



OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION OPPORTUNITÉ POUR LE MARCHÉ FINANCIER MAROCAIN

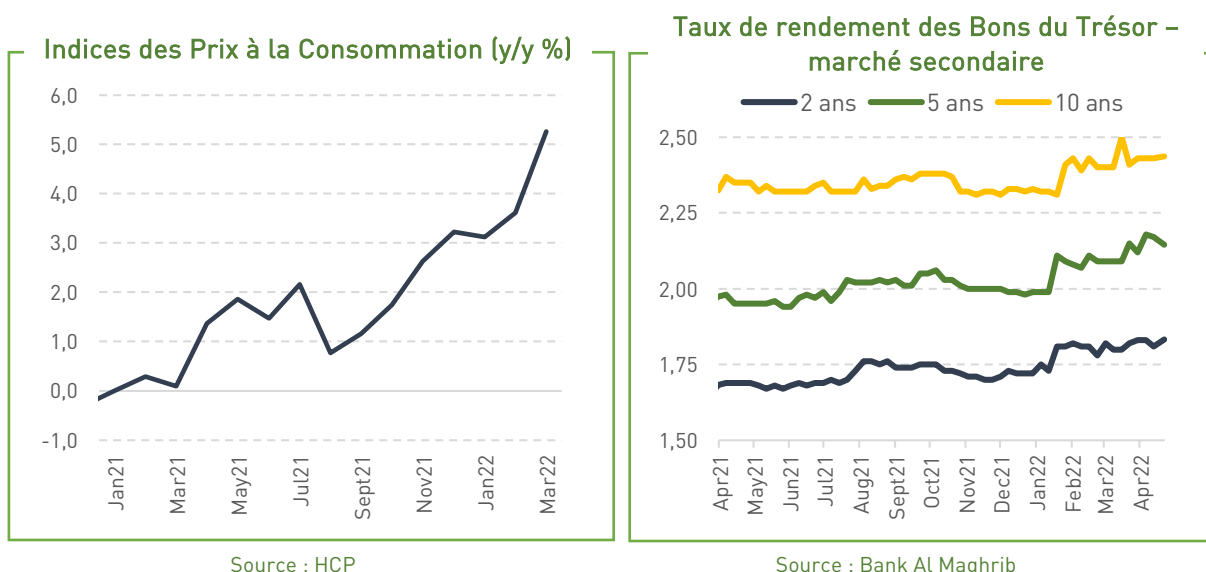
PERSPECTIVES
5 MAI 2022

AVANT-PROPOS

Depuis la fin de l'année 2021, chaque annonce de statistique d'inflation à travers le monde nourrit l'éventualité d'une période prolongée de forte inflation qui s'étendrait au-delà des prix des matières premières et énergétiques. Après la FED, la BCE a noté à l'issue de sa dernière décision de politique monétaire, tenue le 14 avril 2022, que les pressions inflationnistes affectent désormais de nombreux secteurs de l'économie.

Bien que la situation de l'économie marocaine soit largement différente de celles des autres pays par bien des aspects, celle-ci subit néanmoins une inflation importée qui pourrait durer. A fin mars 2022, le taux d'inflation est de 5,3%¹, montrant une accélération menée principalement par la composante alimentaire avec une hausse historique de 9,1%. Partant de ce constat l'on pourrait s'interroger sur les outils dont disposent les épargnants et investisseurs afin de faire face à l'érosion des rendements réels due à cette inflation.

Il semble alors opportun et de circonstance de voir émerger des obligations indexées sur l'inflation émises par le Trésor public. L'idée n'est certes pas nouvelle, car les avantages de disposer d'un tel instrument pourraient être multiples tant pour les investisseurs que pour le Trésor ou encore certains établissements publics en tant qu'émetteurs. Il s'agit là de surligner la pertinence d'un tel outil dans un contexte où (i) l'inflation érode la valeur réelle de l'épargne, (ii) les craintes d'une inflation prolongée s'agrandissent chez les investisseurs et (iii) le Trésor fait face à un risque de hausse de la courbe d'emprunt moyen à long terme.



Nous pensons donc que les circonstances actuelles constituent une opportunité potentielle pour le Trésor afin de mettre en place un instrument de dette indexée sur l'inflation. Le contexte est en effet propice pour générer une forte demande de la part des investisseurs et des épargnants. Ce faisant, le marché financier marocain aurait acquis un nouvel instrument contribuant davantage au développement de son efficacité et sa profondeur.

