

Synthèse

- En matière de politique monétaire, la Fed a reconduit à l'identique son taux directeur à 5,25 % à l'issue de sa réunion du 21 mars, soit le même niveau depuis juin 2006. Le communiqué de la Fed a laissé, par ailleurs, entendre que le resserrement monétaire a touché à sa fin. De l'autre côté, la normalisation monétaire entamée par la BCE depuis décembre 2005 est appelée à se poursuivre, sur fond de redressement graduel du climat conjoncturel dans la zone euro.
- Les cours de pétrole sont orientés à la hausse, affectés par la montée des tensions autour du dossier nucléaire iranien, amplifiée par la crise des otages britanniques. Le cours du Brent s'est apprécié ainsi de 12%, pour s'établir à 68,5 dollars à la fin du mois.
- Sur le marché des changes, l'euro a dépassé le seuil de 1,33 dollar, soutenu par l'abandon de la Fed de son biais haussier et par la publication de statistiques encourageantes, reflétant le bon comportement de l'activité dans la zone euro. Par ailleurs, la divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique pourrait favoriser l'appréciation de l'euro au cours des prochains mois.
- Les marchés boursiers américain et européen ont regagné leur vigueur en mars, favorisés entre autres par d'importantes opérations de fusions-acquisitions. Ainsi, les indices S&P 500 et Eurostoxx 50 ont progressé respectivement de 1,3% et 3,7% sur la période considérée. Dans le même sillage, l'indice boursier émergent "MSCI EM" en dollar s'est apprécié de 5,3% en mars.
- Les primes de risque assorties aux titres obligataires des pays émergents (EMBI+) se sont fortement atténuées pour retrouver leur niveau d'avant la correction de la bourse de Shanghai. Cette évolution s'inscrit également en ligne avec l'amélioration des fondamentaux du crédit souverain des pays émergents.

Tableau de bord

(variations en % sauf indication contraire)

	Valeur Au 30/03/2006	Var mensuelle (m/m)	Var par rapport à fin 2006	Var annuelle (a/a)
<i>Eur/USD</i>	1,331	0,7	0,7	10,1
<i>Eur/MAD</i>	11,161	0,1	0,1	1,9
<i>USD/MAD</i>	8,387	-0,6	-0,4	-7,6
<i>Brent</i>	68,5	12,1	21,1	4
<i>S&P 500</i>	1421	1,3	0,3	9,3
<i>Eurostoxx 50</i>	4181	3,7	-0,2	7,9
<i>EMBI+ (pb)</i>	166	-20	-3	-28

Incidences et enseignements pour le Maroc

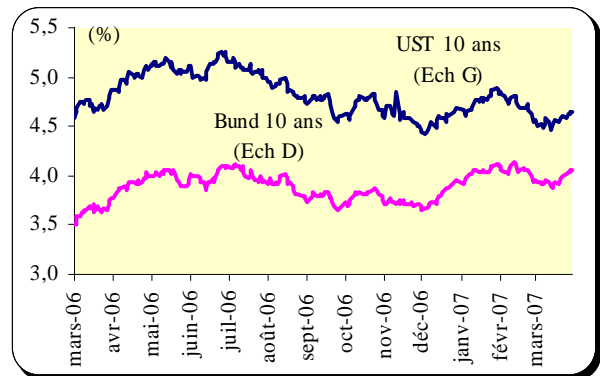
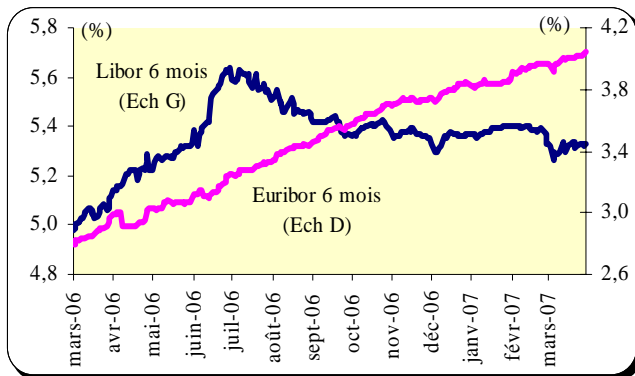
- La facture pétrolière du Maroc s'est établie à 2,57 milliards de dirhams à fin février 2007, en baisse de 11,5% par rapport à la même période de l'année 2006. Cette évolution est la conséquence d'un repli du prix moyen de la tonne importée de 16,2% et d'une hausse du volume importé de 5,7%. A titre de comparaison, le cours du baril importé par le Maroc s'est chiffré à 54,07 dollars au cours du février, contre un cours mondial moyen du Brent de 57,3 dollars/baril sur la même période.
- A fin mars 2007, l'agence de rating Standard & Poor's (S&P) a révisé ses perspectives concernant la notation souveraine du Maroc de Stable à Positive et a confirmé la notation du Royaume pour sa dette libellée en devises (« BB+ » pour la dette à long terme et « B » pour la dette à court terme) et en monnaie locale (« BBB » pour la dette à long terme et « A-3 » pour la dette à court terme). Cette révision prend appui sur l'amélioration de la croissance économique au Maroc, conjuguée au renforcement continu de la situation budgétaire et de la position extérieure de notre pays.

