



Direction des Etudes et des Prévisions Financières

Division de l'Environnement National et International

Service de la Conjoncture Internationale

NOTE DE CONJONCTURE INTERNATIONALE

N°30 - Janvier 2008 -



Sommaire

1. Vue d'ensemble..... 2
2. Croissance économique dans les pays développés ...3
3. Croissance économique dans les pays émergents et en développement6
4. Comportement de l'économie nationale face aux évolutions de son environnement régional et international.....8

Note achevée de rédiger le 23 janvier 2008

1. Vue d'ensemble

Les retentissements de la crise des crédits immobiliers « subprimes » américains ont été à l'origine de turbulences financières, avec une forte volatilité boursière, une raréfaction des crédits bancaires, en dépit des importantes injections de liquidités opérées par les banques centrales, et in fine une montée graduelle de l'aversion au risque via les tensions sur les spreads obligataires.

Ces développements ont rendu nécessaire une révision à la baisse du scénario de croissance mondiale pour 2007, mais aussi pour 2008. En effet, selon le dernier rapport de la Banque Mondiale, le PIB mondial devrait se tasser à 3,6% en 2007 (3,9% en 2006) et se maintenir sur un élan plus modéré en 2008 (3,3%), affecté en grande partie par la contraction plus prononcée de l'activité dans les pays à revenus élevés. En revanche, les pays en développement verraient la croissance de leurs PIB se maintenir sur un rythme soutenu, quoique légèrement inférieur à celui de 2006.

Tenant compte de ce qui précède, il semble que le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale se met progressivement en place, après cinq ans de croissance exceptionnelle. Néanmoins, plusieurs risques baissiers liés à l'accumulation des déséquilibres passés pourraient compromettre un tel scénario.

Il s'agit en particulier de l'ampleur du choc des subprimes qui pourrait se propager à d'autres classes d'actifs et à d'autres régions du monde. De plus, la divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique ne font qu'accentuer les déséquilibres sur le marché des changes, avec une forte appréciation de l'euro face au dollar au-delà du seuil de 1,50. Non moins importantes, les tensions qui pèsent sur les marchés des matières premières, aussi bien sur le pétrole que sur les céréales, sont loin d'être atténuées. Le poids des facteurs structurels de la vulnérabilité de ces marchés continuent de l'emporter sur les facteurs conjoncturels.

Sources d'information :

- OCDE: Perspectives économiques N° 82, décembre 2007.
- Banque Mondiale : Perspectives de l'économie mondiale, décembre 2007.
- Banque Centrale Européenne : « Bulletin mensuel » décembre 2007.
- Société Générale : « Analyse mensuelle de la situation économique », décembre 2007.
- BNP Paribas : « Conjoncture – Taux – Change », novembre-décembre 2007.
- JP Morgan: « Emerging Markets Outlook », décembre 2007.
- JP Morgan: « World Financial Data», 1^{er} trimestre 2008.
- Crédit Agricole : « Perspectives trimestrielles», janvier 2008.
- Institute of International Finance: “Global Economic & Capital Markets Forecasts”, 2008.



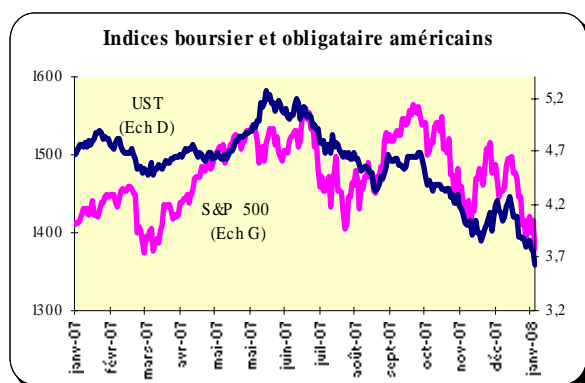
2. Situation économique dans les pays développés

