

AL MALIYA ESPECIAL LEY DE FINANZAS

DOCUMENTOS QUE ACOMPAÑAN AL PROYECTO DE LF 2019

- INFORME DE LA DEUDA DE 2017 -

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 clase de tasa de interés y por divisas y evalúa los indicadores de costo y riesgo seguidos en materia de gestión de la deuda. De igual modo, este documento realiza 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 2017, las movilizaciones brutas del Tesoro ascendieron a 127,5 MMDH divididos entre 110,7 MMDH de aumentos en el mercado nacional (87%) y 16,8 MMDH de origen exterior.

1. Financiación interna

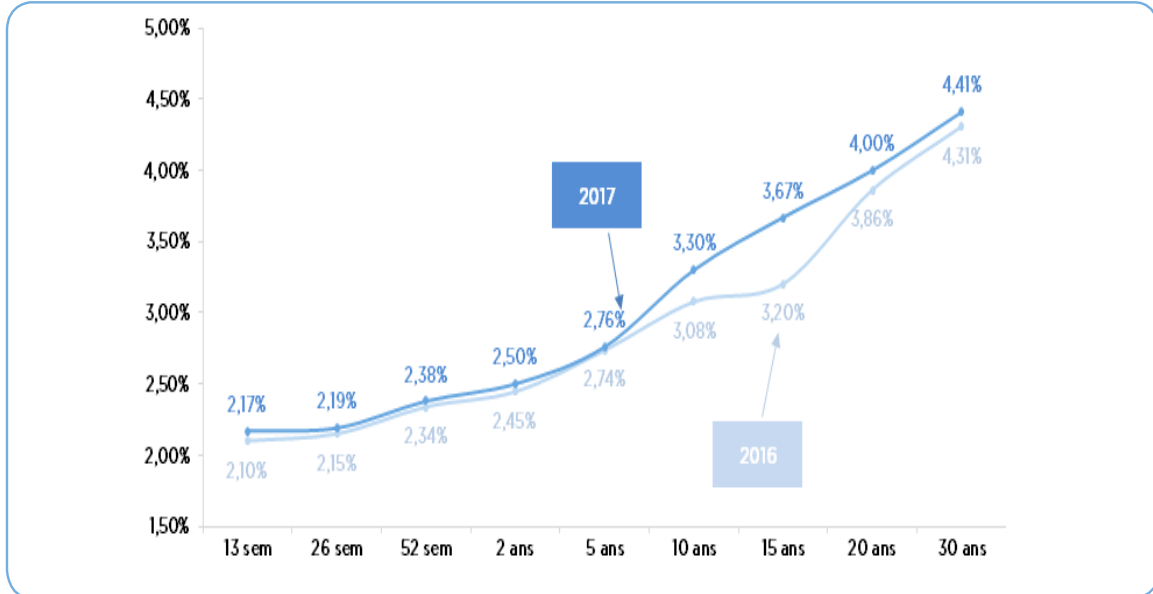
En un contexto marcado por una demanda sostenida por parte de los inversores de los bonos del Estado acompañado de una estabilidad de las tasas ofrecidas, el Tesoro continuó, en 2017, la misma política de financiamiento que la emprendida en 2016 y articulada en torno a los siguientes puntos:

- Asegurar una presencia regular en el conjunto de los vencimientos teniendo en cuenta las condiciones del mercado;
- Velar por que los indicadores de riesgo de la deuda interna se mantengan próximos a los niveles propuestos y validados a nivel del plan de financiación anual;
- Recurrir de forma regular a las operaciones de intercambio de BDT para mitigar el riesgo de refinanciación a través del alisamiento de los vencimientos mensuales de la deuda del Tesoro de 2017 y 2018 que experimentan picos significativos de reembolso; y
- 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, el volumen global de las emisiones del Tesoro en el mercado de adjudicaciones fue de 110,7 mil millones de DH frente a 111,4 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 2016.