Il convient de souligner que pour la première fois un communiqué de Standard & Poor's évoque explicitement l'éventualité d'une transition de la notation souveraine du Maroc au « rang investissement ». Néanmoins, cette transition demeure contrainte par l'accélération de l'effort de consolidation budgétaire et l'amélioration des indicateurs socio-économiques, selon S&P.

Sources d'information

- Boursorama : « Actualités taux et devises », www.boursorama.com
- BNP Paribas : « EcoWeek », publications hebdomadaires, www.bnpparibas.com.
- Crédit Agricole : « Perspectives Hebdo », www.credit-agricole.fr
- JP Morgan : "Emerging Market Today", www.morganmarkets.com
- Energy Information Administration: "Weekly Petroleum Status Report", www.eia.doe.gov
- Autres : www.bloomberg.com, www.reuters.com, www.lesechos.fr

1. Marché des taux

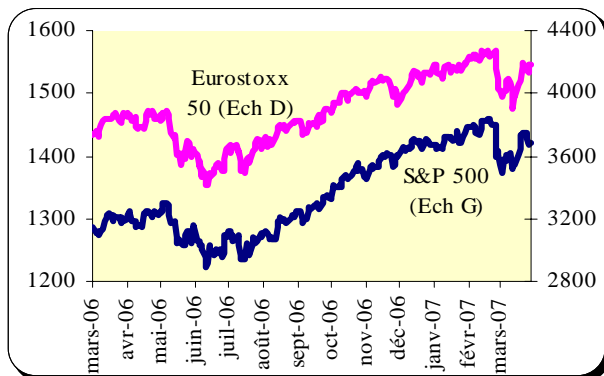


Source : Reuters

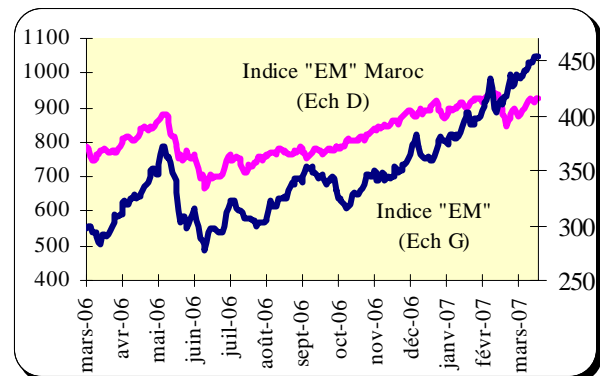
Sur les marchés des taux, le rendement des emprunts d'État américains à 10 ans est passé de 4,56% à 4,64% entre les 1^{er} et 30 mars 2007, dans un contexte de montée des inquiétudes concernant le risque inflationniste. Sur la même période, le rendement du Bund allemand, de maturité comparable, s'est inscrit en hausse de 11 pb pour atteindre 4,06%, en lien avec l'amélioration des perspectives de l'activité économique dans la zone euro, corroborée par le rebond de plusieurs indicateurs conjoncturels.

