

Conjoncture Financière Internationale

Juin 2011

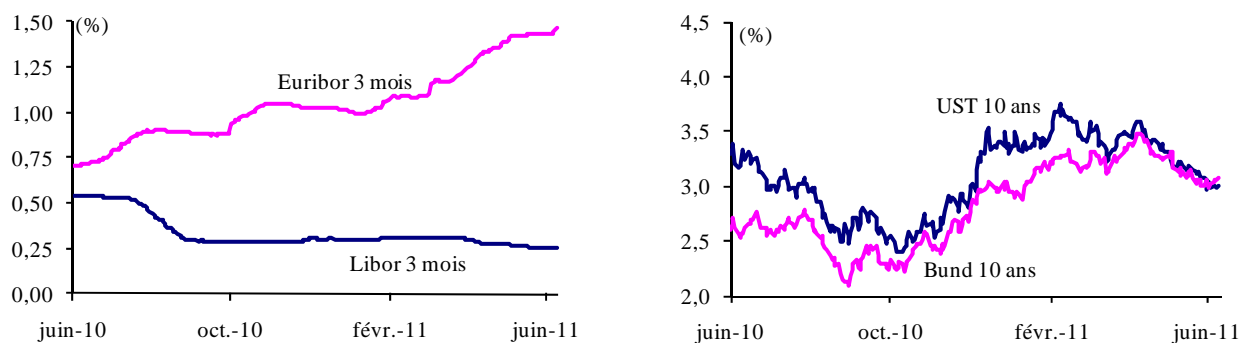
Synthèse

- Sur les marchés financiers, le récent retour de l'aversion au risque des investisseurs est accentué par des craintes sur le ralentissement de la croissance mondiale, affectée par la montée de l'inflation, ainsi que par des inquiétudes sur le risque systémique d'une restructuration de la dette grecque. Dans ce contexte, les valeurs refuges (emprunts d'Etat plus sûrs, métaux précieux) sont privilégiées, au détriment d'actifs plus risqués (actions, matières premières).
- Ainsi, les rendements des emprunts obligataires à 10 ans américains et allemands se sont fortement détendus, passant à moins de 3% début juin, soit des baisses respectives de 63 et 50 points de base depuis leurs pics d'avril.
- Les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont enregistré, au 8 juin, des baisses mensuelles respectives de 5% et 5,2%, ramenant leurs performances annuelles respectives à 1,7% et -1,5%. De son côté, l'indice boursier émergent "MSCI-EM" a reculé de 5,1% depuis début mai, effaçant ses gains annuels.
- les cours des matières premières ont marqué une correction baissière en mai, accentuée par des prises de bénéfices. Le baril de Brent a reculé de 14% depuis son pic d'avril pour s'établir à 109 dollars le baril le 17 mai, suite à des craintes quant aux effets retardés du choc pétrolier sur la demande, avant de repasser à 120 dollars le 9 juin.
- Après un repli de 5,8% entre les 4 et 23 mai, l'euro a rebondi de 4,5% à 1,47 dollar le 7 juin, suite à l'atténuation des inquiétudes sur la dette grecque et à l'annonce d'indicateurs conjoncturels décevants aux Etats-Unis. L'euro est aussi soutenu par les perspectives de reprise du relèvement des taux de la BCE contre un statu quo de la Fed.
- La BCE a décidé le 9 juin de laisser inchangé son principal taux directeur à 1,25%, après l'avoir relevé de 25 pb le 7 avril. Toutefois, les pressions inflationnistes devraient amener la BCE à poursuivre la normalisation monétaire en juillet. En revanche, la politique de la Fed américaine resterait accommodante, malgré l'arrêt de l'assouplissement quantitatif (QE2) fin juin. En effet, l'inflation sous-jacente est freinée par la faiblesse de l'emploi et de l'immobilier.
- Les écarts de rendement entre les dettes des Etats européens en difficulté et le Bund allemand se sont élargis pour atteindre des records en mai, surtout pour la Grèce mais aussi pour l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie. Dans ce sillage, la note de la dette souveraine de la Grèce est abaissée de trois crans par Moody's et Fitch Ratings. Toutefois, les craintes des marchés se sont atténuées en perspective d'un accord sur une nouvelle aide au pays.
- Les primes de risque assorties aux titres obligataires émergents, représentés dans l'indice EMBI+, ont atteint un plus haut de neuf mois de 293 points début juin, en hausse de 47 points depuis leur bas du mois d'avril. Malgré un rebond récent des spreads dans la région MENA, suite au regain des craintes de contagion des troubles politiques, ceux de l'Egypte se sont fortement contractés après une série de promesses de financement en faveur du pays. Dans ce sillage, la bourse égyptienne a rebondi de 10% en mai, ramenant ses pertes annuelles à 22%.