En términos de tasas retenidas por el Tesoro, éstas mostraron una tendencia al alza alcanzando en promedio 12,9 pb en comparación con los niveles registrados a finales de 2016. Este incremento fue de 19,0 pb, en promedio, para los vencimientos mayores o iguales a 5 años y de 5,2 pb, en promedio, para los vencimientos inferiores o iguales a 2 años.

Evolución anual de las tasas de rendimiento de los BDT - Últimos TMP seleccionados -



2. Financiación externa

Durante el año 2017, las emisiones de préstamos externos, que fueron marcadas por la ausencia de emisiones del Tesoro en el MFI, se establecieron en 16,8 mil millones de DH registrando un aumento del 62% respecto a 2016.

Con una cuota del 66% del total, las emisiones efectuadas entre los acreedores multilaterales ascendieron a 11 mil millones de DH frente a 9,2 mil millones en 2016, o sea un aumento del 21%, mientras que las movilizadas entre los bilaterales se establecieron en 5,8 mil millones frente a 1,2 mil millones en 2016.

Los recursos movilizadas entre multilaterales se destinaron principalmente al apoyo de programas de reformas por un importe del 10,2 mil millones de DH (93%) y a los proyectos incluidos en el Presupuesto del Estado por casi 806 millones de DH (7%).

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL TESORO.

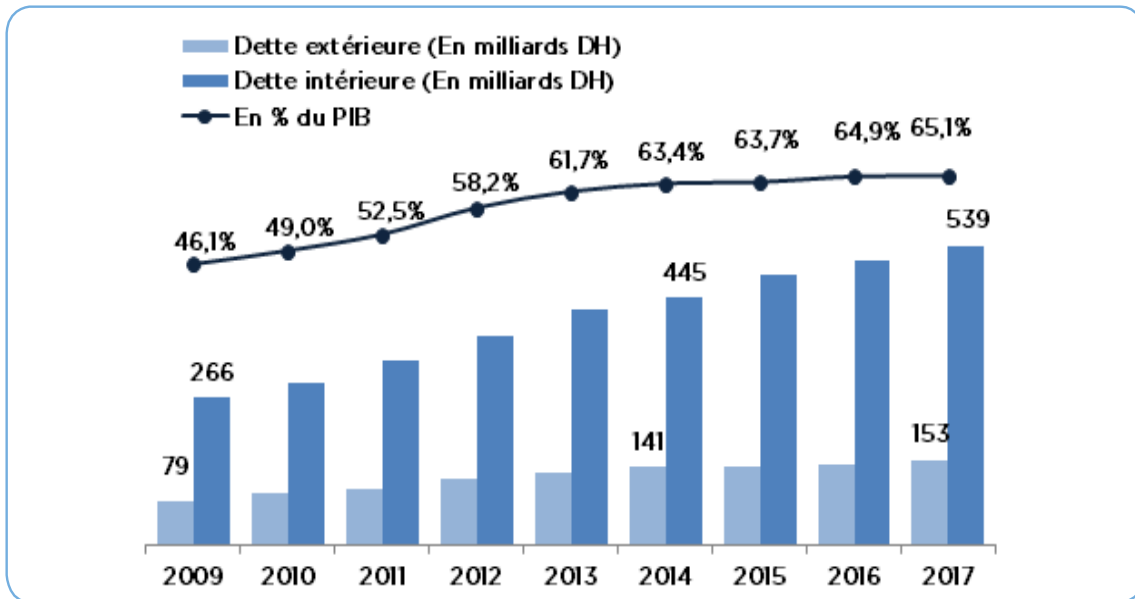
1. Volumen

A fines del año 2017, el volumen de la deuda del Tesoro, correspondiente a las deudas interna y externa directas del Estado, se estableció en 692,3 mil millones de DH, un aumento de 34,9 mil millones de DH o 5% respecto al fin de 2016 (657,2 mil millones de DH). A pesar del aumento registrado, el ritmo de progresión disminuyó, de manera considerable, en comparación con el observado en el periodo 2009-2014 que aumentó, en promedio, al 9%.

