

## Conjoncture Financière Internationale

Octobre 2011

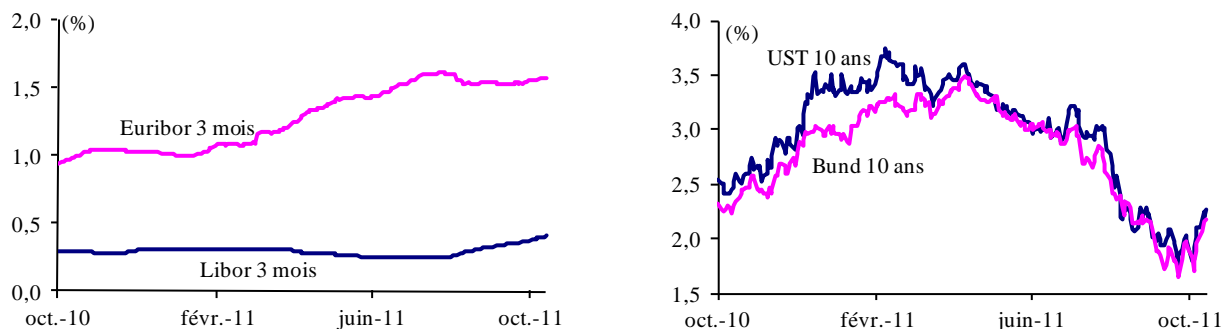
### Synthèse

- Les turbulences sur les marchés financiers sont accentuées par des craintes sur le ralentissement de la croissance mondiale et sur les risques de contagion de la crise de la dette dans la zone euro. Suite à la montée de l'aversion au risque des investisseurs, les valeurs refuge (emprunts d'Etat jugés plus sûrs, or, yen) sont privilégiées, au détriment d'actifs plus risqués (actions, matières premières) dont les cours ont marqué une forte chute. Toutefois, les marchés ont marqué récemment une reprise, suite au regain d'optimisme sur la résolution de la crise de la dette européenne.
- Les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans américains et allemands ont atteint des plus bas historiques, de 1,72% et 1,69% respectivement le 22 septembre, marquant des baisses respectives de 203 et 180 points de base (pb) depuis leurs pics d'avril. La baisse des taux longs américains est accentuée par l'annonce de "l'Operation Twist" de la Fed, qui consiste à allonger la maturité moyenne des titres qu'elle détient, en achetant les titres à maturité plus longue.
- Les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont reculé de 18% et 26% respectivement entre début juillet et début octobre, portant leurs pertes annuelles respectives à 13% et 23%. De son côté, l'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a chuté de 20% en un mois, portant sa baisse à 28% depuis début 2011.
- Les cours des matières premières ont enregistré un fort repli, suite à des craintes sur le ralentissement de la demande mondiale et au renforcement du dollar. Le baril de Brent a reculé de 12% sur un mois et de 20% depuis son pic de fin avril pour s'établir à 102 dollars le 4 octobre, avant de remonter à 115 dollars le 14 octobre.
- L'euro s'est replié de 8,8% depuis fin août pour s'établir à 1,32 dollar début octobre, en lien avec l'accentuation des craintes d'un défaut de la Grèce et la dégradation de la note souveraine de l'Italie, avant de repasser à 1,38 dollar la mi-octobre. Les devises refuge (yen, dollar, ...) se sont fortement appréciées face aux monnaies des pays émergents.
- La BCE a décidé début octobre de maintenir inchangé son principal taux directeur à 1,50%, après les hausses intervenues en avril et en juin. La hausse de l'inflation en septembre aurait retardé une éventuelle baisse des taux. Toutefois, la BCE a lancé une série d'opérations de financement spéciales, destinées à apporter des liquidités au secteur bancaire européen en difficulté. De son côté, la Fed a décidé de laisser ses taux inchangés, à un niveau très bas, au moins jusque mi-2013, dans un contexte de reprise économique lente et menacée par des risques importants.
- Les craintes d'un défaut de paiement de la Grèce se sont accentuées, entraînant une forte hausse des spreads sur les dettes des Etats européens en difficulté et une accentuation des pressions sur les banques exposées à ces dettes. Toutefois, les pressions pourraient s'atténuer, suite aux efforts pour soutenir la Grèce et recapitaliser les banques.
- Dans un contexte de "flight to quality", les primes de risque assorties aux titres obligataires émergents, représentés dans l'indice EMBI Global, ont atteint un plus haut depuis mai 2009 de 490 pb début octobre, en hausse de 190 pb depuis début août. Généralisée à toutes les régions, la hausse s'avère plus forte en Europe émergente (+220 pb), directement exposée au ralentissement en Europe de l'Ouest. Pour la région MENA, l'élargissement des spreads (+100 pb) est tiré par l'Egypte (+120 pb), la Jordanie (+130 pb) et surtout l'Iraq (+270 pb).