Incidences et enseignements pour le Maroc

- Les primes de risque assorties aux titres marocains (eurobond 2017) ont atteint 252 points le 27 mai, en hausse de 54 points depuis leur creux atteint le 11 avril au lendemain de l'annonce de réformes politiques majeures.
- La bourse de Casablanca a rebondi de 5,6% sur le mois de mai, ramenant sa contreperformance annuelle à 3,6%, tirée par les valeurs énergétiques et cimentières. Cette évolution contraste avec le repli des marchés de la région.
- A fin avril 2011, la facture énergétique du Maroc a augmenté de 37% sur un an à 27,5 milliards de dirhams, suite au renchérissement des cours internationaux. Sur la même période, la facture alimentaire a rebondi de 75% sur un an à 15,7 milliards de dirhams, tirée par les niveaux élevés des prix des céréales et du sucre. Les importations de blé ont plus que triplé pour atteindre 6,3 milliards de dirhams, tirées par un doublement du volume importé et une hausse de 68% du prix moyen de la tonne importée (à 3.020 dirhams).
- Les exportations des phosphates et dérivés ont atteint 14,4 milliards de dirhams à fin avril 2011, en hausse de 64% en glissement annuel, suite au rebond des ventes des engrais naturels et chimiques de 143%, de phosphate brut de 63% et d'acide phosphorique de 11%. Malgré une quasi-stagnation en mai, les cours internationaux des phosphates et dérivés restent soutenus par un équilibre serré entre l'offre et la demande mondiales.

1. Marché des taux : détente des rendements obligataires



Source : Bloomberg

Dans un contexte de remontée de l'aversion au risque des investisseurs, les titres obligataires ont retrouvé leur attrait au détriment d'autres actifs jugés plus risqués (actions, matières premières). Cette évolution s'est traduite par une détente des rendements des emprunts d'Etat considérés plus sûrs, malgré la hausse de l'inflation.

Aux Etats-Unis, les taux de rendement des UST à 10 ans ont atteint un plus bas de six mois à 2,96% début juin, en baisse de 63 points de base (pb) depuis leur pic du 11 avril. Cette contraction est liée à la publication d'une série d'indicateurs économiques qui signalent un ralentissement de la croissance et de l'emploi, dans un contexte de politique encore très accommodante de la Fed. Malgré l'attrait des emprunts d'Etat américains, l'agence Fitch Ratings évoque un possible "défaut limité" en août, estimant qu'il est probable que les Etats-Unis ne pourraient conserver leur note "AAA".

Référence de la zone euro, le rendement du Bund allemand à 10 ans a perdu 50 pb depuis son pic du 11 avril pour s'établir à 3% début juin, son plus bas depuis 12 janvier. Cette baisse est accentuée par l'annonce d'une pause dans la normalisation monétaire de la BCE et par le regain des préoccupations sur la dette de la Grèce.

Hausse des spreads des pays en difficulté de la zone euro

Suite à la recrudescence des craintes sur une éventuelle restructuration de la dette grecque, les écarts de rendement (spreads) entre les emprunts des Etats en difficultés de la zone euro et le Bund allemand se sont fortement élargis sur la deuxième moitié de mai pour atteindre de nouveaux records. Ainsi, les spreads sur les emprunts souverains à 10 ans ont franchi les 1.400 pb en Grèce, 810 pb en Irlande et 680 pb au Portugal.