Relacionado con el PIB, el volumen de la deuda del Tesoro se estableció en el 65,1% a fines de 2017. 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 2,7 puntos del PIB entre 2011 y 2016 a 0,2 punto del

PIB para el año 2017 y esto, gracias a la política gubernamental que concede una importancia crucial a la restauración de los equilibrios macroeconómicos para mantener la deuda en una trayectoria 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 81%, de la cual el 74% para los BDT emitidos en el mercado de las adjudicaciones y el 7% para los Eurobonos emitidos en el MFI. La deuda no negociable representa el 19% de la cartera de la deuda del Tesoro y consiste principalmente en la deuda externa contraída con los acreedores oficiales.

3. Estructura por tasa de interés

Al final de 2017, el volumen de la deuda del Tesoro con tasa fija representa casi el 91% del volumen global. 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 con tasa fija. En cuanto a la deuda externa, su estructura por tipo de tasa de interés muestra que el 59% del volumen de esta deuda tiene tasas de interés fijas. El resto (41%) se contrae a tasas variables.

4. Estructura por divisas

La cartera de la deuda del Tesoro está dominada por la deuda denominada en dirham, cuya participación se estableció en 2017 en el 78%. Esta participación, que está representada por la deuda contraída en el mercado interno, conoció una estabilidad en comparación con 2016.

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 Dirham 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 la deuda externa del Tesoro bajó para establecerse en el 66% a fines de

2017 frente al 71% en 2016, mientras que la del dólar US y divisas relacionadas aumentó para establecerse en el 28% a fines de 2016 frente al 23% un año antes. En cuanto a las demás divisas (Yen japonés, dinar kuwaití y otros), su participación se estabilizó al 6% en 2017.

5. Servicio de la deuda del Tesoro

Los gastos de la deuda del Tesoro en amortizaciones, intereses y comisiones, liquidados durante el año 2017, ascendieron a 127,9 mil millones de DH, o sea una disminución de 1,1 mil millones de DH o 1% en comparación con 2016 (129 mil millones de DH). Esta disminución se debe al efecto combinado de la disminución de los gastos en capital de 1,2 mil millones de DH y al aumento limitado en los gastos por intereses de 0,1 mil millones de DH.

Por tipo de deuda, las cargas de la deuda interna disminuyeron de casi 6,8 mil millones de DH para establecerse en 110,9 mil millones de DH contra 117,6 mil millones de DH a fines de 2016. En cuanto a las de la deuda externa, registraron un incremento de 5,7 mil millones de DH para alcanzar 17 mil millones de DH en 2017 contra 11,4 mil millones de DH en 2016.

6. Indicadores de costo

6.1. Costo promedio de la deuda del Tesoro

El costo promedio de la deuda del Tesoro se estabilizó en 4,1% en 2017. Esta estabilización se debe principalmente a la disminución en el costo promedio de la deuda interna de casi 12 pb, junto con la caída en el costo promedio de la deuda externa de 4 pb.

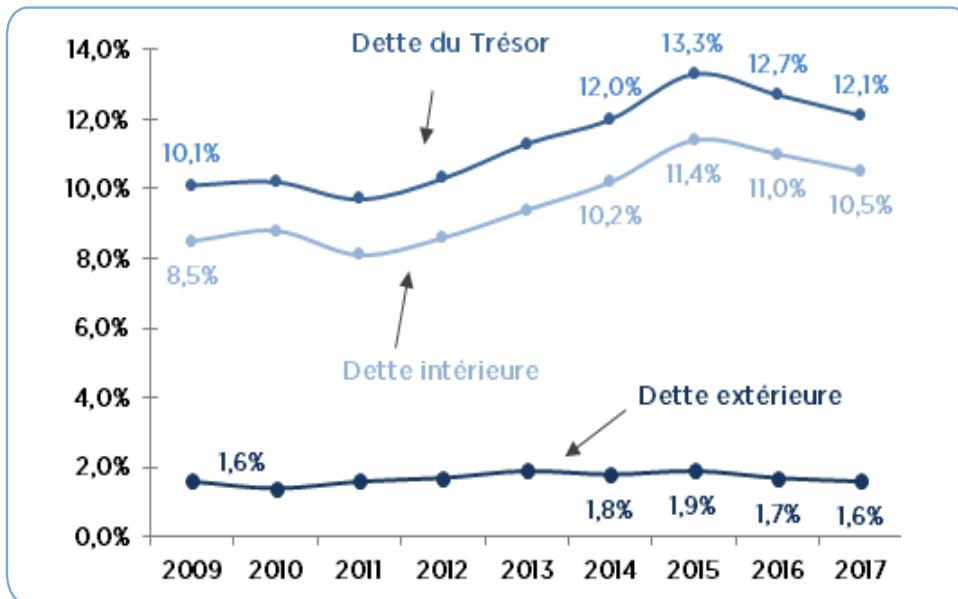
6.2. Tasa media ponderada de las emisiones por adjudicación

