

Taux d'intérêt

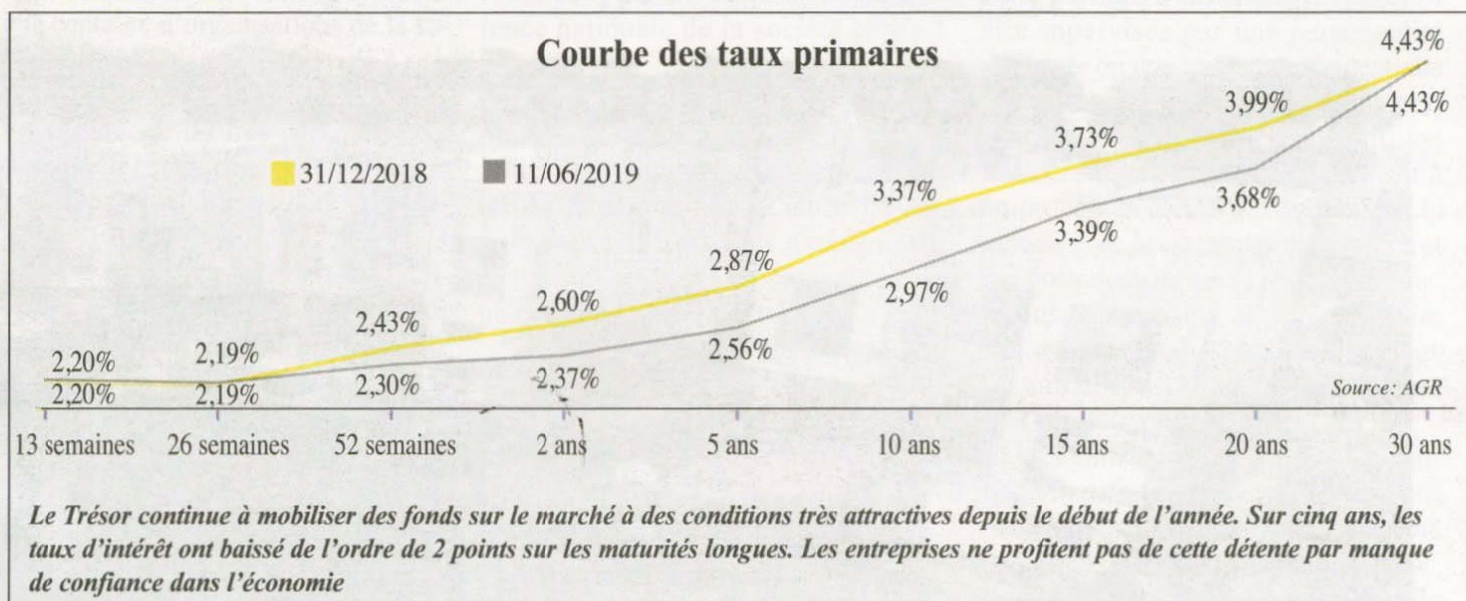
# L'économie ne profite pas de l'aubaine

• L'investissement et la consommation restent timides

• L'effet de la détente est neutralisé par le manque de confiance des entreprises

• En revanche, le Trésor profite des conditions actuelles

LE Trésor a prévu une sortie sur le marché international au cours de l'année, mais il ne se presse pas réellement pour réaliser cette opération au regard de la situation (apparente) des finances publiques et des conditions de financement sur le marché domestique. Le Trésor a emprunté à 2,97% sur 10 ans en début du mois. Les taux d'intérêt restent extrêmement favorables sur le marché domestique. En cinq ans (2013 à 2018), ils ont baissé de l'ordre de



Le Trésor continue à mobiliser des fonds sur le marché à des conditions très attractives depuis le début de l'année. Sur cinq ans, les taux d'intérêt ont baissé de l'ordre de 2 points sur les maturités longues. Les entreprises ne profitent pas de cette détente par manque de confiance dans l'économie