2.1. Faiblesse de l'activité économique aux Etats-Unis

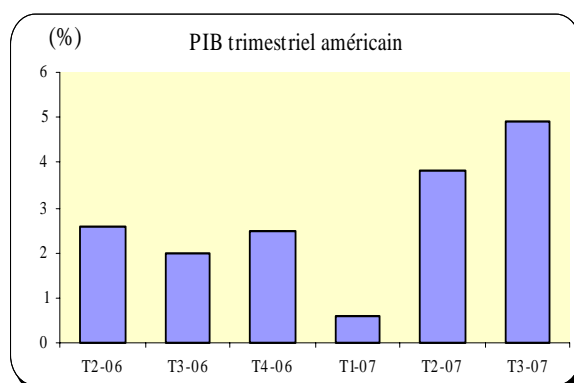
L'économie américaine a crû de 4,9% en rythme annualisé au troisième trimestre 2007, soit son rythme le plus élevé depuis le troisième trimestre 2003, en dépit de la crise financière et de la contraction sévère qui s'est poursuivie dans le secteur de la construction résidentielle. Cette évolution est attribuable au redressement des exportations (+19%), favorisé par la faiblesse du dollar face à la plupart des devises, et dans une mesure moindre, l'investissement non résidentiel et la consommation privée qui se sont accrus respectivement de 9,4% et 2,7%.

En dépit de ce rebond, l'évolution récente des indicateurs conjoncturels laisse profiler un tassement de l'activité au quatrième trimestre 2007. L'ISM dans le secteur manufacturier a diminué fortement en décembre pour s'établir à 47,7 points, soit son plus faible niveau depuis avril 2003. De même, après avoir reculé pendant huit mois d'affilée, l'indice de la confiance des constructeurs américains s'est stabilisé en novembre, à 19 points, se situant à son plus bas niveau depuis plus de vingt ans.

Du côté des ménages, l'indice de confiance des consommateurs américains, établi par l'Université de Michigan, s'est replié légèrement à 75,5 en décembre, après 76,1 en novembre, dans un contexte marqué par l'effritement du pouvoir d'achat des ménages sous l'effet de la hausse des prix, du ralentissement du marché du travail et de l'atténuation de l'effet richesse.



Source : Reuters



Source : BNP Paribas

Compte tenu de ce qui précède, l'activité économique aux Etats-Unis devrait clôturer l'année 2007 sur un rythme de 2,2% selon l'OCDE, avant de se tasser à 2% en 2008, nettement en dessous de son potentiel de long terme. Elle serait affectée notamment par la poursuite de la correction baissière du secteur immobilier, le durcissement concomitant des conditions de crédit et la résistance à la hausse des cours pétroliers.

Face à ces évolutions, la Fed devrait poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire afin d'éviter une détérioration encore plus marquée de l'activité américaine, en dépit des pressions haussières sur l'inflation. C'est ce qui corrobore la dernière décision de l'autorité monétaire américaine qui a procédé à une baisse de 75 pb de son taux directeur, pour le ramener à 3,5%. Dans le même sens, un soutien budgétaire à l'activité économique a été envisagé sous forme d'un plan d'aide fiscale d'une enveloppe globale équivalente à 1% du PIB (soit près de 145 milliards dollars).

**Encadré 1 : Subprime¹ et ralentissement de la croissance aux Etats-Unis :
quelles incidences sur l'économie mondiale ?**

La faible croissance de l'activité économique américaine prévue au quatrième trimestre 2007 et au début de l'année 2008, tire son origine de l'effondrement du marché du crédit hypothécaire américain. L'abondance de liquidité au cours des dernières années, l'affaiblissement corrélatif de la sensibilité au risque et les innovations financières ont conduit à une forte augmentation de la distribution de crédit hypothécaire aux Etats-Unis, en particulier dans sa composante "subprime".

Néanmoins, l'arrêt des hausses de prix de l'immobilier et le renchérissement du coût du crédit ont révélé des situations d'insolvabilité et une poussée des défauts, qui ont déclenché un durcissement des conditions d'accès au crédit, affectant négativement l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages américains.

