disminución de la vida media de la deuda interna es atribuible, principalmente, a la concentración de las recaudaciones del Tesoro en vencimientos inferiores o iguales a 2 años (53% de recaudaciones totales), fue voluntaria en vista de los márgenes de maniobra existentes y tenía como objetivo la reducción del costo de financiación del Tesoro.

En cuanto a la vida media de la deuda externa, disminuyó en 7 meses para establecerse en 7 años y 10 meses a fines de 2018 frente a 8 años y 5 meses a fines de 2017.

Evolución de la vida media - en años -



7. 3. Participación de la deuda a tasa variable

A fines de 2018, la participación de la tasa variable en la cartera de la deuda externa del Tesoro se estableció en 37% frente a 41% a fines de 2017. Esta evolución se explica por el recurso a las operaciones de conversión con el Banco Mundial que permitieron convertir tasas de interés prestamistas flotantes en tasas de interés fijas por un importe total de préstamos de casi 5 mil millones de DH y esto, para cubrirse contra los eventuales aumentos de las tasas Libor sobre las duraciones restantes de dichos préstamos.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

1. Volumen

El año 2018 estuvo marcado por la disminución, y por primera vez desde 2004, en el volumen de la deuda externa pública de 6,0 mil millones de DH o 2% en comparación con 2017 estableciéndose, a fines de 2018, en 326,6 mil millones de DH.

Como recordatorio, el volumen de la deuda pública externa se compone del volumen de la deuda externa del Tesoro, los Establecimientos y Empresas Públicas (EEP), las Colectividades Locales (CT), los préstamos externos garantizados por el Estado del Sector Bancario Público y las Instituciones de Utilidad Pública.

Esta evolución del volumen de la deuda externa pública se explica, principalmente, por la disminución del volumen de la deuda externa del Tesoro de 3,4% y el de la deuda externa de los EEP de un 1%.

El volumen de la deuda externa del Tesoro registró una disminución de 5,2 mil millones de DH pasando a 148 mil millones de DH a fines de 2018 contra 153,2 mil millones de DH en 2017. Por su parte, el ratio de endeudamiento externo del Tesoro estuvo marcado por una disminución de 1 punto en comparación con 2017 para alcanzar el 13,4% del PIB a fines de 2018 frente al 14,4% del PIB en 2017.

En cuanto al volumen de la deuda externa pública, excluyendo el Tesoro, alcanzó 178,7 mil millones de DH en 2018, lo que representa el 16,1% del PIB, una disminución de 0,8 puntos del PIB en comparación con 2017. Esta disminución de

la tasa del endeudamiento es la primera desde 2006 después de 11 años de aumentos consecutivos.

En total, el ratio de la deuda externa pública respecto al PIB se situó en el 29,5% frente al 31,3% en 2017, registrando así una disminución de 1,8 puntos del PIB.

2. Estructura por acreedores

Al igual que el año pasado, la estructura por acreedores de la deuda externa pública a fines de 2018 sigue compuesta principalmente por préstamos de acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales) cuya participación ascendió a 77% del volumen total. En cuanto a los acreedores privados, el volumen de sus préstamos frente a los prestatarios públicos es de alrededor del 33% del volumen total, del cual 93% para las emisiones del sector público en el mercado financiero internacional.

3. Estructura por prestatarios

A fines de 2018, la deuda externa pública, excluyendo el Tesoro, representaba casi el 55% del total de la deuda externa pública. Los EEP siguen siendo el primer grupo de prestatarios del sector público con un volumen de 176,8 mil millones de DH del que una parte del 81% de esta deuda es de cinco prestatarios, a saber ONEE (24%), OCP (21%), ONCF (14%), ADM (12%) y MASEN (11%).

4. Estructura por divisas

Tras la adopción, en abril de 2015, de nuevas ponderaciones para las monedas que componen la cesta de cotización del dirham, el proceso emprendido de mejora de la estructura en divisas de la deuda continuó en 2018, un proceso que tiene por objetivo avanzar hacia la estructura de la cartera-objetivo de la deuda externa (benchmark) e incluso mitigar la exposición al riesgo cambiario y limitar el impacto de las fluctuaciones en las distintas divisas.

Así es como la proporción de la deuda externa pública denominada en dólar estadounidense aumentó para pasar del 19% en 2014 al 30% a fines de 2018, mientras que la proporción de las deudas denominadas en euro disminuyó del 69% al 60 %. La participación del Dinar kuwaití también disminuyó para establecerse a menos del 5% en 2018 frente a cerca del 6% en 2014.

5. Estructura por tasa de interés

La composición de la deuda externa pública por tipo de tasa de interés destaca la preponderancia de la deuda con tasas de interés fijas que asciende al 75% frente al 25% para la deuda con tasas de interés flotantes. Esta última permanece esencialmente indexada en el Euribor a altura del 83%, lo que contribuye a reducir el servicio relacionado teniendo en cuenta los niveles históricamente bajos de esta tasa flotante.

6. Emisiones de préstamos externos

Los recursos de préstamos externos movilizados por el sector público durante el año 2018 se relacionaron con un importe total de 19,3 mil millones de DH contra 35,7 mil millones de DH durante el año 2017.

Las emisiones movilizadas por el Tesoro en 2018 totalizaron 6,2 mil millones de DH, mientras que las movilizadas por los EEP ascendieron a casi 13,1 mil millones de DH.