### Incidences et enseignements pour le Maroc

- Dans le sillage des turbulences des marchés, les primes de risque assorties aux titres marocains (eurobond 2020) ont atteint 386 pb début octobre, en hausse de 118 pb depuis début août et de 180 pb depuis leur creux du mois d'avril.
- La bourse de Casablanca a rebondi de 7% entre 9 août et 14 octobre, ramenant ses pertes annuelles à 9%, tirée par un regain d'intérêt pour les valeurs minières. Cette performance reste meilleure que celle des marchés de la région.
- A fin août 2011, la facture énergétique du Maroc a augmenté de 40% sur un an à 60,2 milliards de dirhams, suite au renchérissement des cours internationaux. Sur la même période, la facture alimentaire a rebondi de 47% sur un an à 25,3 milliards de dirhams, tirée par les niveaux élevés des prix des céréales, des oléagineux et du sucre. Les importations de sucre ont augmenté de 70% pour atteindre 3,2 milliards de dirhams, tirées par une hausse de 22% du volume importé et de 40% du prix moyen de la tonne importée (à 5.287 dirhams).
- Les exportations des phosphates et dérivés ont atteint 30,9 milliards de dirhams à fin août 2011, en hausse de 37% en glissement annuel, suite au rebond des ventes de phosphate brut de 45% et des dérivés de phosphates de 34%. Les cours des phosphates et dérivés restent soutenus par un équilibre serré entre l'offre et la demande mondiales.

## 1. Marché des taux : forte baisse des rendements obligataires



Source : Bloomberg

Les perspectives de la croissance mondiale se sont détériorées<sup>1</sup>, en ligne avec l'aggravation de la crise de la dette dans la zone euro. Dans ce contexte, l'aversion au risque des investisseurs s'est accentuée et s'est traduite par un plus grand attrait des titres obligataires des principaux pays avancés, au détriment des actifs jugés plus risqués (actions, matières premières, marchés émergents). L'attrait des titres d'Etat considérés plus sûrs, notamment ceux émis par les Etats-Unis, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suisse, a entraîné un net repli des rendements de ces titres<sup>2</sup>. Toutefois, les rendements ont remonté récemment, en lien avec le retour d'optimisme sur les marchés.

Aux Etats-Unis, les taux de rendement des UST à 10 ans ont atteint un plus bas historique de 1,72% le 22 septembre, en baisse de 38 points de base (pb) sur un mois et de 203 pb depuis leur pic du mois d'avril. Cette baisse est accentuée par la réduction des perspectives de l'économie américaine et par l'annonce de « l'Operation Twist » de la Fed, dans un contexte de politique monétaire encore très accommodante. Malgré la dégradation de la note souveraine des Etats-Unis par l'agence Standard and Poor's au début du mois d'août, le marché d'emprunts d'Etat américains maintient son attrait. En effet, ce marché reste le plus important, le plus profond et le plus liquide au monde.

Référence de la zone euro, le rendement du Bund allemand à 10 ans a perdu 49 pb sur un mois et 184 pb depuis son pic du mois d'avril pour s'établir à 1,65% le 23 septembre, son plus bas historique. Cette détente des rendements allemands est alimentée par des préoccupations sur la dette de la Grèce et sur les risques de contagion aux banques européennes exposées à cette dette.

En matière de **politique monétaire**, la BCE a décidé début octobre de maintenir inchangé son principal taux directeur à 1,50%, après les hausses intervenues en avril et en juin. Elle a ainsi marqué un arrêt au relèvement de ses taux directeurs, indiquant que les risques inflationnistes ne présentaient plus de biais haussier dans la zone euro et que la croissance serait faible. L'inflation sous-jacente reste limitée à 1,2% en août. Toutefois, l'inflation globale (IPC) dans la zone euro a rebondi à un plus haut de trois ans de 3% en septembre après 2,5% en août, ce qui risque de compliquer la tâche de la BCE qui serait amenée à retarder une éventuelle baisse de ses taux<sup>3</sup>. Toutefois, la banque centrale européenne a lancé une série d'opérations de financement spéciales, destinées à apporter des liquidités au secteur bancaire européen en difficulté.

Aux Etats-Unis, lors de sa réunion du 21 septembre, la Fed a décidé de laisser ses taux inchangés, à un niveau exceptionnellement bas, au moins jusque mi-2013. Le Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed considère que la reprise économique américaine est lente et menacée par des risques importants. Il estime que l'inflation semble s'être modérée par rapport au début d'année, en ligne avec la baisse des prix de l'énergie et des matières premières, et que les attentes d'inflation à plus long terme sont restées stables.

<sup>1</sup> Le FMI a abaissé sa prévision de la croissance mondiale à 4,0% en 2011 comme pour 2012, contre 4,3% et 4,5% respectivement dans l'estimation de juin, suite à une détérioration des perspectives de croissance dans les pays avancés (-0,6 point en 2011 et -0,7 point en 2012), en particulier les Etats-Unis (-1,0 point et -0,9 point respectivement).

