

Conjoncture Financière Internationale

Avril 2011

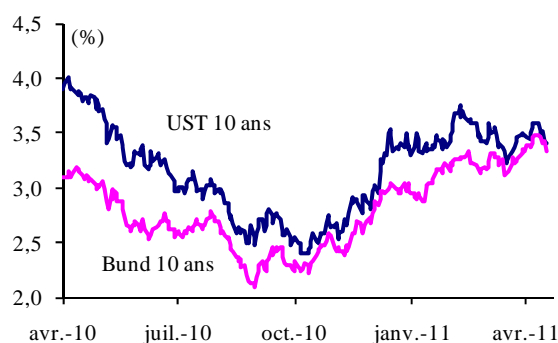
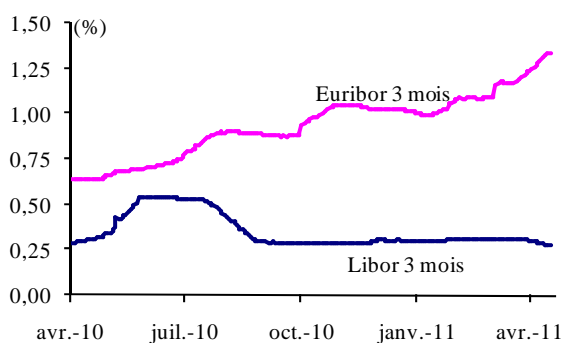
Synthèse

- Les marchés financiers ont connu récemment un regain d'appétit pour le risque des investisseurs en ligne avec une consolidation de la reprise de l'économie mondiale, malgré la persistance de certaines incertitudes (risque nucléaire au Japon, crise politique et financière au Portugal, conflit libyen et son impact sur les cours pétroliers...). Cette évolution s'est traduite par un rebond des marchés des actions, au détriment des emprunts d'Etat jugés plus sûrs.
- Ainsi, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont enregistré des hausses respectives de 5,7% et 9,7% entre le 16 mars et le 8 avril, portant leurs gains annuels respectifs à 5,6% et 6,9%. De son côté, l'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a atteint un plus haut de trois ans le 8 avril, en hausse de 10% depuis la mi-mars, portant sa performance annuelle à 4,7%, tiré notamment par l'Europe émergente.
- Le baril de Brent a atteint un plus haut de 32 mois de 126 dollars le baril le 11 avril, en hausse de 11% sur un mois et de 36% depuis le début de l'année. La hausse est accentuée par le repli du dollar et par les craintes sur le conflit en Libye et le risque de contagion des troubles politiques à d'autres pays producteurs de pétrole de la région.
- L'euro poursuit son rebond face au dollar pour atteindre un plus haut de 15 mois de 1,45 le 12 avril, en hausse de 5% sur un mois et de 12% depuis son bas de janvier. La monnaie unique est soutenue par le différentiel de taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique, malgré la crise persistante de la dette dans la périphérie de la zone euro.
- La BCE a relevé son principal taux directeur de 25 pb à 1,25% le 7 avril, pour la première fois depuis trois ans. Elle estime que les risques sur l'inflation sont orientés à la hausse alors que les risques sur la croissance sont équilibrés. La BCE continue d'alimenter le marché en liquidités, notamment via le rachat des dettes des pays de la périphérie. En revanche, la Fed américaine a décidé en mars de maintenir son taux directeur entre 0% et 0,25%, pour une période encore prolongée, et de poursuivre son plan d'assouplissement quantitatif (QE2), afin de soutenir la reprise.
- les écarts de rendement entre les dettes des Etats en difficulté de la zone euro et le Bund allemand continuent de creuser pour atteindre des records, surtout pour la Grèce et le Portugal. Affecté par une crise financière et politique, le Portugal a demandé le 6 avril une aide financière internationale, à l'instar de la Grèce et l'Irlande. Les notes des dettes souveraines des trois pays ont été encore abaissées en avril par les principales agences de notation.
- Les primes de risque assorties aux titres obligataires émergents, représentés dans l'indice EMBI+, ont enregistré un net repli pour s'établir à 247 points le 8 avril contre 285 points le 16 mars, avant de repasser à 273 le 18 avril. Dans la région MENA, après avoir marqué une forte montée au premier trimestre, en lien avec les craintes de contagion des troubles politiques, les spreads obligataires ont marqué une nette baisse, notamment en Egypte et au Maroc.

