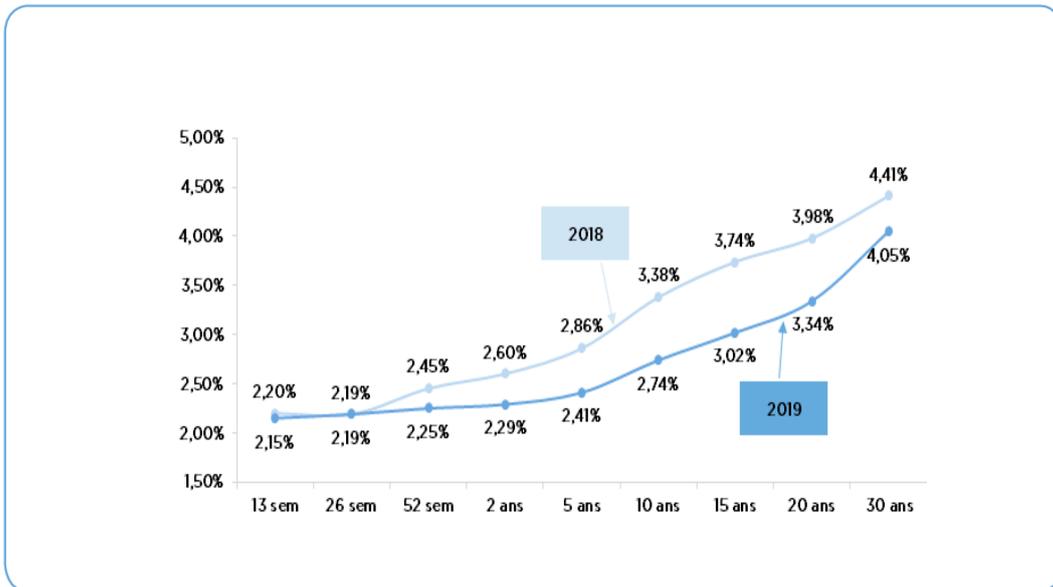


Evolución anual de las tasas de rendimiento de los BDT - Últimas TMP retenidas -



2. Financiación externa

Para el año 2019, las emisiones de préstamos exteriores registraron un salto de 19,3 mil millones DH para alcanzar 25,5 mil millones DH contra 6,2 mil millones DH en 2018.

La participación movilizada de los acreedores multilaterales alcanzó el 56%, o sea 14.1 mil millones de DH, registrando un aumento de 8.3 mil millones de DH en comparación con 2018. Estas emisiones se movilizaron principalmente por el BIRF (9.6 mil millones de DH) y el BAD (3.8 mil millones de DH).

Una cuota del 41% del total de las emisiones se realizó en el marco de la emisión del Reino, el 21 de noviembre de 2019, en el mercado financiero internacional de la emisión de obligaciones de mil millones de euros (o sea 106 mil millones de DH). Esta emisión, que marcó el regreso de Marruecos a este mercado después de cinco años de ausencia, tuvo un éxito notable entre los inversores internacionales.

En cuanto a las movilizaciones realizadas con los acreedores bilaterales, ascendieron a un importe total de 0.7 mil millones (o sea una parte del 3 % del total de las emisiones realizadas), lo que supone un aumento de 0.3 mil millones en comparación con el año 2018.

Emisión con éxito en el compartimento del Euro

Marruecos emitió el 21 de noviembre de 2019, una emisión de obligaciones en el mercado financiero internacional (MFI) por un importe de mil millones de euros, con un vencimiento de 12 años y un cupón del 1,5% (con un diferencial de 139,7 pb con respecto a la tasa swap).

Esta emisión, que marcó el regreso de Marruecos al mercado financiero internacional tras una ausencia de cinco años, tuvo un éxito notable entre los inversores internacionales y se benefició de la cartera de pedidos más importante por su tamaño para una transacción en euros de Marruecos (el libro de orden alcanzó más de 53 mil millones de euros durante el día con más de 285 inversores implicados). La tasa del 1,5% constituye el nivel más bajo jamás alcanzado por Marruecos en el mercado financiero internacional.