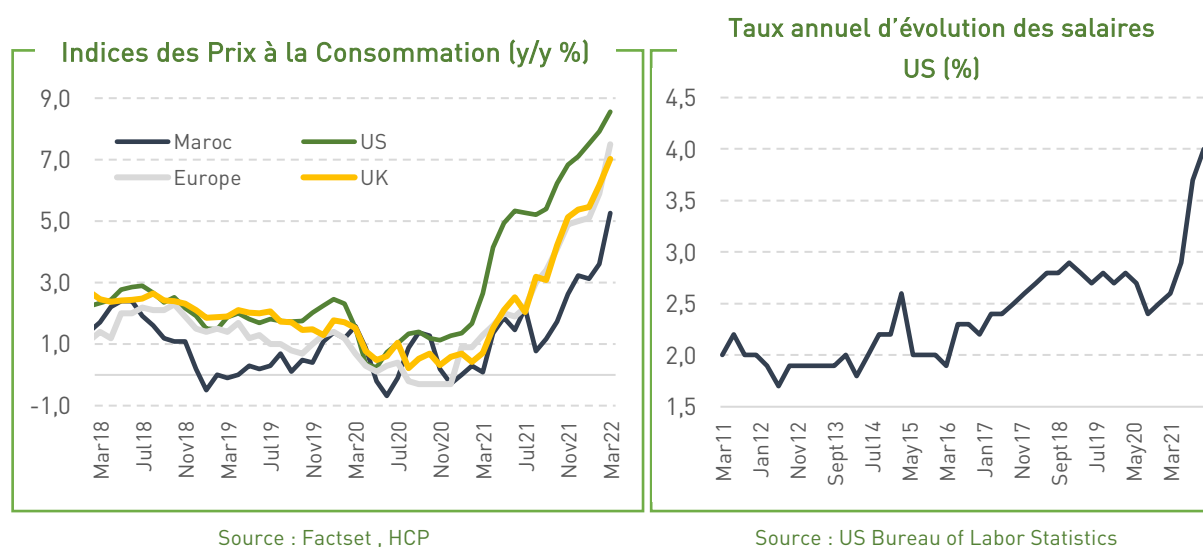
¹ Source : HCP, taux d'inflation en glissement annuel

L'ÉCONOMIE MAROCAINE SUBIT UNE INFLATION IMPORTÉE IMPORTANTE DANS UN CONTEXTE MONDIAL OÙ L'INFLATION RISQUE DE S'INSTALLER DURABLEMENT

L'inflation importée est en train d'éroder les marges des entreprises non financières et l'épargne des ménages par le double effet de la hausse des prix de l'énergie, des matières premières et des produits de consommation importés et, celui de l'érosion de la valeur réelle de l'épargne constituée.

Le contexte inflationniste global résulte certes d'effets réputés jusqu'à récemment comme étant transitoires. Il est en effet communément imputé à la perturbation des chaînes logistiques suite à la pandémie, aux stimuli monétaires des banques centrales dans la majorité des pays industrialisés, et à la guerre en Ukraine. L'argumentaire courant semble en effet avancer que le resserrement de ces politiques monétaires expansionnistes ainsi que la normalisation des chaînes logistiques devraient permettre de maîtriser cette inflation galopante assez rapidement.

Il n'en reste pas moins que la forte reprise des marchés de l'emploi aux Etats-Unis notamment, dont le taux de chômage a baissé à 3,6% enregistré à fin mars 2022, ainsi que dans la zone Euro avec un niveau de chômage historiquement bas de 6,8% à fin mars 2022, indique une remontée des salaires, qui elle-même serait en passe d'exacerber l'inflation des prix davantage. Ceci accroîtrait le risque d'un dérapage durable de l'inflation sur le moyen et le long terme.



La configuration au Maroc est très différente de celles qui se présente aux Etats-Unis ou en Europe. Nous n'observons ni une inflation liée à la demande ni un fort accroissement des crédits accordés aux ménages, mais il demeure que nous connaissons depuis la fin de l'année 2021 une envolée surprenante de l'inflation, alimentée par la composante importée, le renchérissement des prix des matières premières et énergétiques, ainsi qu'un choc d'offre sur les prix des produits alimentaires frais en résultat du mauvais déroulement de la campagne agricole 2021-2022. Certes, celle-ci pourrait s'atténuer dans les mois avenir, mais elle pourrait aussi diffuser plus largement dans le tissu économique si la hausse des prix continue de s'installer durablement au niveau international.

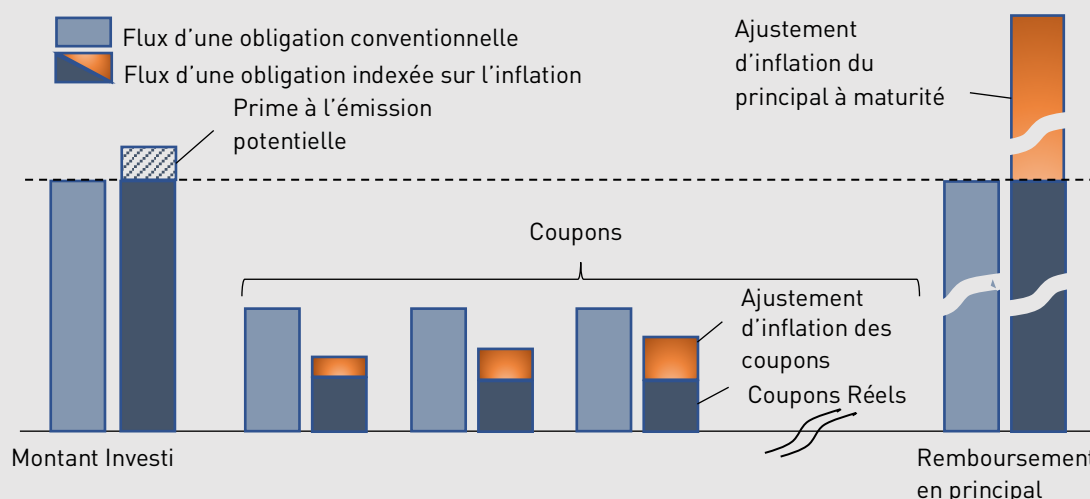
DE TELLES CIRCONSTANCES POUSSENT À CONSIDÉRER DES SOLUTIONS PERMETTANT AU MARCHÉ FINANCIER MAROCAIN DE MIEUX GÉRER LE RISQUE D'INFLATION