Incidences et enseignements pour le Maroc

- Les primes de risque assorties aux titres marocains (eurobond 2017) se sont établies à 210 points le 5 avril, en baisse de 61 pb depuis leur pic du 24 février, bénéficiant de fondamentaux relativement plus solides.
- La Coface maintient la note du Maroc inchangée à "A4", estimant que la stabilité politique du pays reste garantie, malgré des tensions sociales. En revanche, la Coface a revu à la baisse les notes de certains pays de la région (Bahreïn, Tunisie, Egypte, Syrie et Libye), en raison des incertitudes liées aux troubles politiques dans ces pays.
- Malgré un net repli depuis début mars, la bourse de Casablanca a montré une meilleure résilience pendant la crise géopolitique régionale, comparativement aux autres places boursières arabes qui ont connu de fortes pertes.
- A fin mars 2011, la facture pétrolière marocaine a augmenté de 19% sur un an, à 6,5 milliards de dirhams, suite à une hausse du prix moyen de 28% (à 5.851 dirhams/tonne), malgré la baisse du volume importé de 7%. Sur la même période, les importations de blé ont plus que triplé pour atteindre 4,5 milliards de dirhams, tirées par un rebond de 83% du volume importé et de 69% du prix moyen (à 2.989 dirhams/tonne).
- Les exportations des phosphates et dérivés ont atteint 9,7 milliards de dirhams à fin mars 2011, en hausse de 48% en glissement annuel, suite à un rebond des ventes de phosphate brut de 47% et des engrais naturels et chimiques de 118%, malgré un repli de celles de l'acide phosphorique de 4%.

1. Marché des taux : remontée des rendements des obligations d'Etat



Source : Bloomberg

Suite au retour de l'attrait pour le risque des investisseurs sur la dernière période, les obligations ont été délaissées au profit d'autres actifs jugés plus risqués (actions, matières premières). Cette évolution s'est traduite par un rebond des rendements des emprunts d'Etat de part et d'autre de l'Atlantique.

Ainsi, les taux de rendement des UST à 10 ans ont augmenté de 37 points de base (pb) entre les 16 mars et le 11 avril pour s'établir à 3,59%, restant toutefois en deçà de leur pic de neuf mois atteint le 8 février (3,75%). Cette tendance haussière est soutenue par l'annonce du Trésor américain de revendre 142 milliards de dollars de titres adossés à des crédits immobiliers (MBS), acquis pendant la crise financière. Par ailleurs, Standard & Poor's a assigné une perspective négative à la note souveraine "AAA" des Etats-Unis. S&P pourrait ainsi dégrader la note d'ici à deux ans si « les législateurs américains ne parviennent pas à un accord sur la façon de gérer les déficits budgétaires ».

Le rendement du Bund allemand à 10 ans, référence de la zone euro, a atteint un plus haut de près de 20 mois, à 3,49% le 11 avril, en hausse de 37 pb depuis la mi-mars. Malgré cette hausse, les écarts de rendement entre les dettes des Etats "périphériques" de la zone euro et le Bund allemand continuent de creuser pour atteindre des records, surtout pour la Grèce (+1131 pb le 18 avril) et le Portugal (+615 pb) mais aussi pour l'Irlande (+668 pb), en raison des craintes de défaut souverain.