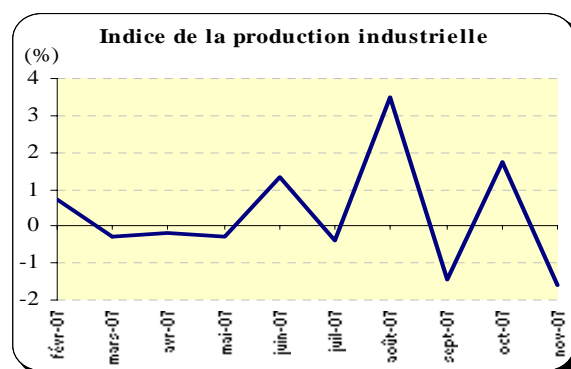
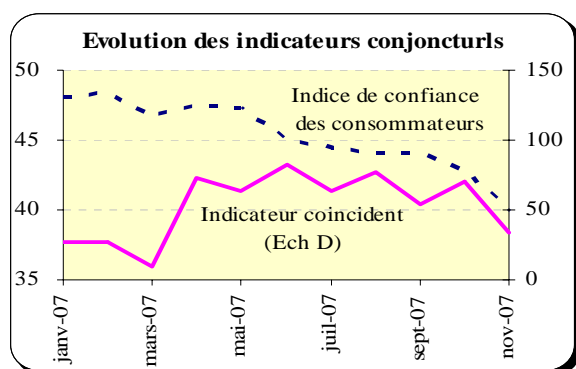
En dépit des interventions des banques centrales (injections massives de liquidités par la BCE et la Fed, baisse du taux d'escompte par la Fed), la crise des subprimes s'est propagée à d'autres classes d'actifs (marché de la titrisation, marché monétaire, marchés boursiers), et ne manquerait pas d'affecter d'autres régions du monde, comme en témoigne la chute brutale des bourses asiatiques au cours de ce mois.

Au total, les conséquences de la crise se sont propagées outre-Atlantique par le biais du change, avec le renchérissement de l'euro, et celui de la sphère bancaire, avec les difficultés rencontrées par plusieurs établissements de crédits. En particulier, l'impact sur la zone euro, même s'il s'annonce globalement négatif dans le sillage du ralentissement de l'économie américaine, serait différencié selon les pays. L'Irlande, l'Espagne et le Luxembourg, en raison de la position dominante des services financiers au sein de leurs économies, pourraient être soumis à des difficultés plus prononcées.

2.2. Modération attendue de l'activité économique au Japon

Au Japon, le PIB a progressé de 2% au troisième trimestre 2007, en rythme annualisé, après une hausse de 1,6% au trimestre précédent, suite à la bonne tenue du commerce extérieur et au rebond de l'investissement productif, malgré la poursuite du repli du secteur de l'immobilier résidentiel.

Néanmoins, cette bonne orientation de l'activité au Japon semble être compromise, comme en atteste l'évolution des indicateurs conjoncturels publiés récemment. En particulier, l'indicateur coïncidant, qui sépare les phases de croissance et de contraction de l'activité, est descendu pour la première fois en huit mois en dessous de la barre des 50 points, pour se situer à 33,3 points en novembre contre 70 en octobre.



Source : ESRI, METI

¹ Crédit subprime désigne des prêts immobiliers dits « à risque », parce qu'ils sont consentis souvent à taux variables à des ménages à faible solvabilité.



De même, la production industrielle, marquée par une forte volatilité au cours des derniers mois, s'est repliée de 1,6% en novembre, tandis que les exportations manquent de réel dynamisme, affectées par la hausse du yen et le repli de la demande extérieure émanant des Etats-Unis, sous l'effet des répercussions de la crise financière des crédits à risque.

Par ailleurs, la modération de l'activité nippone commence à se faire sentir sur le marché du travail. Le taux de chômage est reparti en hausse pour s'établir à 3,8% en novembre, après avoir atteint 3,6% en août, son plus bas depuis début 1998. De plus, les salaires moyens continuent leur baisse entamée depuis le deuxième trimestre de l'année, ce qui contribue à maintenir l'inflation à un taux proche de zéro et laisse profiler le risque d'un retour à la déflation même si la croissance nippone repose davantage sur la demande extérieure.