Dans ce sillage, l'agence de notation Fitch Ratings a abaissé, le 20 mai, la note de la dette souveraine de la Grèce de trois crans à «B+», avec une perspective négative, en raison des difficultés de mise en œuvre du programme de réformes fiscales et structurelles pour réduire sa dette et son déficit. De même, Moody's a de nouveau dégradé début juin la note souveraine de la Grèce de trois crans à "Caal", niveau extrêmement spéculatif, avec une perspective négative, jugeant qu'une restructuration de la dette était probable. Toutefois, les inquiétudes des marchés se sont atténuées dans l'attente d'un accord sur une nouvelle aide financière à la Grèce. En effet, des discussions ont débuté le 6 juin pour déterminer les conditions d'une nouvelle aide d'urgence qui pourrait atteindre 60 milliards en faveur de la Grèce (après celle de 110 milliards d'euros octroyée en 2010).

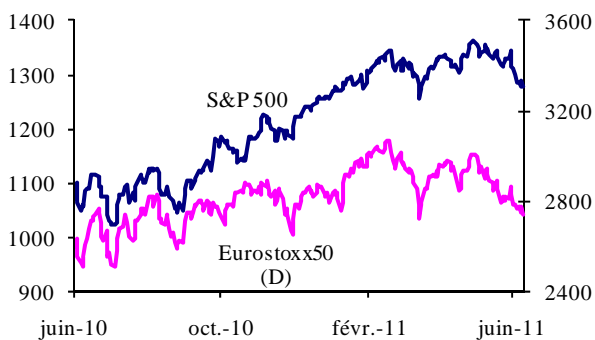
Les spreads de l'Espagne et de l'Italie se sont également creusés en mai pour atteindre 250 pb et 180 pb respectivement, suite à des craintes de contagion de la crise de la dette à ces deux pays et à des mauvaises performances électorales du parti socialiste au pouvoir en Espagne. Le 23 mai, Standard & Poor's a abaissé la perspective de la note de la dette à long terme de l'Italie, à "négative" contre "stable", soulignant les faibles perspectives de croissance économique du pays qui compliquent son désendettement.

En matière de **politique monétaire**, la BCE a décidé lors de sa réunion du 9 juin de laisser inchangé son principal taux directeur à 1,25%, après l'avoir relevé de 25 pb le 7 avril. Toutefois, la normalisation monétaire de la BCE devrait se poursuivre en juillet, en raison des pressions inflationnistes (bien que transitoires) liées à la hausse des cours des matières premières. L'inflation dans la zone euro a marqué un léger recul à 2,7% en mai contre 2,8% en avril. L'inflation sous-jacente a à 1,6% en avril contre 1,3% en mars, après avoir quasi stagné autour de 1% pendant un an.

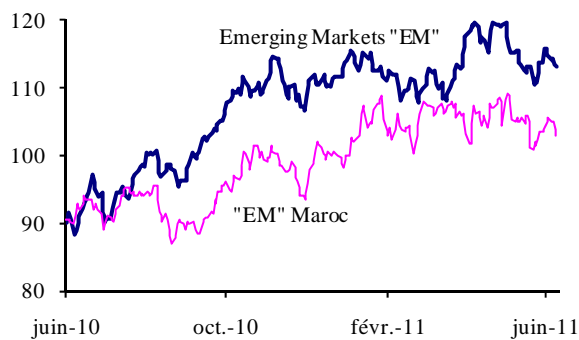
Aux Etats-Unis, la Fed maintient ses taux inchangés malgré le relèvement de ses prévisions d'inflation en 2011 (à 2,4% contre 1,5% attendue initialement). L'inflation globale a atteint 3,2% sur un an en avril, tirée par la montée des cours pétroliers, mais l'inflation sous-jacente (+1,3%) reste freinée par la faiblesse persistante de l'emploi et de l'immobilier. Dans ce contexte, la Fed a abaissé légèrement son estimation de croissance américaine pour 2011. En somme, la politique de la Fed devrait demeurer accommodante, malgré l'arrêt de l'assouplissement quantitatif (QE2) fin juin.

2. Marchés boursiers : net repli des cours

Les marchés boursiers ont marqué récemment un net repli, suite à des prises de bénéfices, accentuées par des préoccupations sur le ralentissement de la croissance économique mondiale et par le regain d'inquiétude sur la crise de la dette grecque. Ainsi, au 8 juin, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont marqué des baisses mensuelles respectives de 5% et 5,2%, ramenant leurs performances annuelles respectives à 1,7% et -1,5%. Les marchés d'actions devraient rester volatiles sur les prochains mois, dans un contexte d'incertitude sur les perspectives de l'économie mondiale.