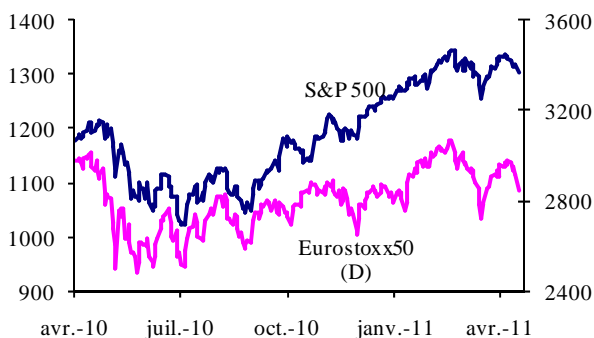
En matière de politique monétaire, la BCE a relevé son principal taux directeur de 25 pb à 1,25% le 7 avril, mettant ainsi fin à un statut quo prolongé depuis juillet 2008. Ce premier pas de normalisation de la politique monétaire vise à contenir l'inflation dans la zone euro qui a atteint 2,6% sur un an en mars, dépassant la cible de 2% depuis le début de l'année, tirée par la hausse des cours des matières premières. La BCE estime que les risques sur l'inflation sont orientés à la hausse alors que les risques sur la croissance sont équilibrés, en précisant toutefois qu'une grande incertitude persiste. Par ailleurs, la BCE continue d'alimenter le marché en liquidité, notamment à travers le rachat des dettes des pays en difficulté de la périphérie, pour contenir la hausse de leur coût d'emprunt, en attendant une solution plus pérenne.

En revanche, aux Etats-Unis, la Fed a décidé en mars de maintenir son taux directeur entre 0% et 0,25%, pour une période encore prolongée. Le Comité de politique monétaire (FOMC) a indiqué que les conditions économiques continuent de s'améliorer et impactent positivement le marché de l'emploi. Estimant que les anticipations d'inflation sont stables, le Comité a décidé de poursuivre son plan d'assouplissement quantitatif (QE2), jusqu'à fin juin, pour soutenir la reprise.

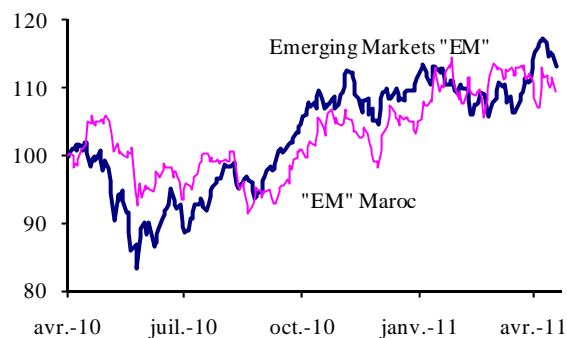
De son côté, la Banque du Japon (BoJ) a maintenu le 6 avril son taux directeur inchangé à 0,1% et a annoncé de nouveaux programmes de prêts pour aider l'économie à recouvrer après le séisme et le tsunami. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a décidé le 7 avril de laisser son taux directeur inchangé à 0,5%, malgré une inflation qui est restée supérieure à l'objectif de la Banque pour le quinzième mois consécutif (4% en mars après 4,4% en février). Ce statu quo est justifié par la faiblesse de la croissance et la persistance d'importantes capacités excédentaires dans l'économie.

2. Marchés boursiers : reprise de la tendance haussière

Les marchés boursiers ont marqué une nette remontée, soutenus par des signes d'amélioration des perspectives économiques mondiales en dépit des incertitudes persistantes. Il s'agit en particulier des bonnes enquêtes PMI dans la zone euro et de l'amélioration du marché de l'emploi aux Etats-Unis avec un recul du taux de chômage à son plus bas depuis deux ans. Ainsi, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont enregistré des hausses respectives de 5,7% et 9,7% entre le 16 mars et le 8 avril, portant leurs gains annuels respectifs à 5,6% et 6,9%. Les marchés d'actions sont également portés par les bons résultats d'entreprises et par une politique monétaire toujours accommodante.



