

Courbe des taux. Guerre des prévisions

Si certains analystes prédisent une correction de la courbe des taux d'intérêts pour l'année 2020, d'autres prévoient son maintien à des niveaux faibles soit dans la continuité des années précédentes.



Aida Lô
a.lo@leseco.ma

La tendance de la courbe des taux d'intérêts en intéresse plus d'un durant cette période de début d'année. Une période cruciale pour établir la stratégie de placement pour de nombreux investisseurs. Les niveaux actuels des taux devraient rester globalement à des niveaux faibles et stables d'ici fin 2020, soit dans la continuité de la tendance baissière de l'année dernière. Cette baisse des taux s'explique principalement par l'amélioration de l'équilibre des finances publiques et la baisse des besoins de financement du Trésor et sa volonté de réduire les niveaux du déficit

et de l'endettement public sur le moyen terme. L'évolution anticipée des taux pour la fin d'année a également été liée à la sortie du Trésor à l'international et aussi à son recours aux opérations de privatisation. Un scénario qui pourrait se répéter en 2020 et ainsi entraîner une baisse des taux. De même, les perspectives de l'inflation écartent le scénario d'une reprise des taux sur le moyen terme. Les spéculations autour d'une éventuelle baisse du taux directeur entraîneraient également un repli de la courbe des taux. Si certains analystes alertent sur cette situation de baisse déraisonnée des taux d'intérêts et espèrent une correction de la courbe des taux en 2020 – surtout pour les maturités longues –, d'autres au contraire n'y voient que des avantages surtout pour le marché des actions puisque cette baisse lui permettrait de maintenir son attractivité vis-à-vis des investisseurs. En effet, l'indice du MASI s'est illustré en hausse de 7% à fin 2019 et ceci grâce en partie à la tendance baissière des taux obligataires qui ont atteint un niveau historiquement bas, notamment pour les maturités longues, à savoir les 10 ans, 15 ans et 20 ans. ●



Le problème de la soutenabilité de la dette se posera et un environnement de taux faible pourra faciliter amplement la gestion de la viabilité de la dette.

- 3 questions à -

Tariq Obaid
Responsable de gestion
chez AD Capital



Comment expliquez-vous la baisse de la courbe des taux d'intérêts en 2019 ?

«L'actif taux» comme tout actif financier obéit à la loi de l'offre et de la demande. L'analyse de ces deux composantes montre que l'environnement économique et financier était favorable à une baisse des taux d'intérêt. Du côté de l'offre, certes les besoins de financement du Trésor ont augmenté (le coût du dialogue social, la réforme de la régionalisation...) mais son recours au marché des bons du Trésor a baissé. Le Trésor a du coup mobilisé d'autres sources de financement pour stabiliser son déficit d'une part (la privatisation, les PPP, la contribution sociale de solidarité sur les bénéfices) et pour le financer d'autre part (dépôts au Trésor, levée à l'international). Il en résulte un recours au marché des BDT en baisse en 2019. Une baisse que l'on peut chiffrer aux alentours de 5 MMDH. Côté demande, l'exigence des investisseurs en matière de rendement nominal dépend de deux facteurs majeurs. Le taux d'intérêts réel qui dépend à son tour de la conjoncture économique et du coût de l'argent (taux directeur). D'une part le ralentissement de l'activité économique et la croissance des incertitudes poussent les opérateurs à s'orienter plus vers l'actif non risqué et baisser ainsi leur exigence de rendement. Il y a aussi le cas des investisseurs qui spéculaient déjà sur la baisse du taux directeur.

Pensez-vous que 2020 sera l'année de la reprise ?

Nous écartons tous scénarios de hausse des taux et pensons que les niveaux bas actuels devraient perdurer à court et moyen termes. À court terme, le Trésor compte toujours diversifier ses sources de financement (la privatisation à hauteur de 3 MMDH, les PPP de 12 MMDH, la levée à l'international de 10 MMDH, mieux recouvrer et mieux faire payer les impôts...). Dans ce sens, nous estimons que le recours au BDT devrait au moins se stabiliser, sinon encore baisser. La baisse du taux directeur demeure d'actualité. Si les opérations d'amnistie fiscale et de contribution libératoire prévues pour 2020 réussissent même partiellement, elles devront se traduire par une injection importante de cash dans le circuit bancaire, ce qui devrait augmenter mécaniquement la demande sur les bons du Trésor. À moyen terme, deux phénomènes caractérisent la croissance économique marocaine depuis plusieurs années. À savoir, son essoufflement (on est passé d'un palier de croissance avoisinant 5% à un palier de croissance inférieur à 3%) et son affaiblissement en création d'emploi (la force d'une économie est surtout mesurée par sa capacité de création d'emplois). Il est clair que le modèle de développement actuel basé sur la demande interne a montré ses limites. Ainsi, le nouveau modèle mobilisera forcément des besoins en investissements importants et nécessitera des mesures de relance à la fois budgétaires et monétaires. Ces besoins et mesures sont de nature à dégrader encore plus les finances publiques et augmenteront l'encours de la dette. De ce fait, le problème de la soutenabilité de la dette se posera et un environnement de taux faible pourra, à notre sens, faciliter amplement la gestion de la viabilité de la dette.

Les taux ont atteint leurs plus bas historiques en 2019. Que représente cette baisse pour l'économie marocaine ?

Les niveaux faibles des taux d'intérêt ne peuvent qu'être bénéfiques pour l'État spécialement en ce moment où nous sommes à l'aube d'un nouveau modèle de développement qui nécessitera des besoins d'investissements importants particulièrement dans des secteurs où le retour sur investissement est long (l'éducation et la santé) à atteindre. Et du moment que les taux des bons du Trésor servent de référence pour les émissions des titres privés, la baisse des taux allégera forcément les finances des sociétés qui recourent à ce type de financement et les encouragera à investir. Et surtout à disposer d'une sérieuse alternative dans un secteur bancaire fortement concentré. ●