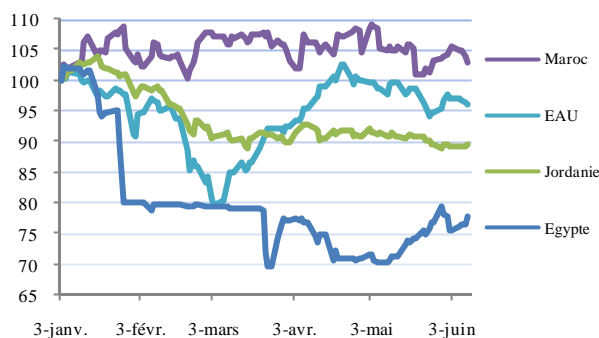
Source : Thomson-Reuters



Source : MSCI

Dans le même sillage, les marchés boursiers émergents se sont inscrits en nette baisse en mai, affectés par le resserrement monétaire pour combattre les pressions inflationnistes. L'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a reculé de 5,1% depuis son sommet de trois ans atteint début mai, effaçant ses gains annuels.

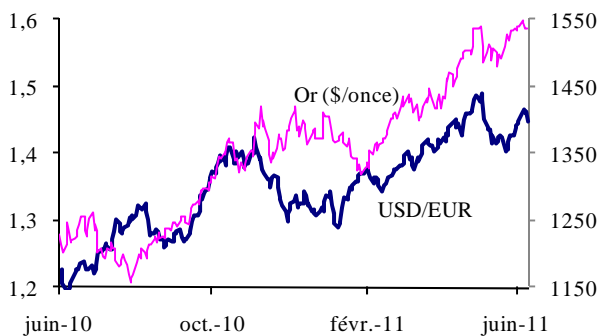
Les marchés boursiers arabes ont enregistré un repli en mai, élargissant leurs pertes depuis début 2011. Toutefois, la bourse égyptienne a marqué une hausse de 10% en mai, ramenant ses contreperformances annuelles à 22%, suite à des promesses de soutien financier au pays¹. De son côté, la bourse de Casablanca a rebondi de 5,6% sur le mois de mai, ramenant ses pertes annuelles à 3,6% (selon l'indice MASI), tirée par les valeurs énergétiques et par l'annonce d'une éventuelle adhésion du Maroc au Conseil de Coopération du Golfe (CCG).



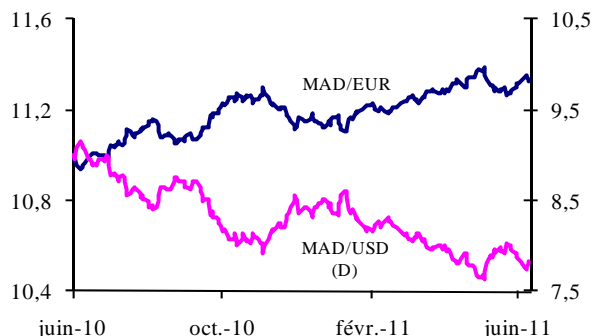
Source : MSCI

¹ Il s'agit, outre l'aide bilatérale, de l'engagement pris au Sommet du G8 à Deauville par les banques de développement internationales de fournir 20 milliards de dollars d'aide à l'Égypte (et à la Tunisie) pour la période 2011-2013.