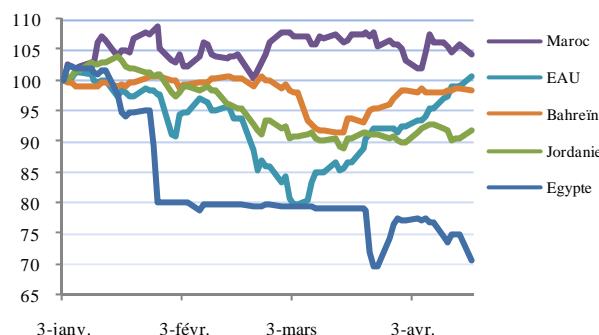
Source : Thomson-Reuters



Source : MSCI

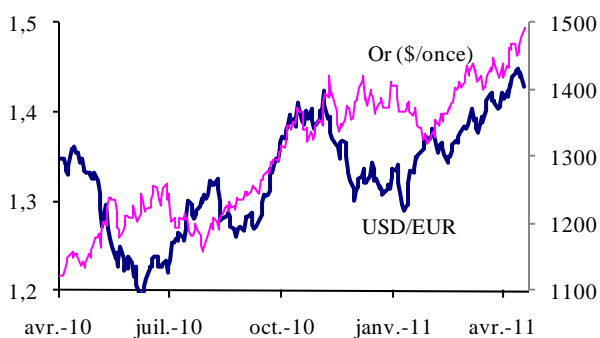
Les marchés boursiers émergents se sont inscrits en forte hausse sur les dernières semaines, stimulés par des indicateurs PMI manufacturiers robustes en Inde et en Chine ainsi que par la reprise des flux de capitaux vers les marchés émergents. Ainsi, l'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a atteint un sommet de trois ans le 8 avril, en hausse de 10% depuis la mi-mars, portant sa performance annuelle à 4,7%, tiré notamment par l'Europe émergente (Russie, Turquie, Pologne).

Malgré un récent redressement, les marchés boursiers de la région MENA n'ont effacé qu'une partie des pertes liées aux troubles politiques régionales, affichant toujours des performances annuelles négatives au 18 avril (Egypte -30%, Jordanie -8%, Oman -8%, Bahreïn -3,5%). De son côté, la bourse de Casablanca a montré une meilleure résilience pendant la crise régionale, malgré un net repli récent (baisse de l'indice MASI de 7% entre début mars et le 18 avril, portant ses pertes annuelles à 6%).



Source : MSCI

3. Marché des changes : forte remontée de l'euro face au dollar et au yen



Source : BCE, LBMA

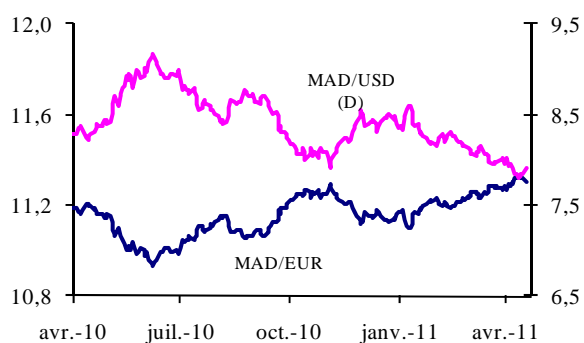


L'euro poursuit sa remontée face au dollar pour atteindre un plus haut de 15 mois de 1,45 le 12 avril, en hausse de 5,1% sur un mois et de 12% depuis son bas de janvier. La monnaie unique est soutenue par le relèvement des taux de la BCE, entamé dès ce mois d'avril, contre un statu quo prolongé de la Fed, ainsi que par des indicateurs conjoncturels favorables dans la zone euro.

Le yen a enregistré un fort repli pour atteindre début avril des creux de six mois face au dollar et de onze mois face à l'euro, affecté par le regain d'appétit pour le risque et par des anticipations de resserrement de la politique monétaire plus précoce en dehors du Japon, ainsi que par des interventions massives de la Banque du Japon et l'action concertée en mars des banques centrales du G7 sur le marché des changes. Ainsi, au 8 février, le yen a reculé de 8% face au dollar depuis son pic historique du 17 mars et a chuté de 11% face à l'euro sur la même période. Cette évolution soutient la compétitivité des exportations nippones.

Les cours de l'or ont atteint un nouveau record historique de 1.493 dollars l'once le 18 avril, en hausse de 13% depuis son bas de fin janvier, soutenus par son attrait de valeur refuge face à la baisse du billet vert et la montée des risques inflationnistes. Dans ce sillage, les cours de l'argent ont atteint un nouveau sommet de 31 ans à 42,8 dollars l'once le 18 avril, en hausse de 60% depuis fin janvier, tirés par les achats des fonds cotés spécialisés (ETF).