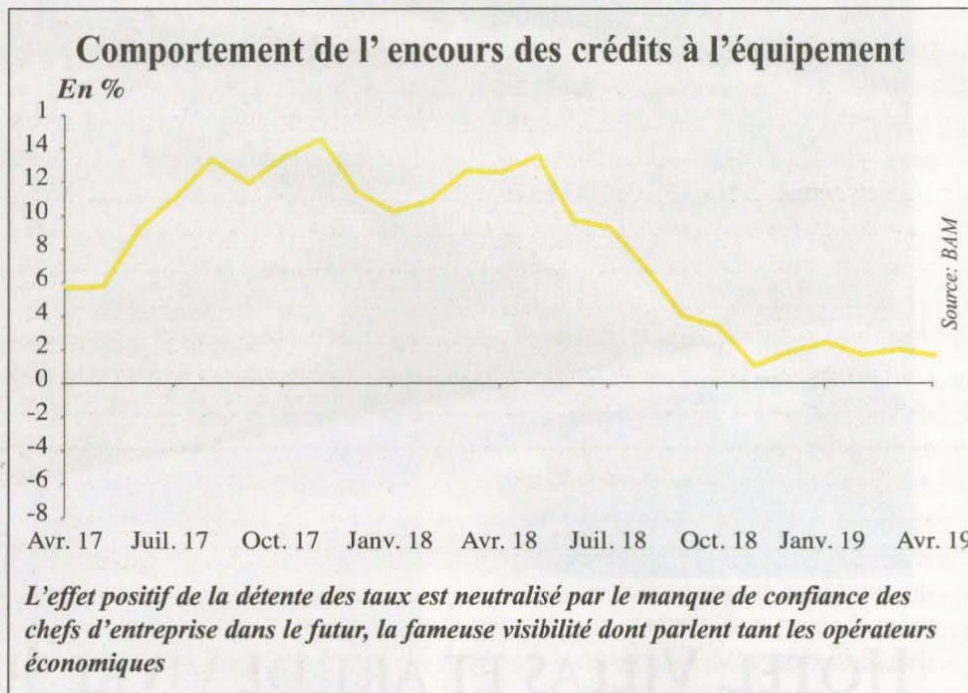
200 points de base sur les maturités de 2, 5, 10 et 15 ans et ont poursuivi leur repli sur les premiers mois de l'année. Dans ce contexte des taux bas, il serait difficile de reprocher au ministère des Finances de privilégier les financements en dirhams, sans risque de faire évic-

tion aux entreprises. Ces dernières étant quasi absentes des marchés. La capacité du gouvernement à contenir le déficit budgétaire autour de 3,5% comme prévu amènera les investisseurs à continuer à lui prêter de l'argent à des conditions attractives.

Si les taux d'intérêt sont bas, les causes sont, outre la situation des finances publiques, liées aux anticipations d'inflation et à la politique monétaire. Le risque inflationniste est pour l'instant

donner quelques indices ce mardi 18 juin lors du conseil de politique monétaire.

Les manipulations du taux directeur influencent fortement la partie longue de la courbe des taux obligataires. Sauf lorsque la prime de risque est prépondérante dans la fixation des rendements. A ce moment, les taux obligataires réagissent faiblement aux décisions de politique monétaire. Ce fut le cas en 2012 par exemple avec le dérapage du déficit budgétaire.



L'effet positif de la détente des taux est neutralisé par le manque de confiance des chefs d'entreprise dans le futur, la fameuse visibilité dont parlent tant les opérateurs économiques

écarté, analyse Attijari Global Research. L'inflation reste maîtrisée autour de 2% depuis plusieurs années. «Les investisseurs sont rassurés quant à la capacité de la politique économique de préserver cet acquis», estiment les analystes. Par ailleurs, le mouvement actuel des taux obligataires est en partie drivé par de possibles évolutions attendues au niveau de la politique monétaire. «Le marché prend en considération une éventuelle baisse du taux directeur, une mesure qui serait appuyée par des niveaux d'inflation acceptables dans le contexte actuel», relève AGR. La banque centrale devrait

En dehors de l'Etat, les entreprises et les ménages peuvent emprunter à des conditions intéressantes, ce qui pourrait stimuler l'investissement et la croissance. Mais ce cercle vertueux est brisé par certains facteurs conjoncturels. L'effet positif de la détente des taux est neutralisé par le manque de confiance des chefs d'entreprise dans le futur, la fameuse visibilité dont parlent tant les opérateurs économiques. L'encours des crédits à l'investissement stagne et les levées de fonds sur les marchés des capitaux sont rares. □

F. Fa





## Taux obligataires

# Le potentiel de baisse largement consommé



- Une stabilité attendue durant la période estivale
- La cession de Maroc Telecom et la sortie à l'international scrutées

- **L'Economiste:** Parmi les déterminants des taux obligataires, lesquels pèsent le plus aujourd'hui sur la courbe?