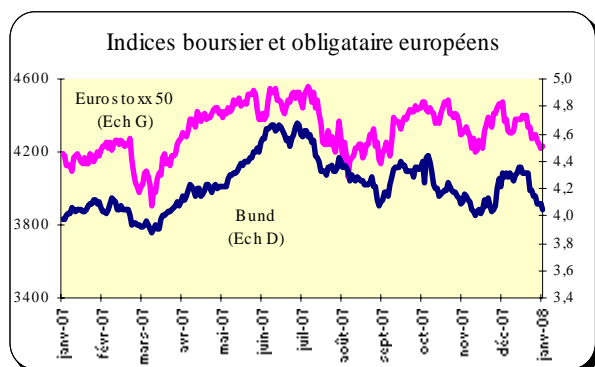
En termes de perspectives, la croissance du PIB nippon devrait poursuivre sa modération pour s'établir à 1,6% en 2008. Elle demeurerait sensible à l'évolution de la conjoncture américaine et à la parité du yen par rapport au dollar dont l'ascension pourrait nuire à la compétitivité-prix des exportations nippones.

2.3. Modération de la croissance dans la zone euro

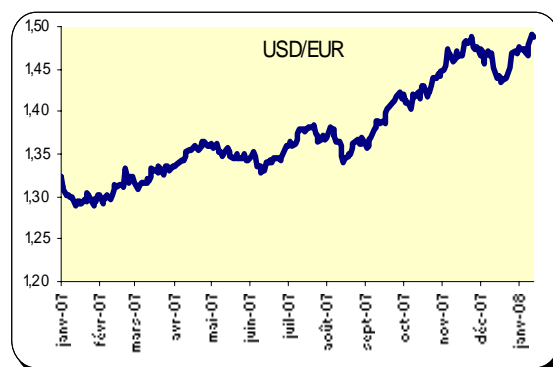
La croissance du PIB de la zone euro a nettement rebondi au troisième trimestre 2007, s'établissant à 0,8% après 0,3% au second trimestre, tirée principalement par l'évolution favorable de la demande intérieure. Ainsi, l'investissement a progressé de 1,2%, porté par une amélioration soutenue de l'utilisation des capacités et une croissance solide des profits des entreprises. La contribution de la consommation privée à la croissance du PIB a été positive, au moment où la demande extérieure nette a amputé la croissance de 0,1 point.

Ce résultat reflète une orientation favorable dans tous les pays de la zone, à l'exception du Portugal où la croissance a stagné. Les Pays Bas et l'Irlande ont enregistré les taux de croissance les plus élevés (1,8% et 1,4% respectivement). L'activité en Allemagne et en Espagne est demeurée bien orientée avec un rythme de progression de 0,7%. De son côté, la France a affiché un taux de croissance conforme à la moyenne de la zone euro (0,8%).

Néanmoins, les derniers indicateurs conjoncturels disponibles signalent une modération de l'activité au quatrième trimestre, sous l'effet du resserrement des conditions financières, des risques croissants d'un ralentissement très marqué aux Etats-Unis et de la vigueur de l'euro. Les indicateurs de confiance, mesurés par la Commission européenne (climat économique, confiance des ménages et dans l'industrie), ainsi que le PMI manufacturier se sont inscrits en baisse en décembre.