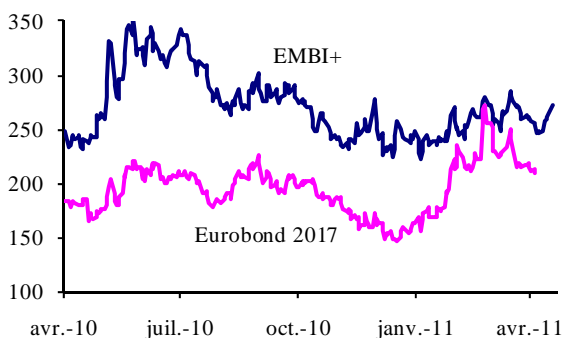
Dans le sillage de l'évolution de la parité euro/dollar, le dirham a enregistré, au 12 avril, une appréciation mensuelle de 4,2% face au dollar et une dépréciation de 0,9% face à l'euro. Depuis le début de l'année, la monnaie nationale s'est appréciée de 6,6% face au dollar et s'est dépréciée de 1,4% face à l'euro. Ainsi, au 12 avril, 1 euro valait 11,33 dirhams et 1 dollar valait 7,81 dirhams, des niveaux non atteints depuis janvier 2010.



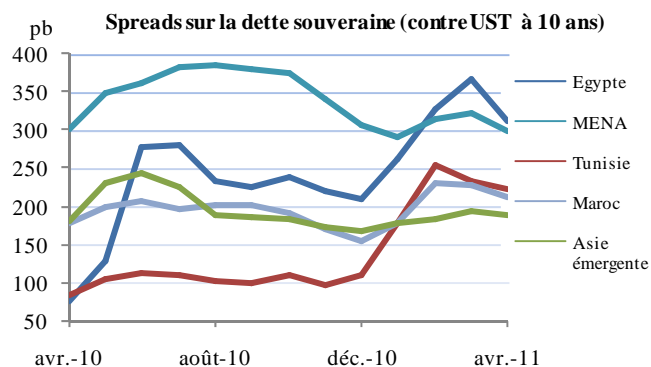
Source : Bank Al-Maghrib

4. Marché obligataire émergent : soutenu par un retour des flux de capitaux

Les marchés obligataires émergents sont soutenus actuellement par un reflux des liquidités, dans un contexte de regain d'appétit pour le risque des investisseurs. Ainsi, les primes de risque assorties aux titres obligataires émis par les pays émergents (EMBI+) ont enregistré un net repli sur les dernières semaines, passant à 247 points le 8 avril après avoir atteint un plus haut de six mois de 285 points le 16 mars, avant de remonter à 273 le 18 avril. Le risque souverain reste globalement maîtrisé dans les principaux pays émergents, dont les fondamentaux sont actuellement plus solides que par le passé. En Turquie, les spreads sur la dette souveraine ont marqué une forte baisse (-50 pb depuis le 16 mars à 178 points le 6 avril), en ligne avec l'accélération de la croissance (9,2% au T4 après 5,2% au T3) et une atténuation de l'inflation (4% en mars contre 4,2% en février).



Source : Bloomberg



Source : Banque mondiale

Dans la région MENA, après une forte montée sur le premier trimestre en lien avec les craintes de propagation des troubles politiques, les écarts de rendement sur la dette souveraine se sont inscrits récemment en baisse, notamment en Egypte et au Maroc. Ainsi, les primes de risque assorties aux titres marocains (eurobond 2017) ont enregistré une contraction de 61 pb depuis leur pic du 24 février pour s'établir à 210 points le 5 avril, soutenues par des fondamentaux plus solides.

Selon la société d'information financière Markit, six parmi 10 émetteurs souverains ayant enregistré les plus mauvaises performances sur le premier trimestre appartiennent à la région MENA (Bahreïn, Arabie Saoudite, Tunisie, Egypte, Maroc, Qatar). Par ailleurs, selon la même source, l'Egypte et le Liban ont rejoint le top 10 des émetteurs souverains les plus risqués.