Este nivel de tasa del 1,5% se obtuvo gracias a (i) por una parte, a las condiciones de financiación favorables prevalecientes sobre el MFI y, por otra (ii) a la mejora de la percepción de los inversores en cuanto a la calidad del crédito Marruecos, sostenida por la estabilidad política y por fundamentos económicos sólidos, como lo demuestra la notación de Marruecos mantenida en el nivel «Investment grade» desde hace más de una década.

Esta operación experimentó una amplia diversificación en términos de perfil de inversores. Los gestores de fondos y compañías de seguros encabezan la lista con el 88% del volumen total de emisión, seguido de los bancos (9%) y otros inversores (3%).

Características de la emisión soberana en el MFI

Notación	S&P / Fitch : BBB-
Importe	Mil millones €
Cupón	1,5%
Tasa de rendimiento	1,6%
Vencimiento	12 años (27 noviembre 2031)
Fecha de emisión	21 de noviembre de 2019
Fecha de liquidación	27 de noviembre de 2019
Diferencial / Mid swap	139,7 pb

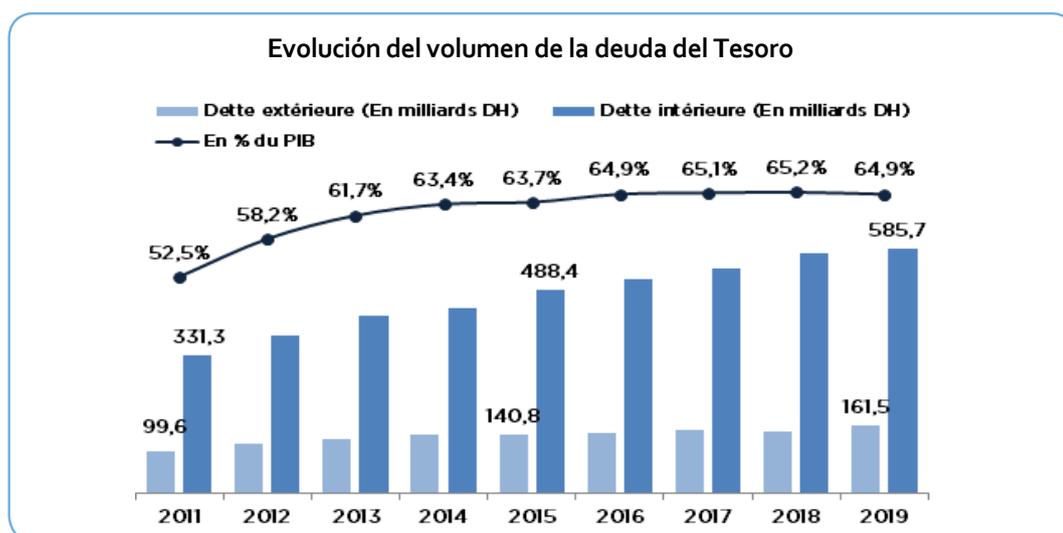
VOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL TESORO

1. Volumen

A finales de 2019, el volumen de la deuda del Tesoro se estableció en 747.2 mil millones de DH, lo que supone un aumento de 24.6 mil millones de DH o un 3,4% en comparación con finales de 2018 (722.6 mil millones de DH). A pesar de este aumento, el ritmo de crecimiento de la deuda continuó su trayectoria descendente, registrando el menor aumento desde 2009 (3,4%), frente a una tasa media de crecimiento anual del 8,3% entre 2010 y 2018.

En relación con el PIB, el volumen de la deuda del Tesoro registra, por primera vez desde 2008, una disminución de 0,3 puntos de PIB hasta situarse en el 64,9% a finales de 2019, frente al 65,2% a finales de 2018. Esta índice alcanzó el 50,9% de la deuda interna y el 14,0% para la deuda externa, frente al 51,8% y el 13,4% respectivamente a finales de 2018.