Cette inflation qui surprend le marché à la hausse représente une perte de richesse pour les épargnants. En effet, étant donné que le taux directeur de la banque centrale marocaine reste jusqu'ici à un niveau historiquement bas, la rémunération des dépôts et des produits d'épargne de façon générale reste basse et diminue en valeur réelle. Par ailleurs, le rendement des titres d'emprunt du Trésor demeure également à des niveaux bas, bien que nous puissions entrevoir une poursuite de la hausse des taux moyen et long terme entamée depuis le début d'année, et ce suite à la situation difficile des finances publiques et des anticipations inflationnistes des opérateurs. Cette situation pourrait alors induire une certaine réticence des investisseurs à investir dans de la dette longue de l'Etat aux niveaux actuels de taux.

Partant de ce constat, il pourrait être opportun dans ces circonstances pour le Trésor marocain d'émettre des obligations dont le remboursement en principal et les coupons sont réévalués à l'indice de l'inflation. Nous référerons par la suite à une telle obligation hypothétique par l'acronyme *BDTi*.

Encadré 1 : Principe des obligations indexées sur l'inflation

Une obligation indexée sur l'inflation est un emprunt de la part d'un émetteur pour une certaine maturité, où celui-ci s'engage à repayer le montant emprunté à maturité, multiplié par un coefficient d'indexation à l'inflation entre la date d'émission et la date de maturité du prêt. L'emprunteur paie aussi des coupons à une fréquence définie correspondant à un coupon réel multiplié par le coefficient d'indexation à l'inflation de référence entre la date d'émission et la date de paiement du coupon (cf. Encadré 3 en Annexe pour plus de détails)



Le schéma ci-dessus illustre les flux respectifs d'une obligation conventionnelle (nominale) et d'une obligation indexée sur l'inflation. Le coupon réel d'une obligation indexée est tel que la valeur présente des flux attendus de l'obligation (projetés en utilisant les anticipations de l'inflation future par le marché²), est égale au montant emprunté. Le taux d'actualisation est induit de la courbe d'emprunts nominaux de l'émetteur.

Dans le contexte actuel où les taux réels sont négatifs comme dans certains pays, les obligations indexées ne paient pas de coupons. Dans ce cas, l'investisseur paie une prime à l'émission qui permet d'ajuster la valeur du montant investi à la valeur présente du remboursement en principal indexé à l'inflation.

² La littérature académique fait souvent la distinction entre les anticipations de l'inflation future par le marché et le « point mort d'inflation ». La différence entre les deux est la somme de la prime de risque d'inflation et d'une prime de liquidité. Pour l'objet de notre exposé, nous confondons anticipation et « point mort d'inflation »

LES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION SONT UTILISÉES DE FAÇON COURANTE PAR LES ETATS COMME UN INSTRUMENT DE GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE OFFRANT UNE PROTECTION CONTRE L'INFLATION AUX INVESTISSEURS ET ÉPARGNANTS

Un instrument communément émis par les états afin d'accroître l'efficacité des marchés dans des circonstances de forte inflation, mais pas uniquement...

Ces obligations sont monnaie courante dans le monde de très longue date, tant au niveau des économies développées que celui des économies émergentes et, ont souvent été émises par les Etats afin de répondre à cette problématique. Ainsi Israël et le Chili ont émis des obligations indexées sur l'inflation depuis le milieu des années 1950, le Brésil depuis 1964, le Royaume Uni depuis 1981, le Mexique depuis 1989 pour n'en citer que quelques-uns.

Depuis, ces instruments ont joué un rôle crucial dans les économies de ces pays ainsi que dans le développement et le fonctionnement efficient de leurs marchés financiers. En effet, le bénéfice de ces instruments ne se limite pas à protéger les épargnants et les investisseurs de l'érosion due à l'inflation, ou encore à encourager l'épargne dans un contexte inflationniste. Ceux-ci trouvent une place naturelle dans les portefeuilles des fonds de pensions, dont les prestations sont réévaluées à l'inflation ou même à l'actif des assureurs non-vie dont les passifs s'alourdissent avec l'inflation. Ils constituent de ce fait un élément essentiel de la gestion actif-passif.