Emetteurs souverains de la région MENA : mauvaises performances au 1^{er} trimestre 2011




	Spread CDS 5 ans 31/12/2010	Spread CDS 5 ans 31/03/2011	Variation en %	Rating implicite Markit	Rating moyen
Bahreïn	175	327	86,5%	B	A
Arabie Saoudite	75	123	64,6%	AA	AA
Tunisie	114	174	52,5%	A	BBB
Egypte	239	339	41,9%	B	BB
Maroc	124	171	38,0%	BBB	BB
Qatar	89	112	26,5%	AA	AA

Source : Markit

Dans ce sillage, les agences de notation ont abaissé les notations souveraines de certains pays de la région MENA (Tunisie, Egypte, Jordanie, Bahreïn), suite à l'intensification des risques politiques, la baisse des perspectives économiques et l'accentuation des pressions budgétaires. En revanche, S&P maintient sa note pour le Maroc inchangée (BBB-/Stable/A-3), en raison de la stabilité politique et macroéconomique du pays, d'une position extérieure solide et d'une gestion financière globalement prudente. Toutefois, l'Agence prévient contre le risque de dégradation du solde budgétaire, liée notamment à une hausse du soutien des prix des produits de base.

Dans son Panorama des risques pays, publié le 13 avril, la Coface a revu à la baisse les notes de plusieurs pays de la région MENA (Bahreïn, Tunisie, Egypte, Syrie et Libye), en raison des incertitudes liées aux tensions politiques dans ces pays et leurs retombées négatives sur l'activité économique, les équilibres budgétaires et les recettes en devises. Les notes de la Tunisie et de l'Egypte sont désormais placées sous surveillance négative compte tenu de la phase de transition politique que connaissent ces deux pays et qui est porteuse de fragilité à court terme. La note de la Syrie est également mise sous surveillance négative du fait de l'accentuation des contestations politiques dans un environnement des affaires déficient.

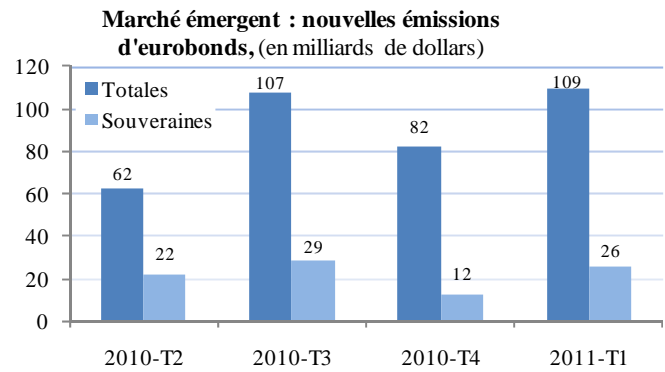
Modification des notes de certains pays de la région MENA

	Décembre 2010	Mars 2011
Bahreïn	A3	A4
Tunisie	A4	A4 
Egypte	B	B 
Syrie	C	C 
Libye	C	D

Source : Coface

En revanche, la Coface maintient la note du Maroc inchangée à "A4", estimant que la stabilité politique du pays reste garantie, malgré des tensions sociales. En matière d'environnement des affaires, la Coface juge que des progrès ont été réalisés et que des améliorations restent à faire.

Malgré la crise géopolitique dans la région MENA, les émissions d'emprunts obligataires sur le marché international (eurobonds) effectuées par les pays émergents ont repris en mars après une chute en février. Sur le premier trimestre, les nouvelles émissions ont totalisé 109 milliards de dollars contre 82 milliards de dollars au trimestre précédent¹. Pour les émissions souveraines, elles ont atteint 26 milliards de dollars, soit plus que le double des montants levés au quatrième trimestre 2010.