- **Abdelaziz Lahlou:** Globalement, nous pensons que ce sont des facteurs identiques qui ont contribué à amorcer cette tendance baissière et qui s'est accélérée récemment. Nous faisons référence à une abondance de liquidité des investisseurs, face à laquelle le Trésor n'est pas acculé à accélérer ses levées tant que ses besoins de financement demeurent d'un niveau régulier, et que l'institution prévoit d'autres recours de financement dans le futur.

- **Quelles sont vos anticipations à moyen terme?**

- A notre sens, la courbe des taux intègre actuellement l'ensemble des informations disponibles. Les investisseurs scrutent de près la réalisation effective des éléments cités. Un éventuel retard ou un abandon des projets (émission Eurobonds, Partenariat public-privé, Privatisation en cours de réalisation) risquerait d'orienter de nouveau le Trésor vers le marché intérieur, poussant vers un nouvel équilibre entre l'offre et la demande. Parallèlement, le surplus de cash du marché pourrait être en partie résorbé par les émissions de dette privée, notamment issues des institutions bancaires durant cette année 2019. Une poursuite d'une baisse importante des taux comprimerait davan-



*Abdelaziz Lahlou, directeur Economie à Attijari Global Research: «Dans un environnement actuel marqué par une croissance limitée et des taux bas, les investisseurs sont appelés à multiplier leurs véhicules tout en rallongeant la durée de leur investissement» (Ph. AL)*

tage les spreads actuels. Une situation qui deviendrait dissuasive pour une population d'investisseurs exigeante en termes de rendement. Un tel désintérêt pourrait mécaniquement redresser la courbe dans le but de retrouver des marges raisonnables. Globalement, nous relevons que l'essentiel du potentiel baissier des taux est consommé. Une accalmie est attendue durant la période estivale, pour préparer activement la reprise à horizon troisième trimestre 2019.

- **Faut-il continuer à investir dans les fonds obligataires?**

- Quel que soit le contexte, la diversification des placements est hautement recommandée. Dans un environnement actuel marqué par une croissance limitée et des taux bas, les investisseurs sont appelés à multiplier leurs véhicules tout en rallongeant la durée de leur investissement. Pour rappel, l'horizon de placement recommandé pour un investissement en fonds obligataires est de 1 à 3 ans. □

Propos recueillis par Franck FAGNON

## Les investisseurs pris dans l'étau

SI les taux d'intérêt bas sont utiles pour relancer l'investissement et la consommation, ils ont par ailleurs des effets indésirables, notamment sur la rémunération de l'épargne. Les placements bancaires comme le compte sur carnet et les dépôts à terme rapportent moins aujourd'hui. En retraçant l'inflation, les rendements réels flirtent avec le négatif.

L'environnement de taux bas pèse aussi sur la rémunération des contrats d'assurance-vie. Le succès de ce placement ces dernières années est davantage lié à d'autres considérations comme la succession ou encore la protection contre les ATD, l'assurance-vie étant insaisissable.

Les rendements juteux proposés par les compagnies d'assurances sont lointains. Surtout, ces dernières n'ont que peu d'alternatives pour optimiser le rendement de leur portefeuille. L'Immobilier et la Bourse ne sont pas, dans les conditions actuelles, des points de chute intéressants. L'étroitesse du marché boursier et le manque de liquidité crispent les investisseurs institutionnels. Le projet d'interconnexion de sept Bourses africaines est censé contribuer à améliorer la liquidité sur les places participantes. Reste à savoir l'accueil que vont réserver les investisseurs institutionnels à ce projet. □

F.Fa