

## Conjoncture Financière Internationale

Mars 2011

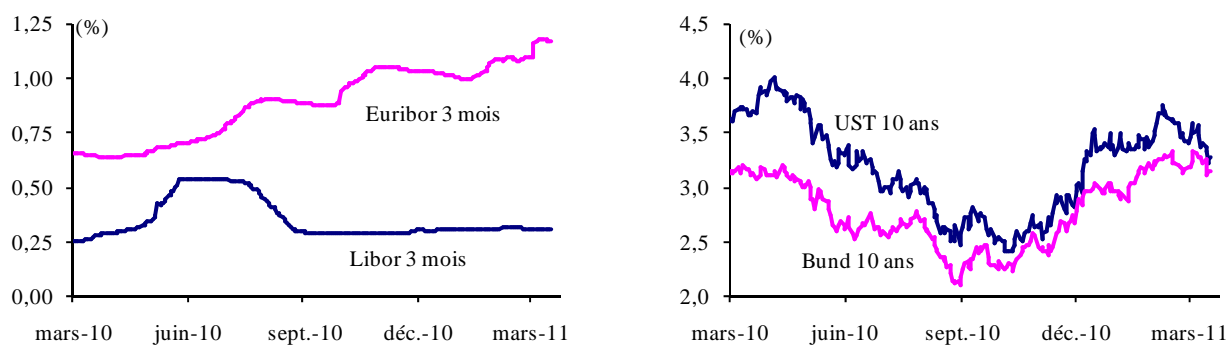
### Synthèse

- Les marchés financiers ont connu récemment un mouvement de *flight-to-quality*, notamment vers le marché des obligations d'Etat jugées plus sûres. Cette tendance est liée aux craintes de contagion des agitations politiques dans le monde arabe aux pays producteurs de pétrole. Le mouvement est accentué par la crise nucléaire au Japon.
- Dans ce contexte, les marchés boursiers ont marqué une nette correction baissière. Ainsi, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont enregistré des baisses mensuelles respectives de 6% et 11% au 16 mars, annulant leurs gains réalisés depuis le début de l'année. S'agissant de l'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar, il a reculé de 1% sur un mois au 16 mars, portant ses pertes à 5% depuis le début de l'année, en lien avec une chute des indices boursiers au Moyen Orient.
- Le baril de Brent s'est établi à 114 dollars le baril le 18 mars, après avoir atteint un pic de trente mois de 117 dollars le 7 mars, suite aux turbulences en Libye et dans certains pays du Moyen-Orient. Toutefois, la hausse de la production des pays du Golfe, notamment l'Arabie saoudite, compense la baisse de la production libyenne.
- L'euro poursuit sa remontée contre le dollar pour atteindre 1,41 le 18 mars, en hausse de 9,5% depuis son bas de janvier. La monnaie unique est soutenue par les perspectives d'un relèvement des taux plus précoce dans la zone euro qu'aux Etats-Unis et par des indicateurs d'activité positifs dans la zone euro.
- Aux Etats-Unis, la Fed a décidé, le 15 mars, de maintenir son taux directeur entre 0% et 0,25%, pour une période encore prolongée, et de poursuivre son plan d'assouplissement monétaire (QE2), afin de soutenir la reprise économique. Pour sa part, la BCE a annoncé, début mars, une probable hausse de ses taux en avril. Elle a relevé ses prévisions pour la croissance et l'inflation en 2011, à 1,7% et 2,3% respectivement. Par ailleurs, la BCE poursuit ses rachats des titres de dette des pays périphériques de la zone euro pour contenir la hausse de leur coût d'emprunt.
- La note de la dette souveraine du Portugal est abaissée de deux crans à "A3" par l'agence Moody's, le 15 mars, en raison de l'impact de la hausse des coûts de financement et des difficultés du pays à atteindre ses objectifs budgétaires. Moody's avait également abaissé en début du mois les notes souveraines de la Grèce (de 3 crans) et de l'Espagne (d'un cran), en raison des difficultés économiques persistantes et du risque de défaut de la Grèce.
- Les primes de risque assorties aux titres obligataires émergents, représentés dans l'indice EMBI+, se sont inscrites en hausse, passant à 285 pb le 16 mars contre 220 pb début janvier. Dans la région MENA, la hausse des spreads est plus marquée en Egypte et en Tunisie qu'au Maroc qui continue de bénéficier de fondamentaux plus solides.