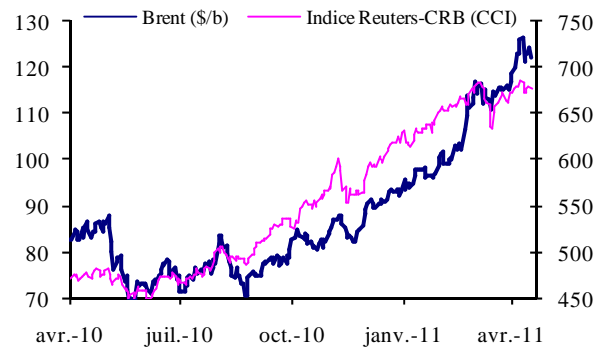
Source : Cbonds

Dans ce sillage, la Turquie a réussi en mars la plus grande émission d'obligations libellées en yens (samurai bond) depuis une décennie, soit de 180 milliards de yens (2,2 milliards de dollars)². Ainsi, la Turquie a profité de l'attrait croissant des financements nippons moins coûteux pour diversifier ses emprunts. En revanche, la région MENA a été exclue des marchés internationaux de capitaux au premier trimestre 2011.

Toutefois, le rythme des émissions souveraines pourrait ralentir sur les prochains mois, en raison de la hausse des coûts d'emprunt et la consolidation de la croissance des économies en développement qui augmente leurs recettes et réduit leurs besoins de financer les déficits.

4. Pétrole : poursuite de la flambée des cours

Les cours du Brent ont atteint un plus haut de 32 mois de 126 dollars le baril le 11 avril, en hausse de 11% sur un mois et de 36% depuis le début de l'année, avant de reculer à 122 dollars le 18 avril. Les tensions sur le marché pétrolier sont alimentées par les craintes sur le conflit en Libye et le risque de contagion des troubles à d'autres pays producteurs de pétrole de la région MENA. La tendance haussière des cours est accentuée par le repli de la monnaie américaine qui rend le prix de pétrole libellé en dollar plus attractif pour les acheteurs munis d'autres devises.



Source : US EIA, CRB

Globalement, les cours des matières premières ont renoué avec leur tendance haussière, tirés par une demande soutenue, des contraintes persistantes sur l'offre et des inquiétudes sur l'inflation exacerbées par le repli du dollar. Ainsi, l'indice des prix Reuters-CRB (CCI) a marqué un nouveau record historique de 685 points le 8 avril, en hausse de 8% depuis son creux du 16 mars, tiré par une progression généralisée de ses composantes (alimentation, métaux, énergie).

¹Selon des données compilées par Bloomberg, les emprunteurs des pays émergents (privés et publiques) ont globalement levé un record de 197 milliards de dollars sur le marché obligataire sur le premier trimestre 2011, supérieur de 25 milliards de dollars aux montants levés au premier trimestre 2010.

² Ces emprunts turcs à 10 ans, garantis par la Banque japonaise pour la coopération internationale (JBIC), offrent un rendement de 1,87% ou 48 pb en plus du taux de swap de référence de yens, selon Bloomberg.

Crise de la dette : le Portugal demande l'aide financière internationale

Affecté par une grave crise financière, le Portugal a demandé le 6 avril une assistance financière internationale (qui pourrait atteindre 80 milliards d'euros). Ainsi, le pays devrait recourir au Fonds européen de stabilité financière (FESF)³, à l'instar de la Grèce et l'Irlande. Le gouvernement intérimaire portugais estime cette aide nécessaire à partir de juin pour sortir du marasme de l'endettement. Après des "rencontres techniques" lancées le 11 avril dans le cadre d'une "mission d'évaluation", les autorités portugaises ont entamé le 18 avril des négociations politiques avec les représentants de l'Union européenne (UE) et du Fonds monétaire international (FMI) sur les modalités de l'aide financière devant être attribuée au pays. Celle-ci sera conditionnée à un "programme d'ajustement", basé sur des mesures d'austérité "ambitieuses" et une politique de "croissance et compétitivité" alliant réformes structurelles et privatisations. Les éventuels accords sur le plan d'aide devront être conclus d'ici la mi-mai pour être ratifiés par le futur parlement portugais après les élections de juin prochain.