Exemples de pays émetteurs de dette obligataire indexée à l'inflation

Pays Emetteur	Année de la première émission	Inflation pendant l'année d'émission	Dette obligataire indexée à l'inflation (% de la dette obligataire totale)			
			0%	10%	20%	30%
Afrique du Sud	2000	5,4%				
Allemagne	2006	1,6%				
Brésil	1964	91,9%*				
Canada	1991	5,6%				
Chili	1956	56%**				
Espagne	2014	-0,15%				
Etats Unis	1997	2,3%				
France	1998	0,65%				
Italie	1983	14,7%				
Méxique	1989	20,0%				
Nouvelle Zélande	1977	14,4%				
Royaume Uni	1981	11,9%				
Turquie	1999	64,9%				

Source : FMI, World Bank, Ministères des Finances, banques centrales, Factset, Elaboration CDG Capital Insight

*Jacky Buffet : « Les réformes structurelles au Brésil : quatrième étape du modèle de développement ? », Éditions de l'IHEAL, 1993

**L'accélération du processus inflationniste et le déclenchement des mécanismes cumulatifs de hausse : l'inflation chilienne, édition de l'IHEAL, 1959

NB : Encours à fin avril 2022 (mars 2022 à défaut), l'encours de la dette indexée sur l'inflation est ajusté au coefficient d'indexation d'inflation

...les états émettent de la dette indexée à l'inflation autant pour des raisons d'efficacité des marchés que pour des raisons qui leurs sont plus directement avantageuses :

i. Réduire le coût de la dette souveraine

Émettre de la dette liée à l'inflation peut permettre de réduire le coût de la dette si les anticipations d'inflation par le marché sont exagérées. Ainsi les gouvernements émetteurs paient un coupon inférieur s'ils réussissent à maintenir une inflation en dessous du niveau anticipé par le marché. De plus, en complétant leurs besoins de financement par un instrument de dette supplémentaire, qui répond mieux au besoin des investisseurs en termes de protection contre l'inflation, les gouvernements évitent d'exercer une pression à la hausse sur la courbe des taux nominale.

Dans des configurations macro-économiques où l'inflation est très forte et volatile, les obligations indexées se sont avérées être cruciales au financement de l'état. Ce fut le cas pour certains pays d'Amérique Latine au milieu du siècle dernier par exemple.

ii. Une gestion du risque d'adéquation actif-passif pour les trésors publics

Un outil de financement indexé à l'inflation peut constituer un outil de gestion actif-passif pour les finances des gouvernements car les revenus fiscaux, particulièrement les impôts indirects (TVA, TIC et droits de douane), sont naturellement indexés sur l'inflation.

iii. Encourager l'épargne et capter une plus large partie de la monnaie en circulation dans le circuit financier

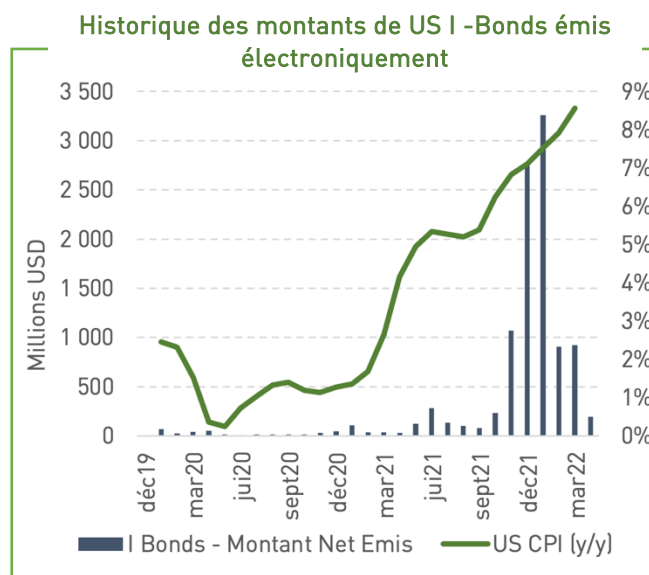
Des instruments liés à l'inflation participent au développement du marché financier. Ceux-ci encouragent l'épargne davantage et réduisent la circulation de la monnaie fiduciaire, au bénéfice d'un déploiement de l'épargne plus efficient pour le financement de l'économie productive.

Illustrant ce point, aux Etats Unis les ventes de I bonds (produit d'épargne du Trésor américain pour les particuliers, dont les taux servis sont indexés à l'inflation) ont connu une hausse spectaculaire depuis le T4-2021.