3. Marché des changes : l'incertitude profite aux monnaies refuge et à l'or



Source : BCE, LBMA



Source : Bank Al-Maghrib

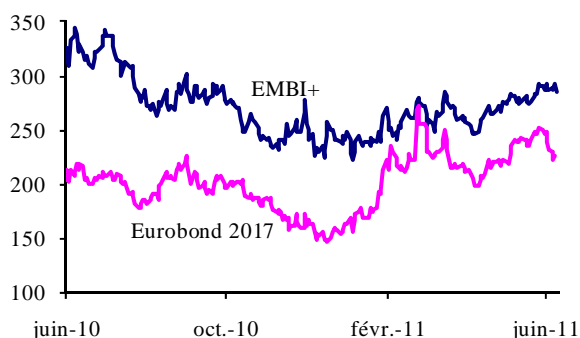
L'euro a reculé de 5,8% entre les 5 et 23 mai pour s'établir à 1,40 dollar, affecté par le regain des craintes sur les dettes européennes. Toutefois, la monnaie unique a rebondi à 1,47 dollar le 7 juin, ramenant ses gains depuis début janvier à 9,3%, suite à l'atténuation des inquiétudes sur la dette grecque et à l'annonce d'indicateurs conjoncturels décevants aux Etats-Unis. L'euro est également soutenu par les perspectives de relèvement des taux de la BCE contre un statu quo de la Fed.

Les cours de l'or ont atteint un nouveau record de 1.549 dollars l'once le 6 juin, en hausse de 5% depuis son creux de mai, soutenus par son attrait de valeur refuge face aux préoccupations sur la croissance mondiale, la montée de l'inflation, la crise de la dette et la valeur du billet vert.

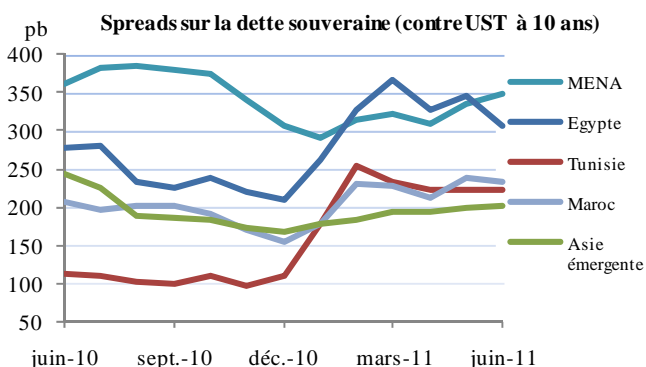
Dans le sillage de l'évolution de la parité euro/dollar, le dirham a enregistré en mai une appréciation de 0,5% face à l'euro et une dépréciation de 2,7% face au dollar. Depuis début 2011, la monnaie nationale s'est appréciée de 5,9% face au dollar et s'est dépréciée de 1,3% face à l'euro.

4. Marché obligataire émergent : affecté par un mouvement de "flight to quality"

Les marchés obligataires émergents ont connu récemment un retour de l'aversion au risque des investisseurs qui ont privilégiés les actifs jugés plus sûrs (*flight to quality*). Ainsi, les primes de risque assorties aux titres obligataires émis par les pays émergents (EMBI+) ont atteint un plus haut de neuf mois de 293 points début juin, en hausse de 47 points depuis leur bas du mois d'avril. Les plus fortes hausses des spreads obligataires sont enregistrées en Argentine, au Venezuela, en Ukraine, en Géorgie et au Pakistan. Toutefois, le risque souverain reste globalement maîtrisé dans les principaux pays émergents, dont les fondamentaux sont actuellement plus solides que par le passé.



Source : Bloomberg



Source : Banque mondiale

Dans le même sillage, les primes de risque assorties aux titres marocains (eurobond 2017) ont atteint 252 points le 27 mai, en hausse de 54 points depuis leur creux du 11 avril. Elles avaient atteint un pic de 271 points le 24 février, en hausse de 109 points depuis le début de l'année, avant de reculer à 197 points le 11 avril en lien avec l'annonce des réformes politiques majeures.

Pour l'ensemble de la région MENA, après un repli en avril, les écarts de rendement sur la dette souveraine ont marqué un net rebond, en lien avec les craintes persistantes sur les risques de contagion des soulèvements populaires.

Egypte : baisse des spreads obligataires, suite à des promesses d'aide financière au pays

En Egypte, après une forte hausse au premier trimestre, les spreads se sont fortement contractés récemment pour atteindre leur plus bas niveau depuis la mi-janvier, suite à l'annonce d'une série de promesses de financement bilatérales et multilatérales.

Dans ce sillage, le FMI a annoncé le 5 juin son engagement de prêter trois milliards de dollars à l'Égypte, sur une période d'un an et à un taux de 1,5%, pour financer son déficit budgétaire croissant et relancer son économie. Le prêt devrait être approuvé en juillet par le Conseil d'administration du FMI. La durée de remboursement sera étalée sur cinq ans, après une période de grâce de trois ans et trois mois. L'institution internationale a bien accueilli le projet de budget égyptien pour l'année qui commence en juillet.