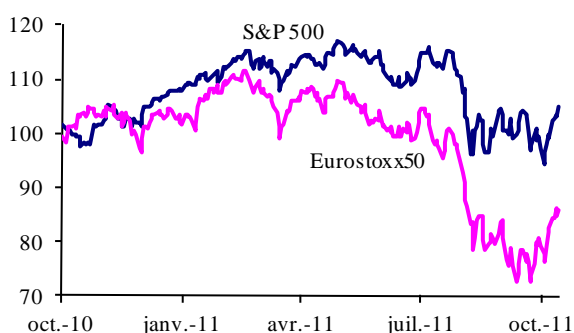
<sup>2</sup> Il existe une relation inverse entre le prix d'une obligation et son rendement.

<sup>3</sup> Dans son rapport "WEO" de septembre, le FMI suggère à la banque centrale européenne d'abaisser son taux directeur si les risques de dégradation de la croissance et de l'inflation persistent.

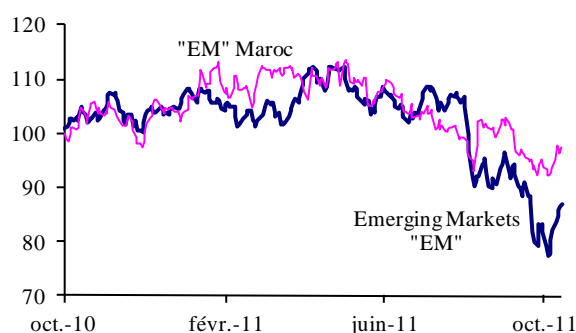
Dans ce contexte, la Fed a décidé d'allonger la maturité moyenne des titres qu'elle détient, en achetant, d'ici à la fin juin 2012, pour 400 milliards de dollars d'obligations du Trésor avec des maturités longues et en vendant un montant équivalent de bons du Trésor avec une maturité restante de 3 ans ou moins. Le but de cette mesure, surnommée "Operation Twist", est de faire baisser les taux d'intérêt à long terme pour soutenir l'activité tout en veillant à la stabilité des prix.

## 2. Marchés boursiers : net repli des cours sur le troisième trimestre 2011

Les marchés boursiers ont marqué une chute sur le troisième trimestre, suite à des craintes sur le ralentissement de l'économie mondiale et sur l'aggravation de la crise de la dette grecque et ses retombées sur les banques européennes. Ainsi, les indices boursiers américain "S&P 500" et européen "Eurostoxx 50" ont reculé de 18% et 26% respectivement entre début juillet et début octobre, portant leurs pertes annuelles respectives à 13% et 23%. Toutefois, les marchés d'actions ont marqué récemment un rebond, portés par un regain d'espoir sur l'issue de la crise de la dette.



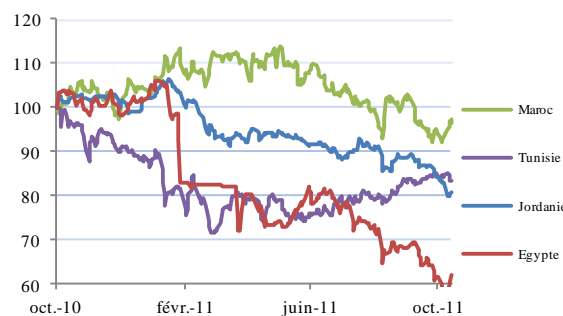
Source : Thomson-Reuters



Source : MSCI

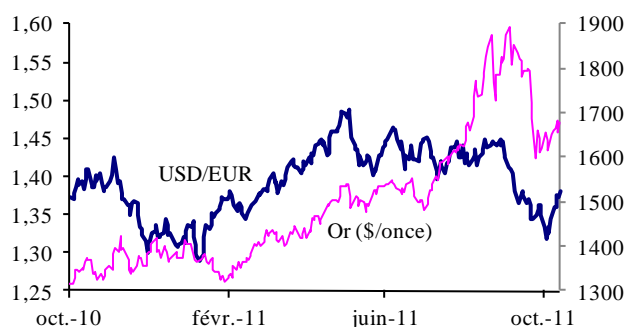
De même, les marchés boursiers émergents ont marqué une forte baisse, touchés par la remontée de l'aversion au risque et le *flight to quality*. L'indice boursier émergent "MSCI-EM" en dollar a atteint un plus bas de deux ans début octobre, en baisse de 20% en un mois et de 28% depuis début 2011. La baisse est généralisée à tous les marchés émergents et est plus forte en Europe.

Les marchés boursiers arabes ont poursuivi leur repli, élargissant leurs pertes sur les neuf premiers mois de 2011 (Egypte -42%, Bahreïn -28%, Oman -23%, Jordanie -18%, EAU -17%). Toutefois, la bourse tunisienne s'est inscrite en hausse récemment, ramenant sa baisse annuelle à 4%. De son côté, la bourse de Casablanca a rebondi de 7% entre son bas du 9 août et le 14 octobre, ramenant ses pertes annuelles à 9% (selon l'indice MASI), en lien avec un regain d'intérêt des investisseurs, notamment pour les valeurs minières.