### Incidences et enseignements pour le Maroc

- S&P maintient sa note pour le Maroc inchangée (BBB-/Stable), estimant que les réformes annoncées par le roi devraient soutenir la stabilité politique du pays, contrairement aux incertitudes persistantes dans la région MENA.
- La bourse de Casablanca a montré une meilleure résilience durant la crise géopolitique régionale, à la différence des autres marchés boursiers de la région MENA qui ont enregistré une forte chute.
- La facture pétrolière du Maroc s'est établie à 2,3 milliard à fin janvier 2011, en hausse de 4% par rapport à la même période de l'année dernière. Cette évolution est la conséquence de la progression du prix moyen de la tonne importée de 26%, malgré le repli du volume importé de 18%.
- La facture céréalière du Maroc a atteint près de 1,5 milliards de dirhams à fin janvier 2011, en hausse de 119% en glissement annuel, suite notamment à la hausse des importations de blé en volume et en valeur de 113% et 265% respectivement, dans un contexte de hausse des cours internationaux.
- Les ventes de phosphates brutes ont atteint 638 millions de dirhams en janvier 2011, en hausse de 26% en glissement annuel. De même, les exportations des engrais naturels et chimiques se sont appréciées en valeur de 56%, alors que celles d'acide phosphorique se sont repliées de 10% par rapport à janvier 2010.

## 1. Marché des taux : un mouvement de fuite vers la qualité



Source : Bloomberg

Le marché obligataire a joué son rôle de valeur refuge sur la dernière période, caractérisée par une instabilité géopolitique. La remontée de l'aversion au risque liée aux mouvements de protestations populaires en Libye et dans certains pays du Moyen-Orient est accentuée par la crise nucléaire au Japon. Ainsi, les taux de rendement des emprunts d'Etat américains à 10 ans ont baissé à 3,22% le 16 mars, après avoir atteint un plus haut de neuf mois à 3,75% le 8 février.

Le rendement du Bund allemand à 10 ans, référence de la zone euro, a reculé à 3,11% la mi-mars, après avoir marqué un pic de treize mois de 3,33% la mi-février en ligne avec la publication de statistiques économiques meilleures que prévu. La montée de l'aversion au risque et l'absence d'avancée concrète au niveau de la gestion de la crise des pays périphériques par les instances européennes ont entraîné un mouvement de fuite vers la qualité, favorisant la baisse des taux à long terme allemands et un élargissement des écarts de taux de ces pays par rapport à l'Allemagne.

Dans ce contexte, l'agence de notation Moody's a abaissé, le 15 mars, la note de la dette souveraine du Portugal de deux crans pour la porter à « A3 » en raison de l'impact de la hausse des coûts de financement et des difficultés du pays à atteindre ses objectifs budgétaires. L'Agence a également dégradé, début mars, la note de la dette souveraine de l'Espagne d'un cran à « Aa2 », avec une perspective négative, en raison des inquiétudes persistantes sur la capacité du gouvernement espagnol à parvenir à l'amélioration structurelle et durable des finances publiques, compte tenu du contexte de croissance économique modérée à court et moyen terme. De même, Moody's a abaissé la notation souveraine de la Grèce de trois crans à « Ba1 », avec une perspective négative, en raison des difficultés économiques persistantes et du risque de défaut de ce pays.

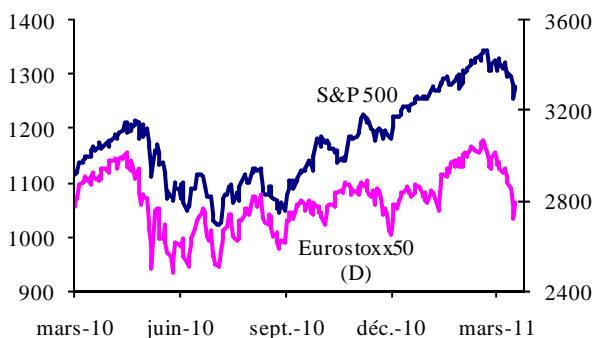
En matière de politique monétaire, la Fed a décidé de maintenir son taux directeur entre 0% et 0,25%, pour une période encore prolongée, à l'issue de sa réunion du 15 mars. Le Comité de politique monétaire (FOMC) a indiqué que les conditions économiques continuent de s'améliorer et impactent positivement le marché de l'emploi. Estimant que les anticipations d'inflation sont stables, le Comité a décidé de poursuivre son plan d'assouplissement monétaire quantitatif (QE2), annoncé en novembre dernier, afin de soutenir la reprise économique.