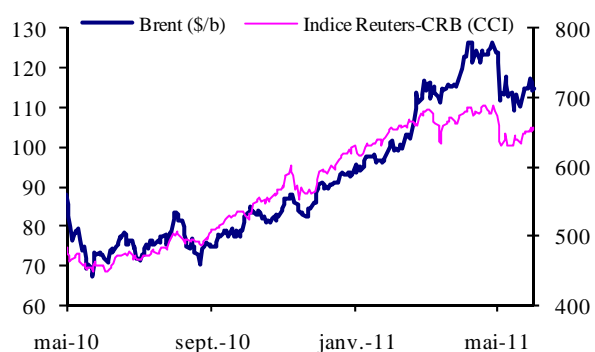
Par ailleurs, un "paquet" de 40 milliards de dollars de promesses de prêt au profit de l'Égypte et de la Tunisie a été annoncé lors du Sommet du G8 à Deauville, le 27 mai, dont 20 milliards de dollars pour les banques multilatérales de développement sur la période 2011-2013, 10 milliards de dollars d'engagements bilatéraux des membres du G8 et 10 milliards des pays du Golfe (Arabie saoudite, Koweït et Qatar).

D'autre part, le Qatar a annoncé des investissements de 10 milliards de dollars, alors que l'Arabie saoudite a promis environ quatre milliards de dollars d'aide sous forme de prêts à long terme et de dons.

4. Pétrole : correction baissière des cours en mai

Après avoir atteint des sommets en avril, les cours des matières premières ont enregistré une correction baissière en mai, suite à des prises de bénéfices, accentuées par la hausse du dollar et par des craintes sur le ralentissement de la croissance mondiale. L'indice Reuters-CRB (CCI) a reculé de 8% sur les deux premières semaines de mai, effaçant ses gains depuis début janvier. Les plus fortes baisses ont concernées le pétrole, le sucre, le coton, l'argent et les métaux de base.

Les cours de pétrole ont reculé de 14% depuis leur pic de fin avril pour s'établir à 109 dollars le baril le 17 mai, suite à des préoccupations quant aux effets retardés du choc pétrolier sur la demande de brut. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a révisé à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale en pétrole à 1,3 mbj en 2011, après une progression de 2,8 mbj en 2010, tirée par les pays émergents, en particulier la Chine. Toutefois, les prix pétroliers ont rebondi à 120 dollars le 9 juin, soutenus par la décision de l'OPEP de maintenir ses quotas de production inchangés, contrairement aux anticipations du marché.



Source : US EIA, CRB

Les cours des phosphates sont restés stables à 182,5 dollars la tonne en mai, après une hausse de 30% sur les quatre premiers mois de l'année. Les prix du TSP ont rebondi de 2%, portant leurs gains annuels à 16%. Les cours du DAP ont reculé de 1%, ramenant leur hausse annuelle à 3%. Les cours internationaux des phosphates et dérivés sont soutenus par l'équilibre serré entre l'offre et la demande mondiales.

Tableau de bord

(variations en % sauf indication contraire)

	Valeur au 09/06/2011	Var mensuelle (MTD)	Depuis le 31/12/2010 (YTD)	Var annuelle (YTY)
Eur/USD	1,46	1,5	9,4	21,7
Eur/MAD	11,33	0,2	1,5	3,5
USD/MAD	7,80	-1,1	-6,6	-14,4
S&P 500	1 289	-4,3	2,5	22,1
Eurostoxx 50	2 778	-4,3	-0,5	8,7
MSCI Emerging Markets	1 142	-1,7	-0,8	27,6
EMBI+ (pb)	286	4	38	-52
Brent (\$/b)	120	5,6	28,2	62,2
CRB (CCI)	660	3,0	4,9	45,0
Or (\$/once)	1 538	2,4	9,4	24,7

Sources d'information

- BNP Paribas : « EcoWeek », www.bnpparibas.com.
- Crédit Agricole : « Perspectives Hebdo », www.crdit-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