Con respecto a las emisiones de los EEP, una participación de casi el 83% (o 15,7 mil millones de DH) fue realizada por cuatro EEP como parte de la financiación de sus proyectos de inversión. Se trata especialmente de: ONEE (4,2 mil millones de DH), ONCF (3,4 mil millones de DH), MASEN (1,7 mil millones de DH) y RAM (1,6 mil millones de DH).

7. Servicio de la deuda externa pública

Las cargas de la deuda externa pública en amortización, intereses y comisiones pagados durante el año 2018 ascendieron a 28,6 mil millones de DH contra 32,1 mil millones de DH en 2017, registrando, así, una disminución de 3,5 mil millones de DH. Esta evolución se explica por los efectos combinados del aumento del servicio de la deuda a los acreedores oficiales de 2,4 mil millones de DH, por un lado, y la disminución del servicio de la deuda hacia los acreedores privados de 5,9 mil millones de DH por otro lado.

Referido a los ingresos corrientes de la balanza de pagos, el servicio de la deuda externa pública se redujo en un 1,2%, pasando del 6,8% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos en 2017 al 5,6% en 2018.

GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA DEL TESORO

1. Gestión activa de la deuda interna

El año 2018 estuvo marcado por el recurso de la Dirección del Tesoro a 10 operaciones de intercambio de BDT por un importe total recomprado de 19,8 mil millones de DH.

En términos de impacto de las operaciones de gestión activa de la deuda interna llevadas a cabo en 2018 en los indicadores de costo y riesgo, estas operaciones generaron:

- un ligero aumento en las cargas por intereses de la deuda interna pagadas en 2018 de casi 53,4 millones de DH. Este aumento se debe al efecto combinado de la disminución de las cargas por intereses pagadas en 2018 de casi 59,6 millones de DH, tras la readquisición por anticipado de la caída de ese mismo año y un aumento en dichas cargas de casi 113,0 millones de DH, tras la readquisición de la caída de 2019.
- una mitigación del riesgo de refinanciamiento vinculado a la deuda del Tesoro a través de (i) la reducción de la caída de los meses afectados por las operaciones de cambio de BDT en casi 1,9 mil millones de DH en promedio por mes en 2018 y de cerca de 3,6 mil millones de DH en promedio por mes en 2019 y (ii) la extensión de la DVM de la deuda interna en casi 2 meses.

Además de estos resultados cuantitativos, las operaciones de gestión activa de la deuda interna también tuvieron un impacto cualitativo en la gestión de la deuda al permitir que el Tesoro suavizara sus necesidades de efectivo durante todo el año y administrara mejor su política de emisión.

2. Gestión activa de la deuda externa

En el marco de las operaciones de gestión activa de la deuda externa implementadas por la Dirección del Tesoro y Finanzas Externas con miras a reducir el costo del endeudamiento y mitigar los riesgos financieros vinculados a la cartera de la deuda externa del Tesoro, se procesó un importe de alrededor de 4,5 mil millones de DH durante el año 2018, lo que eleva, así, el cúmulo de los importes procesados desde el inicio de estas operaciones iniciadas en 1996 a casi 85 mil millones de DH.

El importe procesado durante el año 2018 se relaciona con la conversión de deudas en inversiones públicas con Italia y se distribuye como sigue:

- 3,1 millones de DH destinados a proyectos relacionados con la Iniciativa Nacional para el Desarrollo Humano; y

- 1,4 millones de DH asignados al proyecto de preservación del patrimonio arqueológico nacional (Sitios de Chellah y Volubilis).

GESTIÓN ACTIVA DE LA TESORERÍA

1. Operaciones realizadas en 2018

Durante el año 2018, el recurso de la DTFE a las operaciones de gestión activa de la tesorería se hizo en un contexto caracterizado por:

- la profundización del déficit de liquidez bancaria que pasó a -62,2 mil millones de DH en promedio semanal durante el año 2018 contra -41,5 mil millones de DH durante el año 2017; y
- una ligera disminución en las disponibilidades de la CCT que alcanzaron 8,5 mil millones de DH en promedio diario contra 9,5 mil millones de DH en 2017 (excluyendo operaciones).

La DTFE realizó 321 operaciones de inversión de los superávits de saldo del CCT en 2018 de las cuales 305 operaciones de pacto de recompra inversa.

El volumen global colocado en los bancos alcanzó 811,4 mil millones de DH en 2018 contra 857,1 mil millones de DH el año pasado, o sea una disminución del 5% debido a la disminución de las disponibilidades del CCT en casi un 5%.

La TMP de las operaciones de inversión se estableció en el 2,33% en 2018 frente al 2,37% en 2017, o sea una disminución de casi 4,1 pb.

2. Ingresos percibidos para la gestión activa de la tesorería

En el año 2018, los ingresos de las operaciones de gestión activa de la tesorería alcanzaron 145,4 millones de DH (neto de impuestos) distribuidos como sigue:

- 111,3 millones de DH (77% de los ingresos totales) con respecto al producto de las operaciones de inversión; y
- 34,1 millones de DH con respecto a la remuneración del saldo de la CCT.

Desde el comienzo de las operaciones en febrero de 2010, el importe total de ingresos de la gestión activa de la tesorería se estableció en 1,4 mil millones de DH, distribuidos como sigue:

- 979,4 millones de DH (o 69% de los ingresos totales) con respecto al producto de las operaciones de inversión; y
- 430,5 millones de DH procedentes de la remuneración del saldo de la CCT.