Source : Reuters



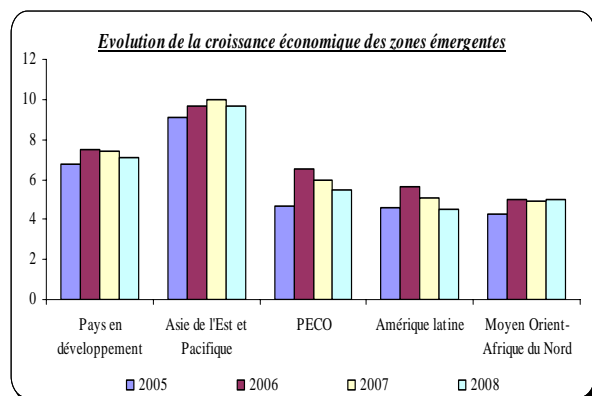
Source : BCE



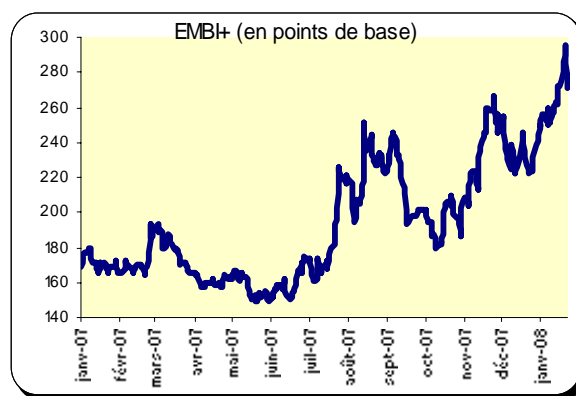
Dans ces conditions, le PIB de la zone euro devrait croître d'environ 2,6% sur l'ensemble de l'année 2007, selon l'OCDE. Ce trend baissier devrait se poursuivre en 2008. La croissance serait affectée notamment par le retournement du cycle immobilier, la hausse des prix des matières premières et le freinage prévisible des exportations, sous l'effet conjugué de la baisse de la demande intérieure aux Etats-Unis et l'appréciation de l'euro. Ainsi, l'OCDE a nettement abaissé sa prévision de croissance pour la zone euro en 2008 à 1,9%, légèrement au-dessous de son potentiel, ce qui devrait inciter la BCE à maintenir ses taux inchangés du moins à court terme.

3. Situation économique des pays émergents et en développement

En 2007, la conjoncture internationale est restée, pour la cinquième année consécutive, favorable aux pays émergents, que ce soit au niveau des prix des matières premières qu'au niveau de l'accès aux financements. En plus de la vigueur de la demande intérieure, ces pays ont tiré profit de la dynamique des flux commerciaux et de l'abondance des liquidités internationales qui se sont traduites par d'importants flux de capitaux en quête de rendements plus élevés. Ainsi, le taux de croissance dans ces pays devrait ressortir à 7,4%, avant de se modérer à 7,1% en 2008, selon la Banque Mondiale.



Source : Banque Mondiale



Source : JP Morgan

En termes de répartition régionale, l'Asie en développement aurait affiché un taux de croissance de 10% en 2007 après 9,7% en 2006. Pour beaucoup d'économies de la région, un facteur essentiel de croissance a été la vigueur de leur demande intérieure, le cycle des hautes technologies ayant accusé, pour l'essentiel de la période 2006-07, un certain ralentissement, qui a eu pour effet de tempérer l'essor des exportations de ce secteur.

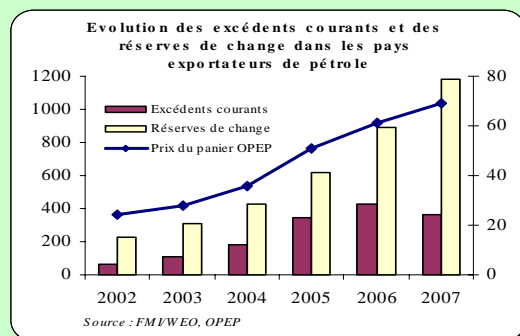
En Chine, la croissance devrait enregistrer un nouveau record, soit 11,5% en 2007, tandis qu'en Inde, le PIB aurait progressé de 8,9%. Ces deux pays continuent de tirer profit de l'impulsion donnée par les réformes menées sur le plan budgétaire et en matière d'amélioration du climat des affaires. Pour l'année 2008, la progression du PIB de cette région devrait accuser un léger recul pour s'établir à 9,7%, dans le sillage du ralentissement prévu de l'économie américaine, principal marché d'exportation pour les pays asiatiques.

En Amérique latine, l'activité économique aurait légèrement ralenti pour atteindre 5,1% en 2007, après 5,6 % en 2006. Le taux annuel moyen d'accroissement de la production se chiffre à 5,3 % depuis 2004, soit le double de celui enregistré sur les 15 années précédentes qui est de 2,7%. La croissance a été plus largement répartie, avec des résultats positifs affichés par chacune des sous-régions (Caraïbes, Amérique centrale et Amérique du Sud), en ligne avec un contexte extérieur favorable et une amélioration de la situation macroéconomique des pays de la région. De plus, la région avait accumulé d'importants excédents courants, qui ont réduit son recours aux financements extérieurs. Néanmoins, la zone devrait assister en 2008 à une décélération de sa croissance économique, qui atteindrait 4,5%.



Encadré 2 : Flux de capitaux et recyclage des excédents pétroliers

Suite à la hausse des prix pétroliers, les pays exportateurs de pétrole disposent actuellement d'excédents du compte courant qui dépassent ceux des économies de l'Asie émergente et du Japon. En 2007, les pays exportateurs de pétrole détenaient un excédent courant estimé à 367 milliards de dollars (192 milliards de dollars pour les pays exportateurs du Golfe).