La crise de la dette souveraine du Portugal s'est aggravée depuis la démission du gouvernement portugais le 23 mars, en raison du rejet par le Parlement des mesures d'austérité proposées. Le déficit public s'est avéré de 8,6% en 2010, plus important que l'objectif fixé par le gouvernement (7,3%). La dette publique a atteint 82,8% du PIB en 2010 et pourrait atteindre 100% sur les prochaines années, si les coûts d'emprunt ne reculent pas, rendant sa restructuration nécessaire.

Dans ce contexte budgétaire dégradé, les coûts d'emprunt portugais ont atteint des niveaux sans précédent depuis la création de la zone euro, alors que les investisseurs sont de plus en plus inquiets sur le risque de défaut souverain du pays. Le rendement sur les obligations portugaises de cinq ans a dépassé les 10% le 5 avril, soit un taux plus élevé que les niveaux observés en Irlande lors de son renflouement en novembre 2010. Aussi, l'écart de rendement entre les obligations d'Etat à 10 ans portugaises et allemandes s'est fortement creusé pour atteindre un record de 615 pb le 18 avril.

Dans ce sillage, la note de la dette souveraine du Portugal est revue à la baisse par les principales agences de notation. Ainsi, Moody's a abaissé début avril la note du Portugal, d'un cran à Baa1 et envisage de la dégrader encore à court terme, en raison de la montée des incertitudes politiques, budgétaires et économiques dans le pays. De son côté, Fitch a dégradé début avril la note du Portugal de trois crans à BBB-, soit juste un cran au-dessus de la catégorie des investissements spéculatifs. L'agence conserve une surveillance avec implication négative sur la dette portugaise, ce qui signifie qu'une nouvelle dégradation pourrait intervenir dans le court terme. De même, l'agence Standard & Poor's a dégradé fin mars la note du Portugal, d'un cran à BBB-, sur fond de craintes d'une possible restructuration de sa dette.

Par ailleurs, S&P a dégradé la note de la Grèce de deux crans à BB-, avec une perspective négative, en raison des besoins d'emprunt «significatifs et persistants» du pays. S&P a également abaissé début avril la note de l'Irlande d'un cran à BBB+, avec une perspective stable, estimant qu'une restructuration de la dette irlandaise serait nécessaire pour obtenir un soutien via le futur Mécanisme européen de stabilité. De son côté, Moody's a dégradé la mi-avril la note souveraine de l'Irlande de deux crans à Baa3, le plus bas niveau de l'*investment grade*, avec une perspective négative. Ces révisions de la notation interviennent après la publication des résultats des "stress tests" des banques irlandaises, qui ont révélé un besoin de financement supplémentaire de 24 milliards d'euros.

³ La capacité de prêt effective du FESF sera portée à 440 milliards d'euros. Ce système temporaire sera remplacé à partir de mi-2013 par un nouveau fonds permanent, appelé Mécanisme européen de stabilité (MES), avec une capacité de prêt de 500 milliards d'euros.

Tableau de bord

(variations en % sauf indication contraire)

	<i>Valeur au 15/04/2011</i>	<i>Var mensuelle (MTD)</i>	<i>Depuis le 31/12/2010 (YTD)</i>	<i>Var annuelle (YTY)</i>
Eur/USD	1,45	4,1	8,1	6,7
Eur/MAD	11,32	0,6	1,3	1,1
USD/MAD	7,85	-2,6	-6,0	-5,0
S&P 500	1 320	2,9	4,9	8,9
Eurostoxx 50	2 919	4,8	4,5	-3,1
MSCI Emerging Markets	1 182	8,1	2,6	12,8
EMBI+ (pb)	265	-9	17	34
Brent (\$/b)	124	11,9	33,3	43,1
CRB (CCI)	679	6,8	7,9	42,2
Or (\$/once)	1 477	5,4	5,1	27,9

Sources d'information

- BNP Paribas : « EcoWeek », www.bnpparibas.com.
- Crédit Agricole : « Perspectives Hebdo », www.credit-agricole.fr
- Energy Information Administration: "Weekly Petroleum Status Report", www.eia.doe.gov
- Autres : www.bloomberg.com, www.reuters.com, www.lesechos.fr, www.boursorama.com
- Bourse de Casablanca : www.casablanca-bourse.com
- Office des changes : www.oc.gov.ma