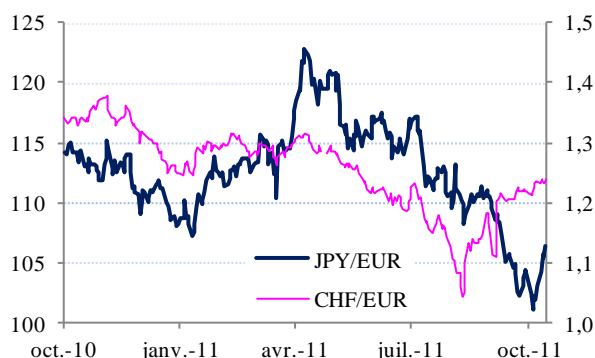


Source : MSCI

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



Source : BCE, LBMA



Source : BCE

**L'euro** s'est replié de 8,8% depuis fin août pour s'établir à 1,32 dollar début octobre, son plus bas depuis janvier<sup>4</sup>, en lien avec l'accentuation des craintes d'un éventuel défaut de paiement de la Grèce et la dégradation de la note souveraine de l'Italie. Toutefois, l'euro a rebondi de 4,7% pour repasser à 1,38 dollar la mi-octobre, suite à un regain d'espoir d'une solution à la crise de la dette de la zone euro. La monnaie unique est également soutenue par l'action coordonnée de cinq grandes banques centrales, annoncée la mi-septembre, pour renforcer l'approvisionnement en dollars du secteur bancaire<sup>5</sup>.

**Le yen** a marqué une forte appréciation en raison de son rôle de monnaie refuge face à la montée de l'aversion au risque des investisseurs. Ainsi, la devise nippone a atteint un plus haut de dix ans face à la monnaie unique, à 101,1 yens pour un euro le 4 octobre, en hausse de 8% sur un mois et de 18% depuis son creux du mois d'avril. Face au billet vert, la monnaie japonaise s'est approchée de son plus haut niveau depuis 1945, à 76,25 yens pour un dollar le 22 septembre, en hausse de 6% depuis début juillet et de 10% depuis un an. Toutefois, la monnaie nippone a enregistré récemment un repli dans le sillage du retour de l'appétit pour le risque des investisseurs.

Après avoir atteint des niveaux records face à l'euro et au dollar début août, **le franc suisse** s'est replié de 18% à 1,24 pour un euro et de 29% à 0,93 pour un dollar le 7 octobre, en lien avec les interventions de la Banque nationale suisse (BNS) sur le marché des changes, notamment sa décision de fixer un cours plancher de 1,20 franc pour un euro<sup>6</sup>. Suite à cette décision, le franc suisse semble désormais perdre graduellement son statut de monnaie refuge.

Les interventions des autorités japonaises et suisses sur le marché des changes, pour contenir l'appréciation de leur monnaie nationale, pourraient mettre sous pression d'autres banques centrales, alimentant ainsi les risques d'une nouvelle guerre des monnaies.

**Les monnaies des pays émergents** ont marqué une forte baisse depuis début août, inversant leur tendance antérieure, affectées par le retrait de capitaux en dehors de ces marchés. Il s'agit en particulier du rand sud-africain (-23% contre le dollar entre début août et début octobre), du real brésilien (-22%)<sup>7</sup>, du rouble russe (-17%), du won sud-coréen (-13%), de la roupie indienne (-12%), et de la lire turque (-12% pour atteindre un plus bas historique). Pour juguler la forte volatilité de leur monnaie, certains pays émergents ont eux aussi opéré des interventions sur le marché.

**L'or** a servi également de valeur refuge. Ainsi, les cours de l'or ont atteint un record de 1.895 dollars l'once début septembre, en hausse de 28% depuis début juillet et de 52% depuis un an. Toutefois, le métal jaune a perdu 16% de sa valeur à 1.598 dollars l'once le 26 septembre, affecté par la remontée du billet vert et délaissé par des investisseurs à la recherche de liquidité, avant de remonter à 1.678 dollars l'once le 14 octobre.

Dans le sillage de l'or, les cours de l'argent ont chuté de 30% en trois séances et de 42% depuis leur record du mois d'avril pour s'établir à 28,2 dollars l'once le 26 septembre, avant de repasser à 32,3 dollars l'once le 17 octobre.

---

<sup>4</sup> La parité euro/dollar reste toutefois en hausse de 10% par rapport à son creux de juin 2010, lors du premier épisode de la crise grecque.

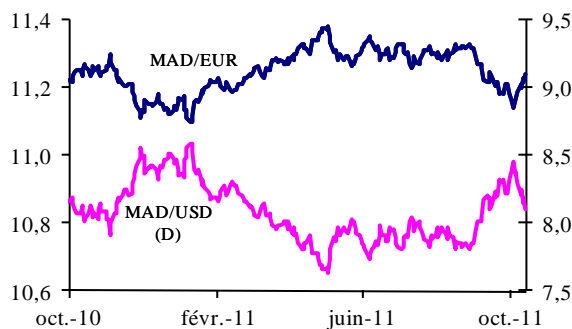
<sup>5</sup> La BCE, la Fed, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, ont décidé de mettre à disposition des banques des liquidités en dollars dans le cadre d'opérations sur trois mois, à taux fixe et avec un volume illimité, afin de couvrir les besoins au-delà de la fin d'année.