La manne pétrolière a permis aux pays exportateurs de réduire leurs endettements et de financer leurs programmes sociaux et ceux d'infrastructure, tout en augmentant leurs réserves de change. Le surplus pétrolier qui n'est pas dépensé localement est placé en avoirs extérieurs. Contrairement aux précédents chocs pétroliers, les excédents de liquidité seraient moins destinés à des investissements de portefeuille et des dépôts bancaires à l'étranger, pour être davantage investis dans les marchés locaux (boursiers et immobiliers) et dans des fonds d'investissement souverains. Les placements financiers de ces fonds – bien que difficilement estimables – seraient plus diversifiés dans leurs supports et leurs destinations.

Selon la banque d'affaires Morgan Stanley, les fonds souverains des Etats du Golfe ont investi dans toutes sortes d'actifs financiers occidentaux et même émergents (banques, bourses, fonds spéculatifs, sociétés de capital-investissement, etc.). Plus récemment, les entreprises fragilisées par la crise des "subprimes" aux Etats-Unis sont devenues leurs cibles de choix, comme en témoigne notamment la prise de participation spectaculaire dans le capital du Citigroup par Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).

Toutefois, selon le FMI, le réinvestissement des pétrodollars sur le marché international des capitaux pourrait avoir un effet déstabilisant sur l'économie mondiale, en raison de sa contribution à faire augmenter le déficit courant aux États-Unis, en aidant à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et partant en favorisant l'expansion des crédits à la consommation. L'accroissement de ce déficit augmente les pressions baissières sur le dollar, ce qui ne conforte guère les marges de manœuvre de l'autorité monétaire américaine, notamment en matière de lutte contre l'éventualité d'une récession.

S'agissant des pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO), la croissance de leur PIB s'est légèrement modérée passant de 6,5% en 2006 à 6% en 2007, en raison d'un léger tassement de la demande extérieure et intérieure. La croissance des pays de la région est le résultat de l'expansion du crédit et des salaires réels ainsi que d'importantes entrées de capitaux et des envois de fonds de l'étranger. En 2008, le PIB des PECO se maintiendrait probablement sur le même rythme de croissance que l'année précédente.

Dans le même sillage, le PIB de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord a progressé de près de 5% en 2007, comme en 2006, se maintenant à son niveau le plus élevé depuis 10 ans. L'activité économique a progressé à un rythme proche de 7,1% en Egypte, en raison de l'expansion des revenus des services et des envois de fonds des travailleurs émigrés, en plus de la dépréciation de la livre. De son côté, le PIB tunisien a progressé de 6%, porté par les réformes qui ont amélioré le climat des affaires et renforcé la compétitivité des exportations. En Algérie, la croissance a crû de 3,4%, profitant de la flambée des cours mondiaux du pétrole. Au total, les perspectives qui s'annoncent en 2008 laissent augurer un maintien des taux de croissance de la région à un niveau soutenu.

En particulier, l'économie marocaine devrait évoluer à un rythme plus modéré, soit 2,5% en 2007, affectée par la forte baisse de la production agricole, même si les autres secteurs de l'économie continuent de faire preuve d'un dynamisme soutenu. En outre, l'amélioration continue des fondamentaux macroéconomiques devrait conforter la perception du risque Maroc par les marchés internationaux.

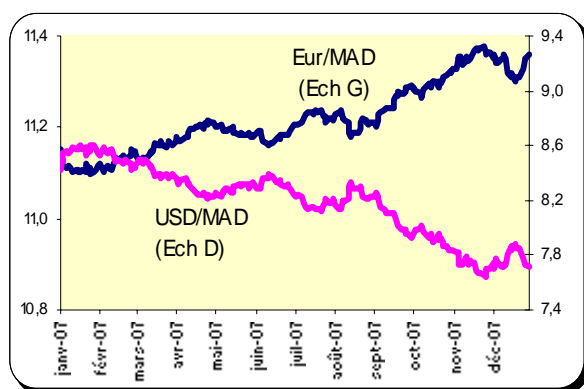
4. Comportement de l'économie nationale face aux évolutions de son environnement régional et international

Au terme des onze premiers mois de l'année 2007, l'environnement international a été globalement moins porteur pour l'économie nationale. Les tensions récurrentes sur les cours des matières premières n'ont guère apporté de soutien à l'amélioration des échanges extérieurs. La hausse des prix internationaux a suscité des effets négatifs sur la balance commerciale de notre pays, quoique ces effets ont été relativement atténués par l'effet change, en raison de l'appréciation de la monnaie nationale face au dollar, monnaie de cotation par excellence sur les marchés internationaux des produits de base.