Autre exemple d'actualité, le ministre du Trésor et des Finances turc a déclaré lors d'un interview avec *Hurriyet*, le 02 mai 2022, que les travaux de conception d'une obligation protégée contre l'inflation pour les investisseurs individuels ont été achevés. Notons que le cas de la Turquie est particulier du fait que son économie est en train de connaître un taux d'inflation record de 70% en glissement annuel à fin avril 2022.

iv. Développer les marchés financiers et promouvoir leur efficacité

Des instruments liés à l'inflation fournissent un instrument de couverture du risque inflation pour les fonds de pension et caisses de retraite dont les passifs sont liés à l'inflation sur le long terme. Face à ceux-ci, certaines entreprises d'infrastructure et autres établissements publics émettent de la dette indexée sur l'inflation pour leurs besoins de gestion actif/passif (ex. Network Rail et Thames Water parmi tant d'autres au Royaume Uni, SNCF et CADES en France). De plus, le développement de cette classe d'actifs a permis l'essor d'un marché de produits dérivés sur l'inflation tels que les swaps d'inflation entre autres. Ceux-ci sont utilisés par les investisseurs



Source : U.S. Treasury, Factset

institutionnels comme les fonds de pensions ou encore par certaines entreprises d'infrastructure, au Royaume-Uni notamment, pour les besoins de la gestion actif/passif.

v. *Fournir des indicateurs de l'anticipation d'inflation par les marchés pour les besoins de politique monétaire et budgétaire*

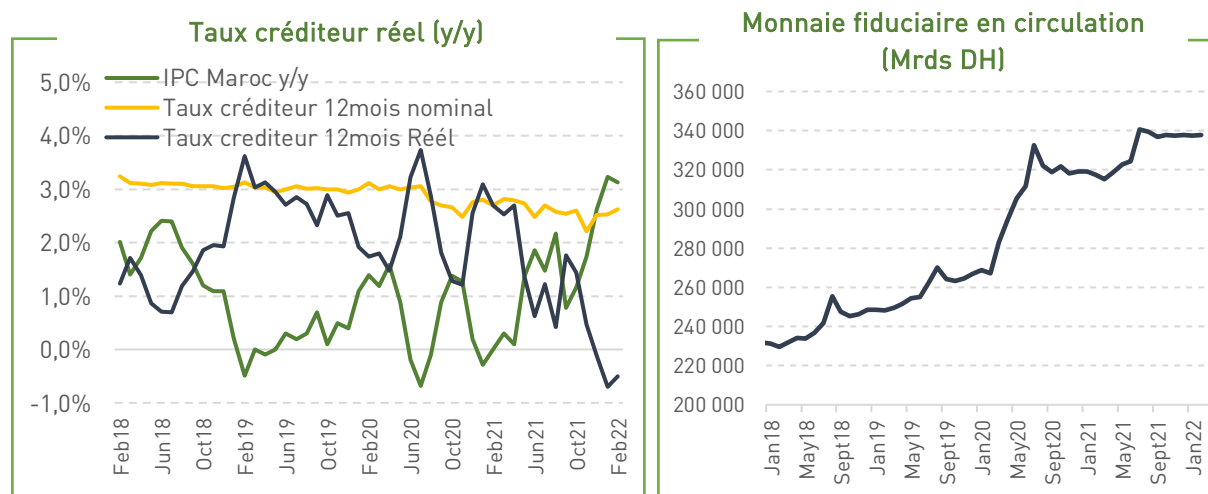
La comparaison des prix d'échange des obligations indexées à ceux des obligations nominales permet de renseigner davantage les autorités financières sur les anticipations du marché quant à l'inflation future et par ricochet le taux d'intérêt réel. De telles informations seraient potentiellement utiles au pilotage de la politique monétaire et fiscale, mais aussi pour renseigner les stratégies d'investissement des acteurs du marché.

LE CONTEXTE ACTUEL EST ASSEZ OPPORTUN POUR VOIR NAÎTRE UNE TELLE INITIATIVE AU MAROC

Comme exposé précédemment, l'économie marocaine s'inscrit dans un contexte globalement inflationniste, dont les effets se font sentir principalement via l'inflation importée. A l'heure actuelle, la politique de Bank Al Maghrib a été de maintenir le taux directeur à son niveau historiquement bas, car une hausse ne servirait pas à contenir cette inflation et risquerait de ralentir la croissance. Il n'en reste pas moins que les épargnants et les investisseurs en subissent les effets.

Un outil de protection de l'épargne contre l'inflation dans un environnement de taux bas

Les taux de rémunération des dépôts bancaires ont enregistré un recul important sur la période 2016-2019³, qui a été amplifié par la baisse du taux directeur de 75 Pbs enregistré en 2020. Ceci a induit le passage des taux créditeurs réels en territoire négatif en 2022 suite à une remontée des pressions inflationnistes. De plus, ayant connu une hausse importante de la monnaie fiduciaire, le Maroc pourrait bénéficier d'une initiative qui encouragerait l'épargne dans un contexte où la monnaie fiduciaire se dévalue plus rapidement. Ainsi une émission de BDTi pourrait être attractive pour les OPCVM obligataires.