En matière de politique monétaire, la Fed a maintenu son taux directeur à 5,25 % à l'issue de sa réunion du 21 mars, soit le même niveau depuis juin 2006. Le communiqué de la Fed a laissé, par ailleurs, entendre que le resserrement monétaire a touché à sa fin. Dans la zone euro, la normalisation monétaire entamée par la BCE depuis décembre 2005 est appelée à se poursuivre, sur fond de redressement graduel de l'activité dans la zone euro.

2. Principaux indices boursiers



Source : Reuters



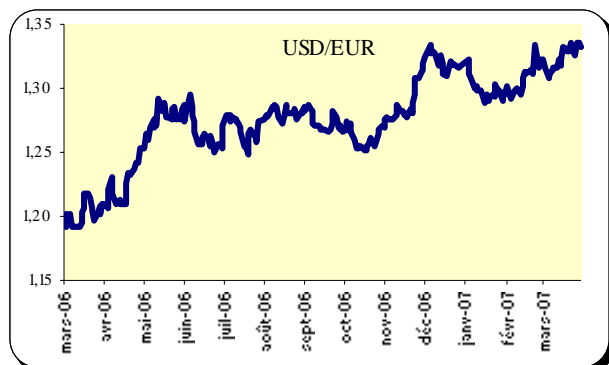
Source : MSCI

Les marchés boursiers américain et européen ont regagné leur vigueur en mars. Ainsi, l'indice boursier S&P 500 a progressé de 1,3%, en lien avec les anticipations des marchés quant à une éventuelle baisse des taux directeurs de la Fed. De son côté, l'indice Eurostoxx 50, référence de la zone euro, a rebondi de 3,7% sur la même période, profitant de l'amélioration du climat des affaires dans la zone euro et la reprise des opérations de fusions-acquisitions.

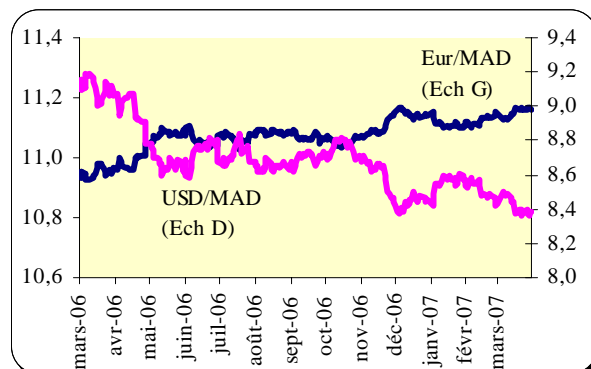
Dans le même sens, l'indice boursier émergent "MSCI EM" en dollar a progressé de 5,3% en mars, reflétant un regain de confiance des investisseurs en faveur des marchés actions émergents, notamment ceux d'Asie et d'Europe émergente.

Pour sa part, l'indice "EM Maroc" a progressé de 10,5% sur la même période, soit une performance nettement supérieure à celle enregistrée par les places boursières de la région. La vigueur du marché action marocain s'inscrit en ligne avec le niveau favorable des valorisations, suite au rebond des résultats de certaines grandes entreprises cotées, et l'amélioration de la liquidité favorisée par les nouvelles introductions.

3. Marché des changes



Source : BCE



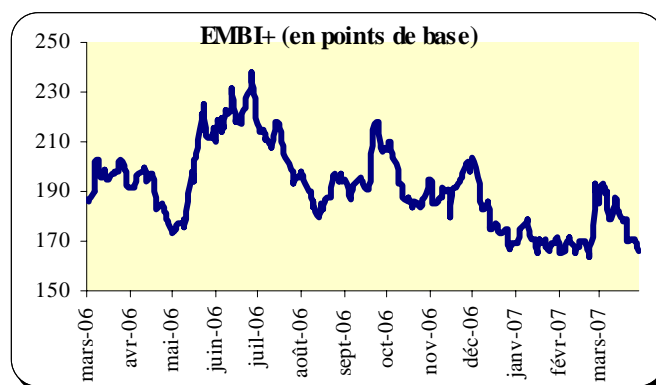
Source : Bank Al-Maghrib

Sur le marché des changes, l'euro a dépassé le seuil de 1,33 dollar, porté par l'abandon de la Fed de son biais haussier, conjugué à la publication de statistiques économiques laissant entrevoir une poursuite de la vigueur de l'activité dans la zone euro. Cette appréciation est loin d'être passagère, les marchés continuant de tabler sur une poursuite de la vigueur de la monnaie unique à mesure que le différentiel de taux de part et d'autre de l'Atlantique s'estompe.