Lors de sa réunion du 3 mars, la BCE a maintenu inchangé son taux directeur à 1% mais a annoncé une probable hausse des taux en avril<sup>1</sup> pour contenir l'inflation<sup>2</sup>. Elle a revu à la hausse ses prévisions pour 2011 pour la croissance (à 1,7% contre 1,4%) et l'inflation (2,3% au lieu de 1,8%). Par ailleurs, la BCE poursuit son programme de rachat des dettes des pays en difficulté de la zone euro, entamé en mai 2010, pour contenir la hausse de leur coût d'emprunt. Le montant cumulé de ses rachats a atteint 77,5 milliards d'euros à fin février 2011.

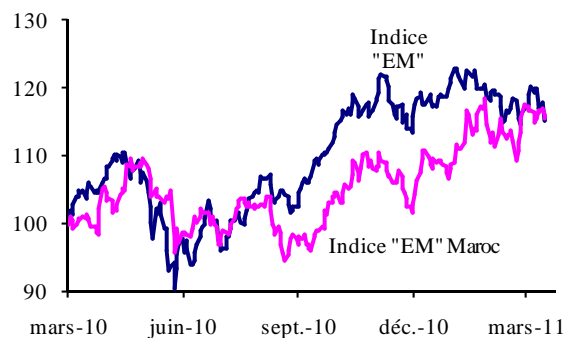
<sup>1</sup> Toutefois, la décision de la BCE serait influencée par les retombées de la crise nucléaire et du tsunami au Japon.

<sup>2</sup> L'inflation dans la zone euro a dépassé la cible de 2% de la BCE pour le troisième mois consécutif en février. Elle est estimée à 2,4% sur un an contre 2,3% en janvier, portée par la hausse des cours des matières premières.

## 2. Principaux indices boursiers : une correction baissière



Source : Thomson-Reuters



Source : MSCI

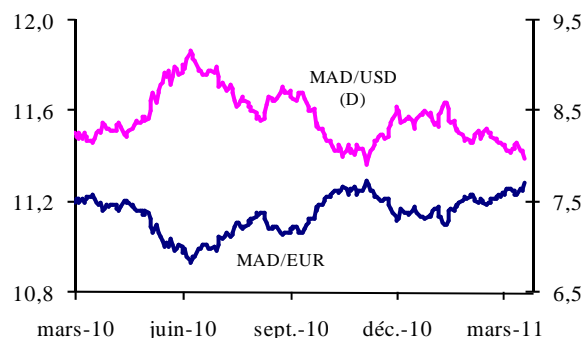
Les marchés boursiers ont marqué une nette correction baissière, affectés par des craintes sur l'instabilité au Moyen-Orient, l'envolée des cours de pétrole, la crise des dettes souveraines en zone euro ainsi que par la crise au Japon. Ainsi, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont enregistré des baisses mensuelles respectives de 6% et 11% au 16 mars, annulant leurs gains réalisés depuis le début de l'année. Toutefois, les marchés d'actions sont soutenus par des résultats d'entreprises positifs et une politique monétaire encore très accommodante.

Dans les pays émergents, l'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a reculé de 1% sur un mois au 16 mars, portant sa contreperformance à 5% depuis le début de l'année. Les tensions au Moyen Orient se sont traduites par une hausse de la volatilité et une fuite vers la qualité (marchés obligataires, métaux précieux, monnaies refuges...). Dans ce contexte, les marchés boursiers de la région MENA ont enregistré une forte chute depuis le début de l'année (Egypte -22%, EAU -13%, Jordanie -10%). En revanche, la bourse de Casablanca a montré une meilleure résilience durant cette crise géopolitique régionale (-0,1%).

## 3. Marché des changes : remontée de l'euro face au dollar



Source : BCE



Source : Bank Al-Maghrib

L'euro a poursuivi son appréciation contre le dollar pour atteindre 1,41 le 18 mars, en hausse de 9,5% depuis son bas de janvier. La monnaie unique est soutenue par les perspectives d'un relèvement du taux d'intérêt plus précoce dans la zone euro qu'aux Etats-Unis ainsi que par des indicateurs d'activité positifs dans la zone euro.

Par ailleurs, suite à la remontée de l'aversion au risque, le yen et le franc suisse, considérés comme des valeurs refuge, se sont nettement appréciés sur la dernière période. La monnaie nippone a atteint un niveau historique face au dollar, à 76,5 yen pour un USD le 16 mars.