Source : Bank Al Maghrib, HCP, Calculs CDG Capital Insight

Source : Bank Al Maghrib

³ En dépit de la quasi-stabilité du taux directeur sur la période 2016-2019, les taux créditeurs bancaires ont poursuivi leurs tendances baissières passant de 3,46% à 3% pour les DAT 12 mois; 3,08% à 2,72% pour les DAT 6 mois contre une stabilité du taux relatif aux comptes sur carnet au niveau de 1,89%

Une couverture du risque d'inflation pour les investisseurs institutionnels, sans réduire la duration du portefeuille avec le corollaire de la perte de rendement

Les investisseurs institutionnels tels que les assureurs et les caisses de retraite auraient à disposition un instrument d'investissement leur permettant d'immuniser leurs bilans contre le risque d'inflation. Ce risque se manifeste à l'actif de toutes catégories d'investisseurs en diminuant le rendement réel des investissements. Au passif, le risque peut se matérialiser par une indexation explicite ou implicite à l'inflation. Ce serait le cas des pensions de retraite revalorisées à un indice lié à l'inflation, ou encore certains passifs d'assurances non vie en run-off⁴ qui peuvent augmenter avec l'inflation.

En l'absence d'un instrument de couverture, la perception d'un risque d'inflation prolongée pourrait induire une ou plusieurs des réactions suivantes de la part des investisseurs institutionnels :

- Réduire la duration des portefeuilles obligataires dans l'attente d'une hausse des taux des Bons du Trésor de maturité moyenne à long terme. Ceci aurait pour corollaire une perte de rendement étant donné que les taux courts restent ancrés au taux directeur de Bank Al-Maghrib.
- Réviser l'allocation en actions afin de surpondérer les secteurs qui auraient un fort potentiel pour transférer la hausse des coûts de production aux consommateurs afin de protéger leurs marges. Néanmoins, la profondeur du marché ne permettrait pas une couverture substantielle, sans parler du caractère hypothétique d'une telle stratégie

Par conséquent, une BDTi permettrait à ces investisseurs institutionnels de couvrir leur exposition au risque d'inflation sans réduire la duration de leur portefeuille (à maturité égale, une BDTi aurait une duration supérieure à celle d'une obligation nominale), voire d'améliorer le rendement de leur portefeuille, pour peu que le niveau d'inflation actuel se pérennise plus longtemps que prévu.

Encadré 2 : Illustration chiffrée d'une obligation indexée à l'inflation (BDTi)

Afin de compléter notre illustration par un tableau de flux, nous supposons une émission de maturité 5 ans. Le scénario d'inflation attendue correspond aux projections de Bank Al Maghrib pour illustration.

Ainsi peut-on voir dans le tableau de flux ci-contre que le remboursement en principal correspond au montant emprunté initialement de 100, majoré d'un ajustement pour l'inflation de 13, protégeant ainsi l'investissement initial contre l'inflation. En contrepartie, l'investisseur accepte des intérêts équivalents

approximativement à ceux d'une obligation nominale 5 ans, diminués des anticipations du taux d'inflation moyen sur la période totale de 5 ans. La prime d'émission de 1,7 permet de compenser le fait que l'obligation paie un coupon nul alors que le taux réel est négatif (-0,31%)

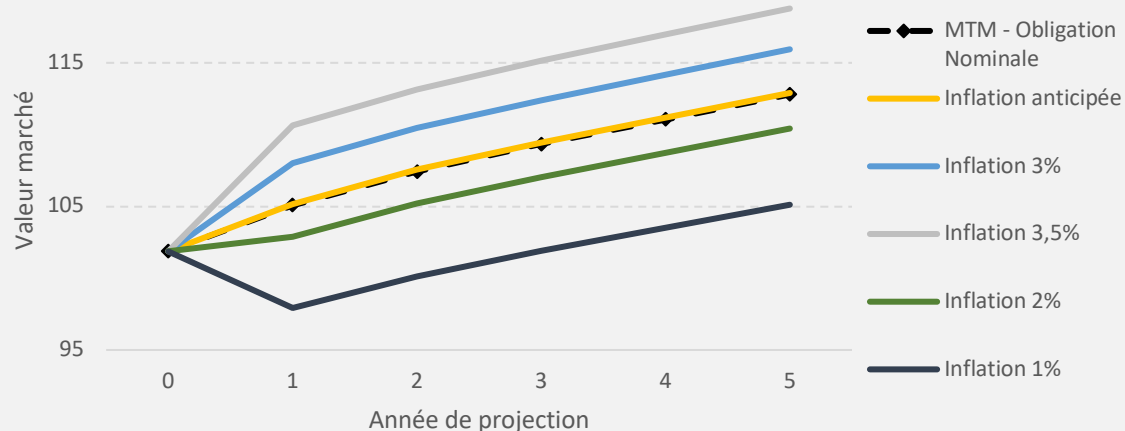
Tableau de flux illustratif- BDTi 5 ans

Date	0	1	2	3	4	5
Inflation anticipée (y/y)		4,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
IPC projeté	100	105	107	109	111	113
Courbe des taux		1,6%	1,8%	1,9%	2,1%	2,1%
Paielement principal		0	0	0	0	113
Intérêts		0	0	0	0	
Facteur d'actualisation		98%	97%	95%	93%	90%
TRI Réel	-0,31%					
TRI nominal	2,12%					
Prix d'émission	101,7					

⁴ Sinistres issus de contrats passés et non encore payés

Encadré 2 : Illustration chiffrée d'une obligation indexée à l'inflation (BDTi) - Suite