<sup>6</sup> Pour faire face à la forte appréciation de sa monnaie, la BNS a décidé unilatéralement, le 6 septembre, qu'elle "ne tolérera plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro sur le marché des changes". La BNS "fera prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise et est prête à acheter des devises en quantité illimitée" et se déclare prête à prendre des mesures supplémentaires "si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent".

<sup>7</sup> La chute de la monnaie brésilienne s'est accentuée après le 31 août lorsque la banque centrale a soudainement inversé la tendance du cycle de resserrement, avec une baisse de 50 pb de son taux de référence pour le ramener à 12%.

Dans le sillage de l'évolution de la parité euro/dollar, le **dirham** a enregistré, au 4 octobre, une appréciation mensuelle de 1,3% face à l'euro et une dépréciation de 6,4% face au dollar. Depuis début 2011, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,2% face à l'euro et s'est dépréciée de 1,1% face au dollar.

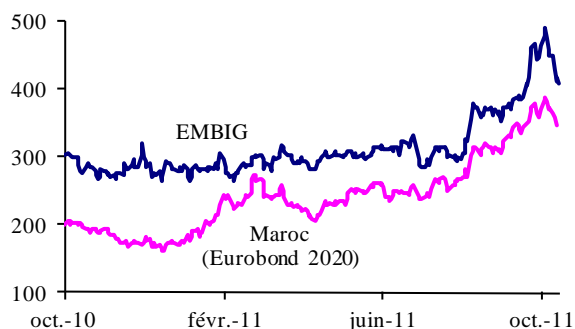
Par ailleurs, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé le 20 septembre de laisser inchangé son taux directeur à 3,25%<sup>8</sup>.



Source : Bank Al-Maghrib

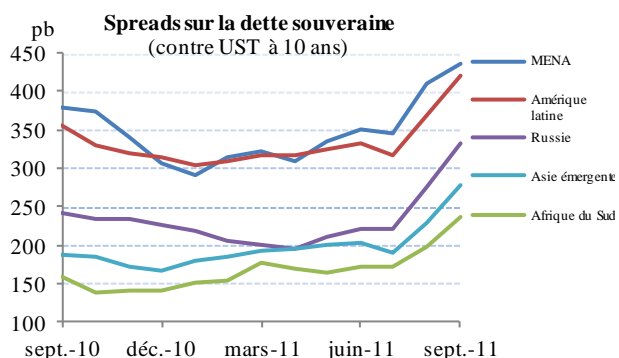
#### 4. Marché obligataire émergent : forte hausse des primes de risque

Les marchés obligataires émergents ont connu sur les derniers mois une accentuation de l'aversion au risque des investisseurs qui ont privilégié les actifs jugés plus sûrs (*flight to quality*). Ainsi, selon l'indice JPM EMBI Global, les primes de risque assorties aux titres obligataires en dollar émis par les pays émergents ont atteint un plus haut depuis mai 2009 de 490 pb le 4 octobre, en hausse de près de 190 pb depuis début août.

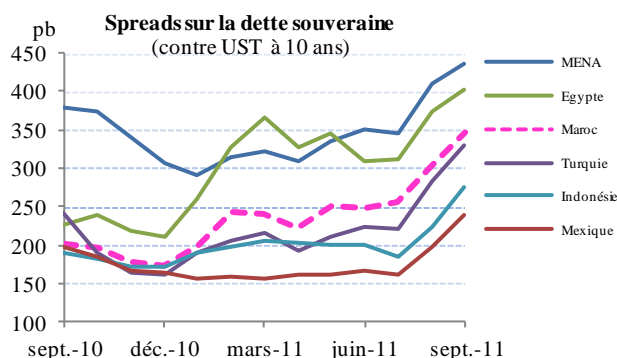


Source : Bloomberg

L'augmentation des écarts de rendement obligataires (spreads) est généralisée à toutes les régions. Les plus fortes hausses des spreads sont enregistrées en Europe émergente (+220 pb), en particulier l'Ukraine (+440 pb), la Russie (+210 pb) et la Turquie<sup>9</sup> (+160 pb). Les pays de cette région sont directement exposés au ralentissement dans les économies avancées, en raison du poids très important du marché européen dans leurs exportations. En Amérique latine, l'élargissement des spreads (+190 pb) est tiré par l'Argentine (+420 pb) et le Venezuela (+380 pb) qui ont enregistré des hausses plus fortes qu'en Brésil et au Mexique (+130 pb chacun). En Asie émergente, la montée des spreads (+165 pb) découle notamment de la hausse de ceux de l'Indonésie (+190 pb), du Pakistan (+275 pb) et du Vietnam (+305 pb). L'augmentation des spreads a été relativement moins forte en Afrique du sud (+140 pb). Le risque souverain reste globalement maîtrisé dans les principaux pays émergents, dont les fondamentaux sont actuellement plus solides que par le passé.