Este control progresivo de la evolución del índice de deuda del Tesoro se confirmó por cuarto año consecutivo con una variación anual media, que pasó de 2,4 puntos del PIB entre 2010 y 2017, a un ligero aumento del 0,1 punto del PIB entre 2017 y 2018 y una disminución de 0,3 puntos del PIB en 2019. Esta evolución se explica principalmente por la política gubernamental establecida, que concede una importancia crucial al restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos para mantener la deuda en una trayectoria sostenible. Las medidas adoptadas desde 2013 para racionalizar los gastos y optimizar los ingresos han dado lugar a una mejora de los indicadores macroeconómicos así como las condiciones de financiación 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 75% para los BDT emitidos en el mercado de subastas y el 7% 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 2019, el volumen de la deuda del Tesoro a tasa fija representa cerca del 92,3% del volumen total, casi estable con respecto al nivel registrado un año antes. La preponderancia de la parte de la deuda a tasa

fija en la cartera de la deuda del Tesoro se debe principalmente al hecho de que la deuda interna, que es exclusivamente a tasa fija, representa la parte dominante en el volumen de esta deuda (casi el 78,4%).

En cuanto a la deuda externa, su estructura por tipo de interés se caracterizó por el fortalecimiento de la parte de la deuda con tasas de interés fijas, que se situó en el 64,3%, frente al 63% a finales de 2018. En cuanto a la deuda externa contraída a tasa variable, pasó del 37% a finales de 2018 al 35,7% a finales de 2019. Esta disminución se debe principalmente a las operaciones de fijación de las tasas de interés de los prestamistas que se llevaron a cabo con algunos préstamos del BIRF.

4. Estructura por divisas

La cartera de la deuda del Tesoro está dominada por la deuda denominada en dirham, que representa el 78,1% del volumen, en ligera caída con relación a 2018 (79,1%).

En cuanto a la deuda externa, la proporción de la deuda externa contraída en Euro se estableció en finales de 2019 en el 66,7%, mientras que la contraída en dólares estadounidenses y divisas vinculadas al 26,7% y la de otras monedas (Yen japonés, Dinar kuwaití y otros) en el 6,6% frente al 63,0%, respectivamente, 2%, 29,0% y 7,8% a finales de 2018.

5. Servicio de la deuda del Tesoro

Las cargas de la deuda del Tesoro en amortizaciones, intereses y comisiones, pagadas durante el año 2019, aumentaron a 135,9 mil millones de DH frente a 124,7 mil millones de DH en 2018, lo que representa un aumento de 11,2 mil millones de DH o 9%. Este aumento se debe al efecto combinado del aumento de las cargas en principal de 87 mil millones DH y al aumento de las cargas por intereses de 25 mil millones DH.

Por tipo de deuda, las cargas de la deuda interna aumentaron en casi 10.9 mil millones de DH a 123.9 mil millones de DH frente a 112.9 mil millones de DH a finales de 2018. En cuanto a las de la deuda externa, registró un aumento de 0,3 mil millones de DH hasta establecerse en los 12.1 mil millones de DH en 2019, frente a los 11.8 mil millones de 2018.

6. Indicadores de costo

6.1. Costo promedio de la deuda del Tesoro

El coste promedio de la deuda del Tesoro se situó en el 3,9% en 2019, estancado con respecto a finales de 2018.