Projection de la valeur marché sous différents scénarii d'inflation future
(Hypothèse de courbe de taux constante)

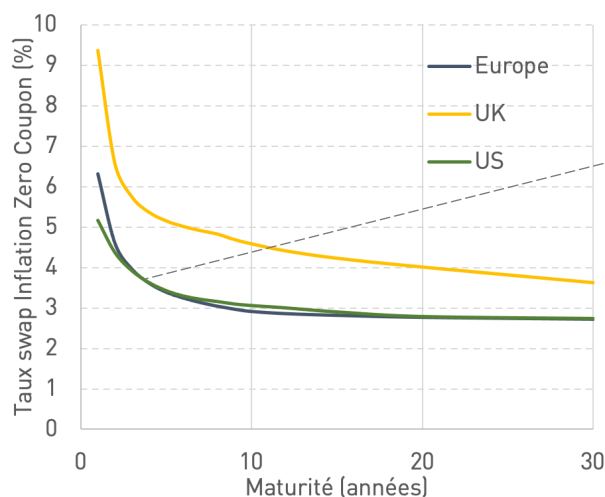


Source : Calculs et hypothèses CDG Capital Insight

Un outil d'optimisation du coût de la dette du Trésor dans un contexte d'anticipations d'inflation globale hautes par le marché

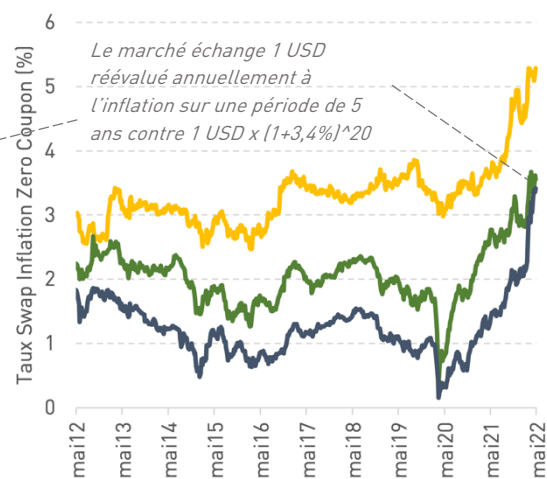
Les anticipations du niveau d'inflation par les acteurs des marchés financiers mondiaux ont atteint des niveaux très élevés. Le graphique ci-dessous illustre ces anticipations pour les marchés US, Euro et UK telles qu'induites par les niveaux des taux de swaps d'inflation de maturité 5 ans. Celles-ci ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis plus de 10 ans.

Courbe des taux swap d'inflation



Source : Bloomberg, au 3 Mai 2022

Historique Taux Swap Inflation- Maturité 5 ans



Source : Bloomberg

De telles anticipations par les marchés internationaux d'une forte inflation future pourraient induire des anticipations d'autant plus hautes dans le marché marocain. Le Trésor pourrait alors cristalliser des conditions de financement favorables si l'inflation réalisée à l'avenir s'avérait inférieure aux anticipations du marché au moment de l'émission. Ce faisant, le Trésor optimiserait le coût de la dette en évitant d'accroître les taux nominaux long terme dans un contexte inflationniste.

A la fin du premier trimestre 2022, les taux 5 ans des bons du Trésor fluctuent aux alentours de 2,1%. Par ailleurs, le dernier rapport de Bank Al-Maghrib sur la politique monétaire, publié à l'occasion de la tenue du premier Conseil de l'année 2022, prévoit un taux d'inflation annuel à 4,7% à fin 2022, avant de le voir se stabiliser à 1,9% en 2023. A supposer que ce scénario se réalise, et que l'inflation demeure constante à 1,9% jusqu'à fin 2027, ceci induirait une inflation moyenne de 2,6% sur une période de 5 ans. Un tel scénario conduirait à un taux réel négatif aux alentours de -0,3% sur 5 ans.

La dernière statistique du HCP du mois de mars 2022 montre une accélération de l'inflation, avec un taux de 5,3% en glissement annuel. Ceci pourrait alimenter davantage une anticipation d'inflation pérenne durant les années avenir de la part des acteurs du marché. Si cette anticipation de la part des investisseurs venait à dépasser un niveau d'inflation moyen de 2,6% pour les 5 années avenir, le Trésor pourrait émettre de la dette avec un taux réel 5 ans inférieur à -0,3%⁵.

Un renouveau d'intérêt des investisseurs dans les marchés mondiaux pour de la dette liée à l'inflation

Nous observons récemment un grand intérêt de la part des investisseurs pour ce type d'instruments. Une nouvelle émission par Agence France Trésor d'une OAT€i 2053 en janvier 2022 a été sursouscrite plus de huit fois avec un taux de rendement réel de -0,926%⁶, illustrant cet appétit grandissant des investisseurs pour de la dette souveraine de longue maturité et indexée à l'inflation. L'Italie a pour sa part émis en février une nouvelle obligation BTP€i 10 ans qui a été sursouscrite près de quatre fois⁷, tandis que le Royaume Uni a émis le 27 avril 2022 une obligation de maturité très longue (2073) qui a attiré un carnet d'ordre robuste selon le *Debt Management Office* anglais.