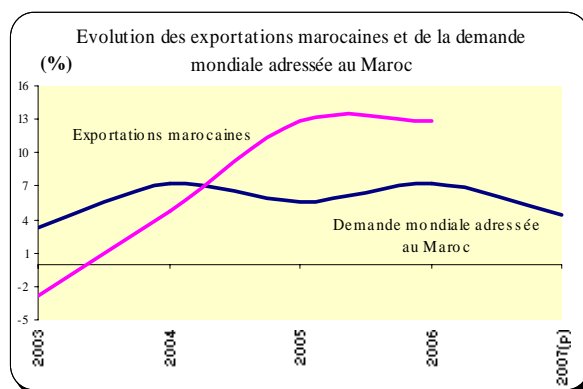
Ainsi les importations ont progressé de 21,4%, tirées par le renchérissement de la facture céréalière. En particulier, les importations de blé ont progressé de 201,6% par rapport à la même période de l'année dernière, portées par la hausse du prix moyen de la tonne importée qui est passé à 2450 dirhams contre 1666 dirhams à fin novembre 2006.

De son côté, la progression des exportations s'est avérée relativement limitée. Elle s'est établie à 8% au cours de la même période. L'effet positif, résultant de l'accroissement des prix de certains produits exportés, notamment les engrais naturels et chimiques, les phosphates et l'acide phosphorique, a été insuffisant pour atténuer l'impact du renchérissement des produits importés, d'autant plus que les exportations de certains produits tels que les poissons et les agrumes continuent de s'inscrire en repli.

Dans ces conditions, le déficit commercial s'est aggravé de 36,5%, entraînant dans son sillage un repli du taux de couverture à 47% contre 52,8% au cours de la même période de l'année dernière.



Source : Bank Al-Maghrib



Source : OC-Calcul DEPF

S'agissant des autres indicateurs extérieurs, ceux-ci ont connu une évolution plus favorable. Les recettes voyages et les transferts des MRE ont progressé de 13,8% et 17,2% respectivement par rapport à la même période de l'année 2006. De même, les flux d'investissements et prêts privés étrangers reçus par notre pays ont augmenté de 18,8% pour atteindre 31 milliards de dirhams à fin novembre 2007, dont 26,9 milliards de dirhams (86,9% du total) représentent des investissements directs étrangers. Cette évolution s'est traduite par le maintien des avoirs extérieurs nets de Bank Al Maghrib à un niveau très confortable (184,5 milliards de dirhams au terme de la période janvier-novembre 2007).

Tenant compte des évolutions prévisibles de l'environnement international sur le reste de l'année, la demande étrangère, en volume, adressée au Maroc devrait se modérer à 4,5% en 2007 comme en 2008 (contre 7,1% en 2006). Néanmoins, elle se maintiendrait toujours sur un élan de progression supérieur à la moyenne observée lors de la période 2000-2004, qui est de 3,5%.

Néanmoins, plusieurs facteurs d'incertitudes risquent de maintenir une pression baissière sur les performances extérieures de l'économie nationale, au premier rang desquels figurent les tensions sur les marchés des matières premières agricoles et énergétiques et la forte appréciation de l'euro face au dollar.

Aussi, est-il nécessaire de rappeler que face au renchérissement continu des cours des produits de base sur le marché international, des mesures de politique économique ont été menées, dont notamment la suspension de la perception du droit d'importation applicable au blé tendre et au blé dur dès septembre 2007. Néanmoins, au-delà des mesures d'ordre fiscal, une meilleure gestion des contraintes de l'environnement économique international passerait par l'approfondissement des réformes engagées par notre pays dans les domaines énergétique et agricole et ce, en vue d'accroître l'efficacité et la productivité des secteurs concernés et renforcer la capacité de résistance de l'économie nationale aux différents chocs exogènes.