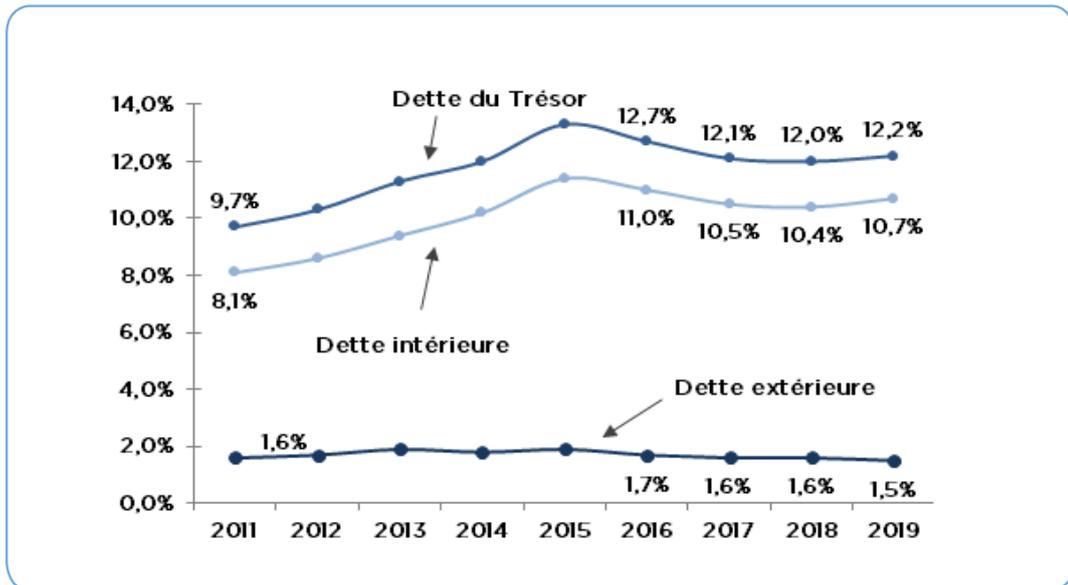
6.2. Tasa media ponderada de las emisiones por adjudicación

La tasa media ponderada de emisiones de BDT (incluidas las operaciones de gestión activa) fue del 2,98%, lo que supone un aumento de casi 21 pb con respecto a finales de 2018. Este aumento se produce en un contexto caracterizado por una disminución de las tasas, es atribuible principalmente a la configuración de las recolecciones en el mercado nacional y que se ha caracterizado por una concentración de las suscripciones en los vencimientos superiores o iguales a 5 años en comparación con el año pasado.

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

Las cargas por intereses de la deuda reducidos a los ingresos ordinarios, sin IVA de las colectividades territoriales, ascendieron al 12,2% en 2019, lo que supone un ligero aumento de 0,2 puntos con respecto a 2018. Esta inflexión, la primera desde 2015, se explica esencialmente por el aumento de los intereses de la deuda interna pagados en 2019, imputable, a su vez, al aumento del stock de la deuda y a su estructura dominada por los BDT a 5 años o más.