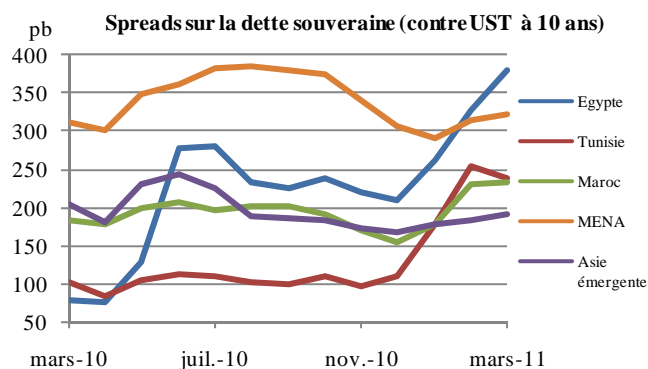
Dans le sillage de l'évolution de la parité euro/dollar, le dirham a enregistré, au 18 mars, une appréciation mensuelle de 2,9% face au dollar et une dépréciation de 0,6% face à l'euro. Depuis le début de l'année, la monnaie nationale s'est appréciée de 4,5% face au dollar et s'est dépréciée de 1% face à l'euro.

#### 4. Marché obligataire émergent : regain de l'aversion au risque

Les primes de risque assorties aux titres obligataires émis par les pays émergents (EMBI+) ont enregistré un net rebond sur les derniers mois, passant à 285 pb le 16 mars contre 220 pb début janvier. Les marchés obligataires émergents sont affectés par un mouvement de "flight to quality" des investisseurs, suite aux craintes relatives à une propagation des troubles politiques dans la région MENA et à la crise nucléaire au Japon. Ils sont également affectés par les anticipations de relèvement des taux d'intérêt dans la zone euro. Néanmoins, le risque souverain semble maîtrisé dans les principaux pays émergents, dont les fondamentaux sont plus solides que par le passé.

Dans la région MENA, une forte remontée des spreads obligataires est enregistrée notamment en Tunisie et en Egypte, soit +126 pb et +169 pb entre décembre 2010 et mars 2011. Dans ce sillage, les primes de risque assorties aux titres marocains se sont inscrits en hausse, mais à un rythme relativement moins fort (+78 pb).

Pour l'ensemble de la région MENA, la hausse des spreads restent modérée (+17 pb).



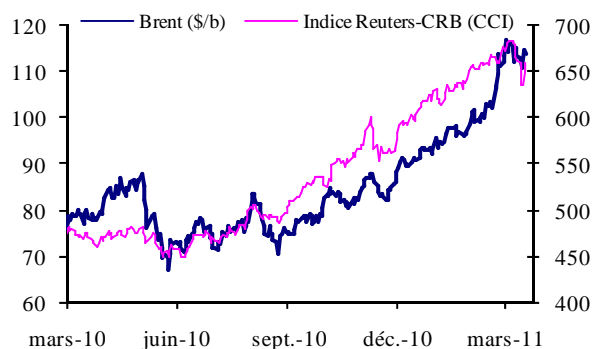
Source : Banque mondiale

Par ailleurs, les agences de notation ont révisé leur évaluation du risque souverain de certains pays de la région MENA, suite à l'intensification des risques politiques dans ces pays, à la baisse prévue de la croissance économique et à l'accentuation des pressions budgétaires. Ainsi, l'agence Standard & Poor's a abaissé récemment les notes souveraines en devises de la Tunisie (BBB-/stable), de l'Egypte (BB/négative), de la Jordanie (BB/négative) et du Bahreïn (BBB/sous surveillance négative) et de la Libye (BB/suspendue).

En revanche, S&P maintient sa note pour le Maroc inchangée (BBB-/Stable/A-3). L'agence de notation estime que les réformes annoncées récemment par le roi devraient soutenir la stabilité politique du pays, contrairement aux incertitudes persistantes dans la région MENA. Les ratings du Maroc sont supportés par la stabilité macroéconomique à long terme, une position extérieure solide, et par une gestion financière globalement prudente. Toutefois, l'Agence met en garde contre le risque d'une importante dégradation du solde budgétaire, en particulier en cas d'augmentation plus marquée des subventions des produits alimentaires et des carburants.

#### 4. Pétrole : flambée des cours

Le baril de Brent s'est établi à 114 dollars le baril le 18 mars, après avoir atteint un pic de trente mois de 117 dollars début mars, en progression de 25% depuis début janvier. Les tensions sur le marché pétrolier sont accentuées par les turbulences en Libye et dans certains pays du Moyen-Orient. Toutefois, la hausse de la production des pays du Golfe, notamment l'Arabie saoudite, compense la baisse de la production libyenne (1,9% de l'offre mondiale).