Une émission BDTi servirait de benchmark important pour des émissions éventuelles de la part des établissements publics et entreprises privées, contribuant ainsi de façon significative au développement des marchés financiers

L'intérêt d'un tel instrument du côté émetteur ne se limiterait pas seulement au Trésor, mais pourrait s'étendre à certains établissements publics dont les revenus sont directement ou indirectement liés à l'inflation (Transports, Eau et Energie...), ou encore à certaines entreprises privées ayant potentiellement la faculté d'ajuster leurs prix à l'inflation sans perte importante de volume. Ceci aurait à son tour pour conséquence souhaitable de fournir davantage de profondeur au marché de la dette liée à l'inflation, et au marché de la dette privée en général.

Néanmoins il serait moins probable de voir apparaître une émission indexée sur l'inflation dans le secteur privé sans qu'une émission du Trésor ne vienne apporter de la structure et un cadre à ce genre d'instrument.

Ainsi, un certain nombre d'aspects pourraient être éclairés par une première émission étatique :

- Le choix de l'indice d'indexation (inflation, inflation non alimentaire, ou encore inflation sous-jacente)
- Le positionnement de l'indice comme un paramètre traitable sur le marché et utilisable pour la valorisation des obligations
- Servir de point d'ancrage des anticipations d'inflation future par les marchés financiers, et explorer l'appétit des investisseurs pour cette nouvelle classe d'actifs

⁵ En supposant que la courbe d'emprunt des BDT demeure au niveau actuel (2,1% pour une maturité 5 ans)

⁶ Source : Agence France Trésor

⁷ Source : Ministère de l'Economie et des Finances, Italie. L'Italie a aussi émis d'autres obligation

- Isoler l'effet nouveauté de l'instrument des considérations de risque de crédit pour les investisseurs
- Permettre aux investisseurs de mettre en place les prérequis comptables, fiscaux et réglementaires et faire évoluer les systèmes de gestion en conséquence (valorisation, gestion des flux, mesure des risques etc...)
- Apprécier la liquidité d'une telle obligation dans le marché (les obligations indexées sur l'inflation sont généralement moins liquides que leurs benchmarks conventionnels)

CONCLUSION

Une émission d'une obligation indexée sur l'inflation par le Trésor marocain marquerait une étape importante dans le développement du marché financier marocain. Elle arriverait notamment à point nommé pour combler un vide en termes d'instruments financiers avec une protection contre l'inflation qui pourrait se faire sentir de plus en plus par les investisseurs et les épargnants dans le contexte actuel.

De plus, elle constituerait un benchmark pour des émissions similaires de la part des établissements publics et des entreprises privées, posant ainsi les prémises pour l'émergence d'une nouvelle classe d'actifs dans le paysage financier marocain.

Au-delà des bénéfices pour les investisseurs et pour le marché des capitaux, le Trésor bénéficierait d'un nouvel outil de financement lui donnant un degré de liberté additionnel pour la gestion de la dette. Les évolutions de cette nouvelle classe d'actifs seront une source d'informations précieuse pour les autorités financières pour renseigner davantage les politiques budgétaires et monétaires.

ANNEXE

Encadré 3 : Principe des obligations indexées sur l'inflation

A titre d'exemple, le tableau ci-dessous résume les caractéristiques ou termes principaux d'une obligation indexée à l'inflation de maturité P années, indexée sur l'indice des prix à la consommation de référence du pays XYZ.

Exemple de termes indicatifs simplifiés	
Emetteur	[XYZ]
Notionnel	[100]
Prix d'émission	[1●●] de façon à éviter un coupon négatif
Maturité	[P années]
Indice de référence (Date t)	IPC du pays, constaté au début du [n]-ième mois précédant la date t
Fréquence de paiement du coupon	Annuelle ou semi-annuelle
Coupon payé (Date t)	$[100] \times \text{Coupon Réel} \% \times \text{Coefficient d'Indexation}$
Remboursement en Principal à Maturité	$[100] \times \text{Max}(\text{Coefficient d'Indexation} ; \text{Seuil})$
Coefficient d'indexation	$\frac{\text{Indice de Référence (Date t)}}{\text{Indice de Référence (Date d'émission)}}$
Seuil	[●]
Coupon Réel	[●]

L'introduction d'un Seuil de 100% permet de protéger le principal contre un scénario de déflation. C'est le cas pour les obligations indexées en France et l'Italie entre autres. Les obligations émises par d'autres pays tels que le Royaume Unis n'ont pas de protection du principal avec un seuil à 0, permettant ainsi un remboursement inférieur au montant emprunté initialement. Il est à noter qu'un seuil de 100% induit un caractère optionnel qui doit être valorisé en tant que tel.



Casablanca, Maroc
Tel : 05 22 23 97 12

Directeur Insight
Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital insight.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital insight au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change.

Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.