Evolución del ratio Cargas por intereses/Ingresos ordinarios



7. Indicadores de riesgo

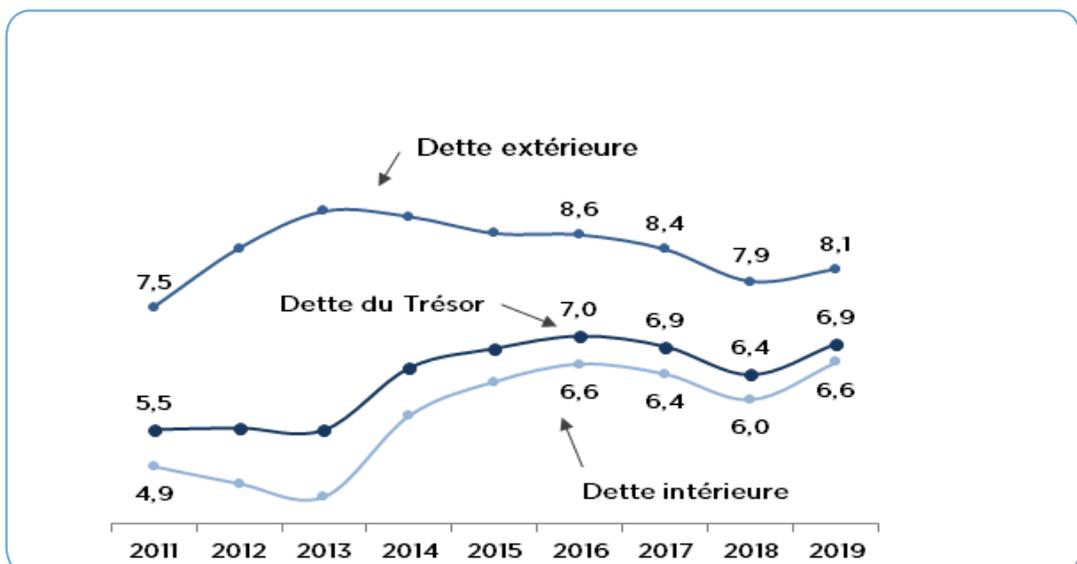
7.1. Participación a corto plazo

A finales de diciembre de 2019, la participación a corto plazo en la cartera de deuda del Tesoro se situó en el 13,2%, frente al 11,4% en 2018, registrando así un aumento del 1,8%. Este aumento se debe principalmente al aumento de la participación a corto plazo de la deuda interna, que se eleva al 13,7% a finales de 2019, frente al 12,9% a finales de 2018, debido principalmente a la configuración de las suscripciones de 2005 (BDT a 15 años) y 2015 (BDT a 5 años) y del modo de reembolso final de esta deuda. En cuanto a la parte de corto plazo en la cartera de deuda externa, la misma aumentó un 6,2% hasta situarse en el 11,7% a finales de 2019.

7.2. Vida media de la deuda del Tesoro

La vida media de la deuda del Tesoro es de 6 años y 11 meses, lo que supone un aumento de 6 meses con respecto al año anterior. Esta evolución se debe principalmente al aumento de la DVM de la deuda interna en 7 meses con respecto a su nivel de 2018, lo que refleja la concentración de las recolecciones del Tesoro en vencimientos superiores o iguales a 5 años (76% de las recaudaciones globales).

Evolución de la vida media - en años -



7.3. Tasa de cobertura mensual de las emisiones en el mercado de adjudicaciones

En 2019, la tasa media de cobertura de adjudicaciones de bonos del Tesoro fue de 5,0 veces, frente a 3,5 veces en 2018. Este aumento se debe al efecto cruzado de la subida de los volúmenes ofrecidos por los inversores y la disminución de recolecciones del Tesoro (sin contar las operaciones de gestión activa) de cerca del 1,3% y del 29,0%, respectivamente, con relación a 2018.

7.4. Riesgo de tasa de interés

El riesgo de tasa de interés se evalúa mediante dos indicadores: (i) la parte de la deuda que requiere una revisión de las tasas de interés y (ii) la parte de la deuda con tasas variables.

- **Participación de la deuda que requiere una revisión**

La parte de la deuda del Tesoro que debe ser objeto de una revisión de su tasa de interés en 2020 está compuesta por la deuda a tasa variable (exterior exclusivamente) y la deuda a tasa fija a corto plazo (interior y exterior) que debe ser refinanciada en 2020. A finales de 2019, esta deuda se elevó a cerca de 153,9 mil millones DH, lo que representa cerca del 21,0% del volumen de la deuda del Tesoro, un aumento de 2 puntos con respecto a finales de 2018.

Esta evolución se explica esencialmente por el aumento de la participación de la deuda externa que debe vencer a menos de un año, que pasó del 6% en 2018 al 12% a finales de 2019, y debido al reembolso del Eurobond de mil millones de euros emitidos en 2010 y previstos para el segundo semestre del año 2020.

- **Participación de la deuda a tasa variable**

A fines de 2019, la participación de la tasa variable en la cartera de la deuda externa del Tesoro se estableció en 35% frente a 37% a fines de 2018. Esta evolución se explica por la continuación de concreción de las operaciones de conversión, ya concluida con el Banco Mundial que permitieron convertir tasas de interés prestamistas flotantes en tasas de interés fijas y esto, para cubrirse contra los eventuales aumentos de las tasas Libor sobre las duraciones restantes de dichos préstamos.

7.5. Riesgo de cambio

La deuda denominada en divisas representa casi el 21,9% del volumen de la deuda del Tesoro. En efecto, esta deuda está constituida por un 66,7% de deuda denominada en euros y de un 26,7% en USD y divisas vinculadas. Esta estructura, que se aproxima a la actual cesta de cotización del dirham, permite atenuar la exposición de esta cartera al riesgo de cambio.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA

1. Volumen

A finales de 2019, la deuda externa pública ascendía a 339.9 mil millones de DH, lo que supone un aumento de 13.3 mil millones de DH, es decir, un 4,1% con respecto a finales de 2018. El ratio de deuda externa pública en relación con el PIB se mantuvo estable en el 29,5% del PIB.