La tasa media ponderada de las emisiones de los BDT (incluidas las operaciones de gestión activa) se estableció en el 2,80%, una ligera disminución de casi 2 pb en comparación con su nivel de 2016. Esta situación se debe principalmente a la retención de las tasas retenidas a niveles sensiblemente cercanos a los del año pasado y la conservación de la misma estructura de recaudación de fondos que en 2016.

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

A fines de 2017, 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 12,1% frente al 12,7% en 2016, o sea una disminución de 0,6 punto. La evolución de este ratio se debe principalmente al efecto combinado del aumento de casi 5% en los ingresos ordinarios y el aumento limitado de menos del 1% en las cargas por intereses en 2017 en comparación con 2016.

Evolución del ratio Cargas de 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 la deuda del Tesoro se situó en el 12,4% frente al 13,4% en 2016. Esta disminución se debe principalmente a la disminución del stock de los instrumentos del vencimiento residual corto en la cartera de la deuda interna. Durante el año 2017, la participación de la deuda a CT en la cartera de la deuda interna del Tesoro fluctuó varias veces para, finalmente, establecerse en 14,4% a fines del año 2017, una ligera disminución en comparación con el nivel del año pasado (14,6%).

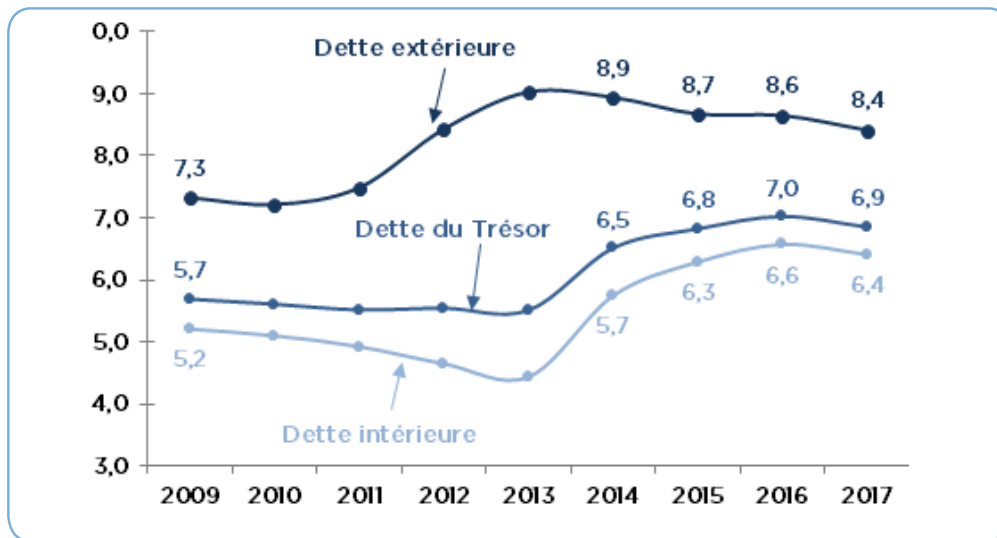
Con respecto a la deuda externa, la participación de las amortizaciones con vencimiento en menos de un año ascendió a 5,3% a fines de 2017, frente a 8,3% en 2016. Este cambio está relacionado con el reembolso realizado durante el primer semestre del año 2017 del Eurobono de 500 millones € emitidos en 2007.