Dans le sillage de l'évolution des deux principales devises, le dirham s'est déprécié face à l'euro et s'est apprécié face au dollar. A fin mars 2007, la parité du dollar par rapport au dirham s'est établie à 8,387 (en baisse de 7,6% par rapport à fin mars 2006), tandis que l'euro s'échangeait à 11,161 dirhams (en appréciation de 1,9% par rapport à la même période de 2006).

4. Indice obligataire émergent

Les primes de risque assorties aux titres obligataires émis par les pays émergents (EMBI+) se sont inscrites en baisse entre les 1^{er} et 31 mars 2007 pour retrouver les niveaux d'avant la correction de la bourse de Shanghai. L'atténuation de l'aversion au risque des investisseurs pour cette catégorie d'actifs financiers fait suite au bon comportement des fondamentaux économiques et des indicateurs de solvabilité des principaux emprunteurs émergents.

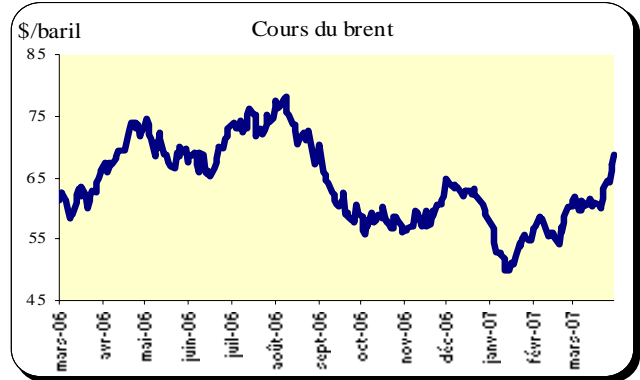


Source : JP Morgan

De leur côté, les spreads assortis aux titres marocains traités sur le marché secondaire de la dette, en l'occurrence ceux de la "tranche A" et de l'"eurobond 08" évoluent globalement à des niveaux relativement faibles, avec une baisse de près de 8 pb et 3 pb respectivement entre les 1^{er} et 30 mars 2007. De plus, les titres financiers marocains continuent de bénéficier d'une forte demande auprès des investisseurs, comme en témoigne leur niveau de prix (100,331 pour l'eurobond et 100,250 pour la tranche A).

5. Cours pétroliers

Après s'être fortement repliés en début d'année, les cours pétroliers sont repartis à la hausse pour s'établir à 68,5 dollars le baril à fin mars, en hausse de plus de 7 dollars par rapport au début du mois. Le renchérissement des cours s'explique principalement par la baisse des stocks de produits pétroliers dans les pays développés et la montée du risque géopolitique suite à l'accroissement des tensions autour du dossier nucléaire iranien.



Source : US EIA

En termes de perspectives, l'approche de la « driving season » aux Etats-Unis à un moment où les stocks d'essence sont plus bas par rapport à la même période de l'année précédente, conjuguée à la révision à la hausse de la prime de risque géopolitique, laisse suggérer que les prix pétroliers pourraient vraisemblablement se maintenir à un niveau élevé. Cette évolution se trouve confortée par les cours à terme qui se situent actuellement à 70 dollars le baril pour les livraisons de mars 2008.

Focus : Perspectives du marché pétrolier mondial

La forte volatilité des cours pétroliers laisse suggérer que le marché pétrolier est entré dans une nouvelle phase caractérisée par une rupture par rapport à la période où le pétrole était à bon marché. Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour justifier une telle réalité. Il s'agit tout d'abord des considérations liées aux fondamentaux du marché pétrolier. Du côté de l'offre, l'insuffisance des capacités résiduelles, amplifiée par la domination des régions à maturité dans la production pétrolière mondiale, se traduit par la mise en production de nouveaux champs dont les coûts d'exploration et de développement sont très élevés.