Como recordatorio, el volumen de la deuda externa pública se compone del volumen de la deuda externa del Tesoro, los establecimientos y empresas públicas (EEEPs), del sector bancario público y de los préstamos exteriores garantizados por el Estado de las colectividades territoriales (cts) y de las Instituciones de Utilidad Pública (IUPs).

La evolución observada del volumen de la deuda externa pública se explica, principalmente, por el aumento del volumen de la deuda externa del Tesoro en un 9,1% y la disminución del de la deuda externa pública, excluido el Tesoro, en un 0,1%.

En efecto, el volumen de la deuda externa del Tesoro registró un aumento de 13.5 mil millones de DH, pasando de 14.8 mil millones de DH a finales de 2018 a 161.5 mil millones de DH a finales de 2019. El ratio de deuda externa del Tesoro alcanzó el 14,0% del PIB a finales de 2019, frente al 13,4% del PIB en 2018.

En cuanto al volumen de la deuda externa pública, excluido el Tesoro, fue de 178.4 mil millones de DH en 2019, lo que representa el 15,5% del PIB, lo que supone una disminución de 0,6 puntos del PIB con respecto a 2018. Se trata de la segunda disminución anual consecutiva de esta ratio tras 11 años de aumentos sucesivos.

2. Estructura por acreedores

La estructura por acreedores de la deuda externa pública a finales de 2019 sigue estando mayoritariamente compuesta por los préstamos contraídos con acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales), cuya parte alcanzó el 75% del volumen total. En cuanto a la deuda de los prestatarios públicos con los acreedores privados, ésta se aproxima al 25% del volumen total, de los cuales el 91% corresponde a las emisiones del sector público en el mercado financiero internacional.

3. Estructura por prestatarios

A finales de 2019, la deuda externa pública excluyendo el Tesoro representa el 52,5% del total de la deuda externa pública. Los EEPs siguen siendo el primer grupo de prestatarios del sector público con un volumen de 174.8 mil millones de DH. Cinco prestatarios principales tienen una participación de más del 80%, a saber, ONEE (25%), OCP (20%), ONCF (14%), ADM (11%) y MASEN (11%).

4. Estructura por divisas

A finales de 2019, la participación de la deuda externa pública denominada en Euro se fijó en el 62%, la de las deudas denominadas en \$US y divisas vinculadas al 28%, mientras que la parte del Dinar kuwaití alcanzó el 5%.

Esta estructura se mantiene próxima a la de la cesta de precios del dirham y permite atenuar la exposición de la cartera de la deuda externa pública al riesgo de tipo de cambio, así como limitar el impacto de las fluctuaciones de las distintas monedas.

5. Estructura por tasa de interés

El coste medio de la deuda externa pública se mantuvo, en 2019, en el 2,6%, con un plazo de reembolso restante medio de unos 8 años.

La composición de esta deuda por tipos de tasa de interés pone de manifiesto una preponderancia de la deuda con tasas de interés fijas que se eleva al 75% frente al 25% para la deuda con tasas de interés flotantes. Esta última está esencialmente indexada con el Euribor en un 82%, lo que contribuye a reducir el servicio correspondiente, habida cuenta de los niveles históricamente bajos de esta tasa flotante.

6. Emisiones de préstamos externos

En 2019, los recursos movilizados en concepto de préstamos exteriores por el sector público ascendieron a un importe de 39.5 mil millones de DH, lo que supone un aumento neto con respecto a 2018 (19.3 mil millones de DH).

De este importe, 25.4 mil millones de dinares han sido movilizados por el Tesoro, mientras que las movilizaciones efectuadas por los demás prestatarios públicos han ascendido a cerca de 14.100 millones de dinares.

7. Servicio de la deuda externa pública

El servicio de la deuda externa pública para el año 2019 ascendió a 29.2 mil millones de DH frente a 28.6 mil millones de DH a finales de 2018, lo que supone un aumento de 646 millones de DH. Este aumento de las cargas de amortización, intereses y comisiones de dicha deuda se deben a los efectos combinados de i) el aumento del servicio de la deuda con los acreedores oficiales en 326 millones de DH y ii) el aumento del servicio de la deuda con los acreedores privados en 319 millones de DH.