7.2. Esperanza de vida media de la deuda del Tesoro

La esperanza de vida media de la deuda del Tesoro bajó en 2 meses en comparación con el final de 2016 para situarse en 6 años y 10 meses. Este cambio es atribuible principalmente a la baja de la esperanza de vida media de la deuda interna, que se estableció en 6 años y 5 meses, con una disminución de 2 meses respecto a finales de 2016.

Con respecto a la esperanza de vida media de la deuda externa y teniendo en cuenta 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 disminuyó de 3 meses para establecerse en 8 años y 5 meses a finales de 2017 frente a 8 años y 8 meses en 2016.

Evolución de la esperanza de vida media - en años -



7.4. Participación de la deuda a tasa variable

Al final de 2017, la participación de la tasa variable en la cartera de la deuda externa del Tesoro era del 41% frente al 42% al término de 2016.

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA

1. Volumen

El volumen de la deuda externa pública, que consiste en el volumen de la deuda externa del Tesoro, los Establecimientos y Empresas Públicas (EEP), las Colectividades Territoriales (CT), los préstamos externos garantizados por el Estado del Sector Bancario Público y las Instituciones de Utilidad Pública (IUP), se estableció, a fines de 2017, en 332,6 mil millones de DH, registrando, así, un aumento de 20,1 mil millones de DH o 6,4% en comparación con 2016.

Esta evolución del volumen de la deuda externa pública se debe al aumento del volumen de la deuda externa del Tesoro del 7,3% y él de la deuda externa del resto del sector público del 5,7% para establecerse a fines de 2017, respectivamente, en 153,2 y 179,4 mil millones de DH.

El volumen de la deuda externa del Tesoro registró un aumento de 10,4 mil millones de DH para establecerse, a finales de 2017, en 153,2 mil millones de DH en comparación con 142,8 mil millones de DH en 2016. El ratio de endeudamiento externo del Tesoro, a su vez, estuvo marcado por un ligero aumento de 0,3 puntos respecto a 2016, tras dos disminuciones sucesivas de dicho ratio de 1 punto del PIB en 2015 y 0,2 puntos en 2016.

La evolución del volumen de la deuda externa pública excluida la del Tesoro, que representa el 16,9% del PIB en 2017, estuvo marcada por un aumento limitado de 0,2 puntos del PIB en comparación con 2016. Esta evolución ha sido menos pronunciada que las registradas en 2015 y 2016, durante las cuales este ratio de endeudamiento progresó, respectivamente, de 1,4 y 0,5 puntos del PIB.

2. Estructura por acreedores

A fines de 2017, la estructura, por acreedores, de la deuda externa pública sigue caracterizada por el predominio de los préstamos con respecto a los acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales), que vieron su volumen progresar de 21,1 mil millones de DH durante este año. En lo que se refiere a los acreedores privados, el volumen de sus préstamos disminuyó en 1,1 mil millones de DH como resultado del efecto combinado de la ausencia, en 2017, de emisiones del sector público en el mercado financiero internacional y de los flujos netos negativos registrados para la cartera de deudas hacia los bancos comerciales.

3. Estructura por prestatarios

A finales de 2017, la deuda externa pública excluyendo el Tesoro representa casi el 54% del total de la deuda externa pública. Los EEP siguen siendo el mayor grupo de prestatarios del sector público con un volumen de 178,3 mil millones de DH.

Con respecto a la concentración de deuda externa de los EEP, casi el 81% del volumen de esta deuda es poseído por cinco prestatarios, a saber, ONEE (24%), OCP (23%), ADM (12%), ONCF (12%) y MASEN (10%).

En cuanto a la deuda externa del Tesoro, su participación en la deuda externa pública se mantuvo estable en alrededor del 46% a fines de 2017, o sea el mismo nivel que en 2016.

4. Estructura por tasa de interés

La composición de la deuda externa pública por tipos de tasa de interés muestra una preponderancia de la deuda con tasas de interés fijas que ascienden al 74% frente al 26% para la deuda con tasa de interés flotante.