Source : Banque mondiale, Bloomberg



<sup>8</sup> La Banque centrale prévoit un taux de croissance se situant entre 4,5% et 5,5% en 2011 et une inflation de 2% en 2012. Elle souligne que la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme et une orientation à la baisse de la balance des risques.

<sup>9</sup> S&P a relevé la note souveraine de la Turquie en monnaie locale à l'*investment grade* (BBB-), mais a gardé la note en devises inchangée à BB. Bien que les deux notes soient assorties d'une perspective positive, un relèvement serait tributaire d'une amélioration du déficit du compte courant ou de la performance budgétaire.

Pour la **région MENA**, l'augmentation des écarts de rendement sur la dette souveraine s'est accélérée sur la période récente dans le sillage des turbulences sur les marchés financiers internationaux. La hausse des spreads pour certains pays de la région est accentuée par des craintes persistantes sur les risques de contagion des soulèvements populaires. Ainsi, l'indice JPM EMBI Global pour la région MENA s'est élargi d'environ 100 pb entre début août et début octobre pour atteindre un pic de 460 pb, tiré par l'Égypte (+120 pb à 450 pb), la Jordanie (+130 pb à 525 pb) et surtout l'Iraq (+270 pb à 660 pb).

Pour le **Maroc**, les primes de risque assorties aux titres obligataires (eurobond 2020) ont atteint un pic de 386 pb début octobre, en hausse de 118 pb depuis début août et de 180 pb depuis leur creux du mois d'avril. D'après l'indice JPM Euro EMBIG pour les obligations libellées en euro, les spreads sur la dette du Maroc ont augmenté de 146 pb depuis début août pour s'établir à 434 pb début octobre. Cette hausse reste toutefois modérée relativement à d'autres pays tels que la Turquie (+157 pb à 403 pb), la Roumanie (+175 pb à 489 pb) et la Hongrie (+170 pb à 526 pb) ainsi qu'à la performance moyenne pour cette catégorie d'émetteurs (+177 pb à 471 pb).

Par ailleurs, les CDS<sup>10</sup> à 5 ans sur la dette souveraine du Maroc ont atteint un nouveau pic de 281 pb le 3 octobre, en hausse de 104 pb depuis début août et de 168 pb depuis leur plus bas du 11 avril. Les performances du Maroc sur les deux derniers mois restent comparables à celles de la Tunisie et de la Turquie et s'avèrent relativement meilleures que celles de certains pays de la région comme le Bahreïn et Dubaï ainsi que de la moyenne des pays émergents.

#### Evolution du risque souverain pour les émetteurs de la région MENA

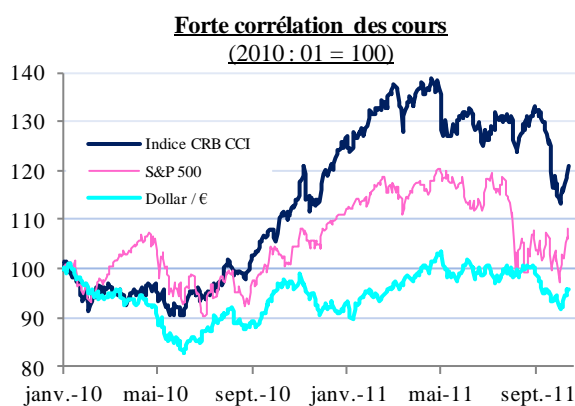
	Spread CDS 5 ans au 03/10/2011	Variation depuis 01/08/2011		Variation depuis 31/12/2010		Rating S&P/Fitch/Moody's
Marchés émergents	389	177	84%	189	94%	
Bahreïn	387	161	71%	201	108%	BBB/ BBB/ Baa1
EAU/Dubaï	513	194	61%	98	24%	
<b>Maroc</b>	<b>281</b>	<b>104</b>	<b>59%</b>	<b>156</b>	<b>124%</b>	<b>BBB-/ BBB-/ Ba1</b>
Turquie	300	110	58%	159	113%	BB/ BB+/ Ba2
Tunisie	281	99	54%	161	134%	BBB-/ BBB-/ Baa3
Égypte	485	158	48%	243	100%	BB/BB/ Ba3
Liban	449	86	24%	145	48%	B/B/B1

Source : Bloomberg, élaboration DEPF

#### 4. Matières premières : fort repli des cours dans le sillage des turbulences financières

Les cours des produits de base ont enregistré une forte correction baissière sur la dernière période, suite à des craintes sur le ralentissement de la demande mondiale. La baisse est accentuée par le raffermissement du dollar et par d'importantes liquidations de positions spéculatives des investisseurs.

Ainsi, l'indice Reuters-CRB (CCI) des prix des matières premières a reculé à son plus bas de 10 mois de 564 points début octobre, en baisse de 15% depuis fin août et de 10% depuis début 2011, avant de rebondir à 601 points le 14 octobre, suite au regain d'optimisme du marché.