El servicio de la deuda externa pública en relación con los ingresos corrientes de la balanza de pagos registró una disminución del 0,4%, pasando del 5,8% en 2018 al 5,4% en 2019.

GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA DEL TESORO

La gestión activa puesta en marcha por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores apunta esencialmente a la reducción del coste y a la atenuación de los riesgos inherentes a la cartera de la deuda.

1. Gestión activa de la deuda interna

En 2019, la Dirección del Tesoro realizó 10 operaciones de intercambio de BDT y una operación de recompra por un importe total recomprado de 44.1 mil millones de DH.

En términos de impacto de las operaciones de gestión activa de la deuda interna llevadas a cabo en 2019 sobre los indicadores de coste y riesgo, dichas operaciones generaron:

- un ligero aumento de las cargas por intereses de la deuda interna pagadas en 2019 de casi 22 millones DH. Este aumento se debe al efecto combinado de la reducción de las cargas en intereses pagadas en 2019 en cerca de 193,9 millones DH, a raíz de la recompra anticipada de las caídas de ese mismo año y de un aumento de dichas cargas en cerca de 215,8 millones de dinares, tras la compra de las caídas de 2020;
- una mitigación del riesgo de refinanciamiento vinculado a la deuda del Tesoro a través de (i) la reducción de las caídas de los meses afectados por las operaciones de cambio de BDT en casi 3,1 mil millones de DH en promedio por mes en 2019 y de cerca de 2,4 mil millones de DH en promedio por mes en 2020 y (ii) la extensión de la DVM de la deuda interna en casi 5 meses y 16 días.

2. Gestión activa de la deuda externa

En el marco de las acciones de gestión activa de la deuda externa, las principales actividades llevadas a cabo durante el año 2019 se centraron en la continuación de la realización de los proyectos financiados a través de los acuerdos de conversión de deuda en inversiones públicas celebrados con Italia. Así, en 2019 se convirtió un total de 5,8 millones de DH en el marco del acuerdo celebrado el 9 de abril de 2013 con Italia, repartido del siguiente modo:

- 5,1 millones de DH gastados en proyectos de la Iniciativa Nacional para el Desarrollo Humano; y
- 0,7 millones de DH gastados en el marco de un proyecto de preservación del patrimonio arqueológico nacional.

El cúmulo de los importes tratados a través de estas operaciones iniciadas en 1996 se aproxima a los 85 mil millones DH

GESTIÓN ACTIVA DE LA TESORERÍA

1. Operaciones realizadas en 2019

Durante el año 2019, el número de operaciones realizadas por la Dirección del Tesoro ascendió a 352 operaciones, de las cuales 350 operaciones de inversión y 2 operaciones de préstamo en blanco frente a 321 operaciones de inversión en 2018. En 2019 se recurrió a los préstamos en blanco, de forma puntual, para hacer frente a las necesidades de tesorería previstas al comienzo de los días interesados.

A raíz del aumento de las disponibilidades del CCT en casi un 8% en 2019, el volumen global colocado en los bancos registró una progresión del 11% para alcanzar los 900,2 mil millones DH en 2019 contra los 811,4 mil millones DH en 2018. Mientras que la remuneración media obtenida por la Dirección del Tesoro por sus operaciones de inversión se situó en el 2,21%, frente al 2,33% en 2018, lo que representa una disminución de cerca de 11,4 pb.

2. Ingresos percibidos para la gestión activa de la tesorería

En el año 2019, la gestión activa de la tesorería generó un producto neto de 139,2 millones de DH. Los ingresos distribuidos como sigue:

- 104,1 millones de DH (75% de los ingresos totales) en concepto del producto de las operaciones de inversión; y
- 35,1 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 1,5 mil millones de DH, distribuidos como sigue:

- 1 083,5 millones de DH (o 69% de los ingresos totales) con respecto al producto de las operaciones de inversión; y
- 465,6 millones de DH procedentes de la remuneración del saldo de la CCT.