5. Emisiones de préstamos externos

Los recursos de préstamos externos movilizados por el sector público durante el año 2017 se centraron en un importe global de 35,7 mil millones de DH, un aumento del 12% en comparación con su nivel de 2016. (31,9 mil millones de DH).

Las emisiones movilizadas por el Tesoro en 2017 totalizaron un importe de 16,8 mil millones de DH mientras que las movilizadas por los EEP se establecieron a casi 18,9 mil millones de DH.

Con respecto a las emisiones de los EEP, una parte de casi el 83% (o 15,7 mil millones de DH) fue realizada por seis EEP en el marco de la financiación de sus proyectos de inversión. Se trata en particular de: ONCF (5,4 mil millones de DH), ONEE (3,4 mil millones de DH), MASEN (2,7 mil millones de DH), CDG_FINEA (1,7 mil millones de DH), OCP (1,6 mil millones de DH) y ADM (1,1 mil millones de DH).

6. Servicio de la deuda externa pública

Los cargos de la deuda externa pública en amortizaciones, intereses y comisiones pagados en el año 2017 ascendieron a 32,1 mil millones de DH contra 29,1 mil millones de DH en 2016, registrando, así, un aumento de 3 mil millones de DH. Esta evolución se debe principalmente al reembolso, en 2017, del Eurobono emitido por el Tesoro en el 27 de junio de 2007 por un importe de 500 millones €.

Relacionado con los ingresos corrientes de la balanza de pagos, el servicio de la deuda externa pública se estabilizó en 6,8% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos en 2017.

GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA DEL TESORO

1. Gestión activa de la deuda interna

A fines de 2017, la Dirección del Tesoro estableció 8 operaciones de cambio de BDT por un monto total recomprado de 23,5 mil millones de DH.

En términos de impacto de las operaciones de gestión activa de la deuda interna realizadas en 2017 sobre los indicadores de costo y riesgo, estas operaciones generaron:

- una reducción neta de los cargos por intereses de la deuda interna pagados en 2017 de casi 5,7 millones de DH. Esta disminución se debe al efecto combinado de la baja de los cargos por intereses pagados en 2017 de casi 96,6 millones de DH, tras la recompra anticipada de las caídas del mismo año y de un aumento de dichos cargos por cerca de 91,2 millones de DH, tras de la readquisición de las caídas de 2018.
- una atenuación 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 BDT en un promedio de alrededor de 2,3 mil millones de DH por mes en 2017 y en un promedio de alrededor de 2,6 mil millones de DH por mes en 2018.

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 suavice sus requisitos de efectivo durante todo el año y administre mejor su política de gestión de la deuda. frenando, en la medida de lo posible, cualquier desarrollo injustificado de las tasas de interés en relación con la situación macroeconómica.

2. Gestión activa de la deuda externa.

En el marco de las operaciones de gestión activa de la deuda externa establecidas por la Dirección del Tesoro y Finanzas Exteriores para reducir el costo de endeudamiento y mitigar los riesgos financieros vinculados con la cartera de la deuda externa del Tesoro, un importe de alrededor de 12,32 mil millones de DH se procesó durante el año 2017, con lo que el importe total procesado desde el comienzo de estas operaciones iniciadas en 1996 llega a casi 85 mil millones de DH.

Durante el año 2017, estas operaciones se centraron en:

- la conversión de un importe de 14,7 millones de DH de deudas en el marco de los acuerdos de conversión de deudas en inversiones públicas concluidos con Italia y España;
- el uso de 9 operaciones de swap para fijar las tasas de interés de ciertos préstamos con tasas variables que totalizan un volumen del orden de 1,3 mil millones USD (12,3 mil millones de DH).

GESTION ACTIVA DE LA TESORERIA

1. Operaciones realizadas en 2016

Durante el año 2017, el recurso de la DTFE a las operaciones de gestión activa de la tesorería se llevó a cabo en un contexto caracterizado por:

- la ampliación del déficit de liquidez bancaria que pasó de -14,5 mil millones de DH a finales de diciembre de 2016 a -42,2 mil millones de DH a finales de diciembre de 2017;
- una leve mejora en la disponibilidad del CCT que alcanzaron un promedio diario de 9,5 mil millones de DH frente a 9,0 mil millones de DH en 2016 (excluyendo operaciones); y
- un aumento en las tasas en el mercado monetario, luego de la tensión en el efectivo que caracterizó a este mercado desde fines del primer semestre del año 2017.