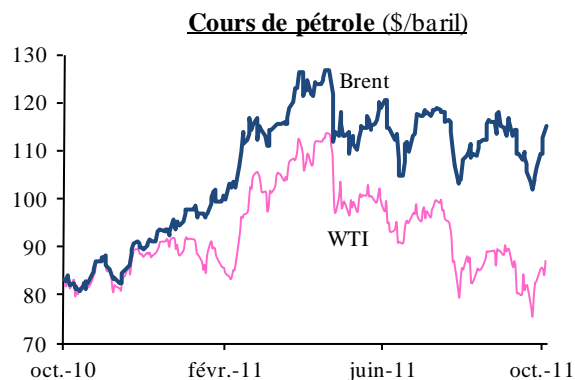


Source : CRB, Thomson-Reuters, BCE

<sup>10</sup> Les CDS (Credit Default Swap) sont des contrats financiers permettant de s'assurer contre le défaut de paiement d'une dette.

Les plus fortes baisses des cours ont concerné les métaux de base (-22% entre fin août et le 4 octobre pour l'indice LME), les métaux précieux (-26% pour l'argent et -10% pour l'or), les céréales et oléagineux (-15% pour l'indice IGC GOI), le sucre (-17%) et le pétrole (-12%).

Les cours du Brent ont atteint un plus bas de huit mois à 102 dollars le baril le 4 octobre, en baisse de 14% depuis leur pic du 7 septembre et de 20% depuis leur sommet de fin avril, affectés par la hausse du dollar et des préoccupations sur la croissance mondiale. Toutefois, les prix du Brent ont remonté de 13% à 115 dollars la mi-octobre, soutenus par des contraintes de production dans la Mer du Nord et en Afrique du Nord (la Libye notamment)<sup>11</sup>.



Source : US EIA

L'Agence internationale d'énergie (AIE) a révisé à la baisse ses prévisions de la croissance de la demande mondiale de pétrole, à 1,0 mbj en 2011 et 1,3 mbj en 2012 contre 2,7 mbj en 2010. Dans ce sillage, les prévisions des prix pétroliers sont susceptibles d'être révisées à la baisse.

Les cours des phosphates sont restés stables pour le deuxième mois consécutif en septembre à 197,5 dollars la tonne, après une hausse de 41% sur les sept premiers mois de 2011. Les prix du TSP ont augmenté de 0,9% en septembre, portant leurs gains annuels à 19,6%. En revanche, les cours du DAP ont reculé de 2,6% en septembre, ramenant leur performance à 8,2% depuis début 2011. Les cours internationaux des phosphates et dérivés sont soutenus par la persistance d'un équilibre serré entre l'offre et la demande mondiales.

Les cours des céréales et des oléagineux ont enregistré un net repli récemment, affectés par la hausse du dollar et l'accentuation des incertitudes sur les perspectives économiques mondiales. Les cours de blé, de maïs et de soja ont marqué des baisses respectives de 20%, 22% et 19% sur un mois pour s'établir à près de 250, 230 et 425 dollars la tonne respectivement le 4 octobre.

<sup>11</sup> L'écart de prix entre le Brent et le WTI américain demeure élevé, à environ 27 dollars actuellement.

## Implications de l'aggravation de la crise de la dette grecque

Les craintes sur un éventuel défaut sur la dette de la Grèce se sont accentuées récemment. Les investisseurs déplorent la divergence des dirigeants européens sur la mise en œuvre du second plan d'aide à la Grèce<sup>12</sup>. Les experts de la "troïka" (UE, BCE, FMI) ont mené des négociations avec la Grèce pour évaluer si le pays peut remplir les conditions nécessaires pour verser une nouvelle tranche d'aide de 8 milliards d'euros dont le pays aura besoin en octobre.

Les marchés craignent aussi que l'aide financière seule soit insuffisante pour résoudre le problème de solvabilité de la Grèce. Le plan d'austérité grec semble difficile à mettre en œuvre. L'aggravation du déficit budgétaire est liée à la fois à un recul des recettes fiscales (à cause de la récession persistante) et à l'augmentation des dépenses budgétaires et des intérêts payés (ces derniers représentent plus de 20% du total des dépenses). La réduction des dépenses d'investissement risque d'aggraver la récession.

Ainsi, la Grèce manquera les objectifs de déficit qui lui ont été assignés par ses bailleurs de fonds internationaux pour 2011 et 2012, selon les chiffres publiés début octobre après l'approbation par le gouvernement du projet de budget 2012. Ce dernier comprend un plan d'austérité controversé visant notamment à réduire drastiquement le nombre de fonctionnaires, contrepartie pour le déblocage de l'aide financière de l'UE et du FMI.

Dans ce contexte, les taux de rendement des emprunts d'Etat grecs ont fortement augmenté en septembre. Les spreads obligataires avec le Bund allemand à 10 ans se sont élargis pour atteindre un nouveau record de 2.400 pb le 14 septembre, en hausse d'un tiers depuis le début du mois. Les spreads ont également fortement augmenté pour d'autres pays en difficultés de la zone euro, en particulier l'Italie (+98 pb entre les 1<sup>er</sup> et 22 septembre à 3,99%), l'Espagne (+71 pb à 3,62%) et le Portugal (+200 pb à 10%), alors que la situation de l'Irlande se stabilise relativement.