Source : US EIA, CRB

Globalement, les cours des matières premières continuent de fluctuer près des sommets atteints début mars. Ainsi, après avoir rebondi à un record historique de 684 points le 4 mars, l'indice des prix Reuters-CRB (CCI) a reculé de 7% à 635 points le 16 mars, suite au ralentissement de la demande chinoise et à la crise du Japon, avant de remonter à 659 points le 18 mars.

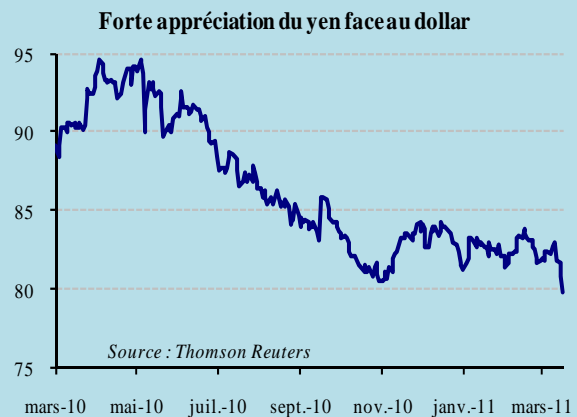
## Impact de la crise japonaise

Le Japon est profondément affecté par l'accumulation de catastrophes (tremblement de terre, tsunami et risque nucléaire). Le gouvernement japonais a jugé que ce désastre aurait un impact considérable sur l'économie nationale et des fonds colossaux seront nécessaires pour financer la reconstruction des zones touchées. L'impact économique direct et indirect des événements pourrait atteindre 180 milliards d'euros, selon les estimations officielles japonaises.

La Bourse de Tokyo a été fortement impacté. L'indice Nikkei s'est effondré de 10,5 % le 15 mars, sa plus forte baisse depuis octobre 2008, dans un mouvement de panique des investisseurs sur fond d'aggravation des risques nucléaires au Japon. Dans ce sillage, la plupart des places boursières mondiales ont connu un repli plus ou moins important, sous l'effet d'un recul des valeurs énergétiques et technologiques. Les cours des matières premières ont nettement reculé, avec une baisse des prix de pétrole de 4% le 15 mars. Les bonds de trésor jugés plus sûrs ont enregistré une remontée. Les marchés craignent les retombées de la crise nippone sur l'économie mondiale.

La Banque du Japon (BoJ) tente d'apaiser les tensions dans les circuits financiers en injectant massivement des fonds. Elle a injecté 37.000 milliards de yens (333 milliards d'euros) au marché monétaire entre les 14 et 18 mars. Le comité de politique monétaire avait par ailleurs décidé d'amplifier ses mesures d'assouplissement quantitatif. La BoJ va augmenter de 5.000 milliards de yens (44 milliards d'euros) ses achats divers d'actifs et maintenir son taux directeur dans la fourchette de 0,0% à 0,1%, pour faciliter les financements et stabiliser les marchés.

Le yen japonais s'est inscrit en hausse, pour atteindre un record historique face au dollar, en prévision d'un prochain rapatriement de fonds pour financer les reconstructions nécessaires. Dans ce contexte, la BoJ a entamé des interventions sur le marché des changes pour abaisser la valeur de la devise nippone et conserver la compétitivité de l'industrie japonaise. Par ailleurs, l'action concertée des banques centrales du G7 sur les marchés de change et le yen, annoncée le 18 mars, semble porter ses fruits, en soulageant la monnaie nippone et les marchés actions mondiaux inquiets des conséquences de la catastrophe.



## **Tableau de bord**

( variations en % sauf indication contraire)

	<b>Valeur Au 18/03/2011</b>	<b>Var mensuelle (m/m)</b>	<b>Var depuis 31/12/2010</b>	<b>Var annuelle (a/a)</b>
Eur/USD	1,41	3,7	5,7	3,4
Eur/MAD	11,28	0,6	1,0	0,6
USD/MAD	7,98	-2,9	-4,5	-2,7
S&P 500	1 279	-4,8	1,7	9,7
Eurostoxx 50	2 793	-9,0	0,0	-4,2
MSCI Emerging Markets	1 099	-2,1	-4,6	9,7
EMBI+ (pb)	277	14	28	17
Brent (\$/b)	114,0	11,5	22,2	42,3

### Sources d'information

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