Durante el año 2017, la DTFE realizó 330 operaciones de gestión activa de la tesorería, incluidas 328 operaciones de inversión y 2 operaciones de empréstito en blanco. El uso de empréstitos en blanco se realizó de forma puntual para cumplir con las necesidades de tesorería planificadas al comienzo de los días en cuestión.

El volumen total depositado en los bancos alcanzó los 857,1 mil millones de DH en 2017 contra 695,1 mil millones de DH el año pasado, es decir, un incremento del 23%. Este incremento se debe principalmente al aumento en las disponibilidades de CCT y al aumento de las necesidades de los bancos en liquidez.

La TMP de las operaciones de inversión fue del 2,37% en 2017, en comparación con el 2,18% en 2016, o sea un aumento de casi 19,1 pb, que se debe principalmente al aumento de las tasas de recompra tras la tensión sobre el efectivo que experimentó el mercado monetario desde el mes de mayo, debido a la ampliación del déficit de liquidez bancaria.

2. Ingresos recaudados en la gestión activa de la tesorería

Durante el año 2017, la gestión activa de la tesorería permitió realizar ingresos que alcanzaron los 160,3 millones de DH (netos de impuestos) distribuidos como sigue:

- 125,3 millones de DH (78% de los ingresos totales) en relación con el producto de las operaciones de inversión; y
- 35,0 millones de DH en relación con la remuneración del saldo de la CCT.

Desde el inicio de las operaciones, el monto total de los ingresos de la gestión activa de la tesorería se estableció en 1,3 mil millones de DH distribuidos como sigue:

- 868,0 millones de DH (o 69% de los ingresos totales) con respecto al producto de las operaciones de inversión; y
- 396,5 millones de DH de la remuneración del saldo de la CCT.

LANZAMIENTO DE LOS TRABAJOS PREPARATORIOS PARA LA REALIZACION DE UNA EMISION INAUGURAL DE CERTIFICADOS SOBERANOS DE SUKUK EN EL MERCADO NACIONAL:

Para apoyar el desarrollo del sector financiero participativo en Marruecos y ofrecer instrumentos de inversión que cumplan con la sharia a los diferentes actores de la financiación participativa y, en particular, a los bancos y ventanillas participativas y, al mismo tiempo, diversificar los instrumentos de

financiamiento del Estado y ampliar su base de inversores, la Dirección del Tesoro y Finanzas Externas lanzó en abril de 2017 los trabajos preparatorios para la realización de una emisión inaugural de certificados de Sukuk. Esta emisión será la primera en el marco de un programa de emisiones de certificados soberanos de Sukuk destinado a crear y desarrollar un compartimento de Sukuk en el mercado nacional.

Este proyecto conoció la realización de varios requisitos previos incluyendo:

- la selección de Maghreb Titrisation como establecimiento administrador y esto, de conformidad con la Ley 33-06 relativa a la titulización de activos, según se completó y modificó;
- la contratación de GIDE LOYERETTE NOUEL, un despacho de abogado de renombre internacional, como asesor jurídico del Ministerio de Economía y Finanzas para esta emisión;
- el establecimiento de un grupo de trabajo compuesto por representantes de la Tesorería General del Reino, la Dirección General de Impuestos, la Dirección de Propiedades del Estado, la Autoridad Marroquí del Mercado de Capitales, la Autoridad de Control de Seguros y Previsión Social y Bank Al-Maghrib para examinar todos los requisitos previos necesarios para la realización de la emisión de certificados de Sukuk; y
- la elaboración del primer proyecto de estructuración financiera, legal y shariaica de la emisión en cuestión.

La emisión en cuestión se llevará a cabo en 2018 tras la obtención del aviso de conformidad de la Sharia por parte del Consejo Superior de Ulemas.