En raison de leur vulnérabilité à la crise de la zone euro, l'Italie et l'Espagne ont vu leur notation souveraine abaissée par Fitch Ratings, début octobre. Par ailleurs, l'agence Moody's a dégradé la note de l'Italie de trois crans à A2, avec une perspective négative, soulignant une hausse des risques de financement pour les pays de la zone euro ayant un niveau élevé d'endettement. Cette action intervient après celle de Standard & Poor's (S & P) qui a dégradé, le 20 septembre, la note de crédit de l'Italie d'un cran, à A contre A+, avec une perspective négative, en mettant en garde contre une détérioration des perspectives économiques et l'incertitude politique. S & P a également abaissé, le 14 octobre, la note de crédit de l'Espagne d'un cran à "AA-", avec une perspective qui reste négative, citant des préoccupations sur la croissance économique atone du pays et le bouleversement continu de son système bancaire.

La chute des marchés d'actions a été plus marquée dans la zone euro. L'indice boursier "Eurostoxx 50" a reculé de 30% entre début juillet et 12 septembre, en lien avec un effondrement des valeurs bancaires les plus exposées à la dette grecque. Les marchés avaient anticipé la décision de l'agence Moody's qui a abaissé, le 14 septembre, d'un cran la note des banques françaises Société Générale et Crédit Agricole et a mis «sous surveillance négative» la note de la banque BNP Paribas. Un mois après, cette dernière a vu sa note à long terme dégradée par S & P de "AA" à "AA-". Parallèlement, Fitch Ratings a placé sous surveillance, en vue d'un possible abaissement, les notes d'une douzaine de banques, dont notamment les françaises BNP Paribas et Crédit Agricole SA.

L'action des agences de notation a accentué les difficultés des banques européennes à se financer en dollars, déjà perceptibles depuis le mois d'août, en raison de la réduction des opérations de certains fonds monétaires américains. Pour contenir les fortes tensions sur le marché interbancaire, une action concertée sur le refinancement en dollar est annoncée le 16 septembre par cinq grandes banques centrales (Fed, BCE, BoJ, BoE et BNS). Il s'agit de mettre à disposition des banques des liquidités en dollars dans le cadre d'opérations sur trois mois, à taux fixe et avec un volume illimité, afin de couvrir les besoins au-delà de la fin d'année.

La BCE a renforcé ses interventions sur le marché, notamment à travers son programme de rachats d'obligations publiques. Elle a également lancé une série d'opérations de financement spéciales, destinées à apporter des liquidités au secteur bancaire européen en difficulté.

De son côté, la Commission européenne a prôné "une approche coordonnée" en Europe pour recapitaliser les banques, afin de leur donner une marge de sécurité et ainsi réduire l'incertitude. Les efforts de soutien aux banques seront examinés lors du sommet de l'UE du 23 octobre. Le FMI soutient une recapitalisation rapide, indiquant qu'un manque de financement entraîne une réduction des prêts bancaires, ce qui freine la croissance économique. L'Autorité bancaire européenne (ABE) devrait réexaminer la solidité des banques européennes, exposées aux dettes souveraines, en identifiant les éventuelles insuffisances de fonds propres. Par ailleurs, un plan de restructuration a été annoncé le 10 octobre pour le démantèlement de la banque franco-belge Dexia, fortement affectée par la crise de la dette en Europe.

De leur part, les pays du G20, dont les ministres des finances se sont réunis le 15 octobre à Paris, ont annoncé leur volonté d'aider la zone euro à contenir la crise de la dette, afin d'éviter ses retombées systémiques sur la croissance mondiale. A cet égard, ils se sont engagés à doter le FMI des ressources adéquates pour faire face à cette crise.

<sup>12</sup> Il s'agit d'une aide d'urgence de 109 milliards d'euros consentie à la Grèce lors du Sommet européen du 21 juillet, en contrepartie de renforcement des mesures d'austérité. Ce plan d'aide devrait sensiblement améliorer les conditions de financement de la Grèce. Les dirigeants européens ont également accepté d'assouplir les conditions de prêt du Fonds européen de stabilité financière (FESF).



## **Tableau de bord**

*(variations en % sauf indication contraire)*

	<b>Valeur au 04/10/2011</b>	<b>Var mensuelle (M/M)</b>	<b>Depuis fin 2010 (YTD)</b>	<b>Var annuelle (YTY)</b>
Eur/USD	1,32	-7,5	-1,4	-3,8
Eur/MAD	11,14	-1,3	-0,2	-0,7
USD/MAD	8,45	6,4	1,1	3,2
S&P 500	1 124	-4,3	-10,6	-4,4
Eurostoxx 50	2 091	-5,8	-25,1	-22,6
MSCI Emerging Markets	831	-18,7	-27,8	-23,8
EMBIG (pb)	490	116	201	185
Brent (\$/b)	102	-12,1	9,2	22,1
CRB CCI (p)	564	-14,3	-10,4	7,4
Or (\$/once)	1 638	-12,7	16,5	24,7

### **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)
- Département américain d'énergie (US EIA), [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)