A cet égard, l'Agence Internationale de l'Energie estime qu'il faudra investir d'ici 2030 plus de 6 trillions de dollars pour continuer de faire face à la croissance de la demande mondiale de pétrole, soit 220 milliards de dollars annuellement. Dans ces conditions, les prix pétroliers devraient évoluer à des niveaux permettant d'absorber l'accroissement des coûts unitaires et de renforcer le rendement du capital investi. C'est d'ailleurs dans cette optique que s'inscrivent les orientations actuelles de l'OPEP qui défend implicitement une fourchette de prix comprise entre 50 et 60 \$/b.

Du côté de la demande, il y a lieu de souligner que l'absence de réaction significative de la consommation pétrolière, face au contexte de hausse des cours internationaux depuis deux ans, résulte simultanément de l'inexistence à court terme de substituts énergétique et technologique économiquement viables à la ressource pétrolière. Les pays émergents hors OCDE, qui alimentent déjà les trois quarts de la croissance globale du marché pétrolier, recèlent l'essentiel des besoins de mobilité devant être satisfaits dans le futur. La demande de carburants constitue un facteur puissant à même d'assurer la progression du marché pétrolier sur un rythme au moins égal à celui des deux dernières décennies, soit plus de 1,5 Mb/j par an.

Les contraintes liées aux fondamentaux du marché pétrolier sont, toutefois, contrebalancées par un certain nombre de facteurs. Il s'agit d'abord des considérations environnementales, le pétrole étant responsable de 40 % des émissions de CO2 et de 30 % de la totalité des gaz à effet de serre. Dès lors, la tertiarisation des économies et les progrès techniques seraient de nature à accélérer le trend baissier de l'intensité en pétrole de la croissance mondiale. Le niveau actuel des prix pétroliers devrait constituer une opportunité pour favoriser les économies d'énergie et les produits de substitutions.

La seule source de difficulté est liée au modèle de croissance emprunté par la Chine, avec son vaste programme d'infrastructure et le rattrapage de revenu de sa population. De l'autre côté, la question des réserves pétrolières n'est pas encore tranchée. Les craintes d'un épuisement de la ressource pétrolière se sont avérées exagérées. A titre de rappel, le ratio (production/réserves prouvées) est passé de 30 ans en 1973 à plus de 50 ans actuellement, sachant que le potentiel de découverte et la montée du pétrole non conventionnel (huiles lourdes, off-shore, pétrole synthétique) pourraient rallonger cette durée de vie.

Tenant compte de l'ensemble de ces facteurs, la plupart des prévisions établies par les institutions internationales tablent sur un maintien des prix pétroliers à un niveau soutenu en 2007 dans une fourchette de 55-60 (\$/b), même si un tel niveau de prix n'a rien d'égal avec les pics enregistrés durant l'été 2006. Néanmoins, la plupart des prévisions des prix pétroliers s'attendent à une modération progressive des cours pétroliers, sous l'effet conjugué de l'amélioration de l'offre et de l'accroissement de l'efficacité énergétique.

L'écart de prévisions établies par les différentes sources est pratiquement plus important pour ce qui est du court terme, en raison de la forte volatilité des cours pétroliers et leur sensibilité aux événements géopolitiques. En revanche, à partir de 2009, exception faite de l'EIA qui table sur un maintien des prix en dessus de 50 (\$/b) jusqu'à 2010, la plupart des prévisions projettent un prix de baril autour de 45 dollars à l'horizon 2015.

Prévisions des prix pétroliers (2007-2015)

(USD/Baril)

	2007		2008	2009	2010	2015
	Prévision	(moy jan-mar s2007)				
EDC* (Canada)	55	57,6	50	45	45	45
Banque mondiale	56		52,7		50	35
Schroders** (France)	54,75		49,75	43,75		
EIA (Etats-Unis)	59,4		57,2	54	51	44,6
Moyenne	57,5		53,5	47,6	48,7	41,5

(*) Société d'Etat canadienne offrant des services de financement et de gestion des risques (portefeuille clientèle 57 milliards USD)

(**) Fonds de gestion (total bilan 122 milliards USD)