

Royaume du Maroc



Direction de la Politique
Economique Générale

Mme Fatima Hamdaoui



Document de travail n° 53

Version actualisée en janvier 2004

Constituant une sélection mensuelle des travaux menés par les cadres de la Direction de la Politique Economique Générale, les documents de travail engagent cependant la responsabilité des auteurs les ayant initiés. Ils sont diffusés par la Direction pour approfondir le débat sur les sujets en question et susciter des observations.

Table des matières

Objet de l'étude.....	2
1. Tendances générales dans les économies émergentes.....	3
2. Rating global.....	5
3. Rating par critère.....	5
3.1. <i>Qualité de la croissance</i>	6
3.2. <i>Equilibre macro-économique</i>	6
3.3. <i>Equilibre des comptes extérieurs</i>	7
3.4. <i>Risque bancaire</i>	8
3.5. <i>Risque politique</i>	8
4. Typologie et principaux risques.....	9
5. Ratings des agences S&P et Moody's.....	9
6. Rating du Maroc.....	11
Annexe.....	13

Objet de l'étude

Après avoir analysé l'évolution de la notation du Maroc de mars 1997 à octobre 2002 dans des fiches précédentes, la Direction de la Politique Economique Générale présente cette évolution pour la période allant d'octobre 2002 à octobre 2003.

En se basant sur les notations établies par la Caisse des Dépôts et des Consignations (CDC) française, l'objectif est d'étudier le positionnement du Maroc par rapport à un échantillon de sept pays émergents (Chili, Corée du Sud, Malaisie, Pologne, Tunisie, Egypte, Turquie), dans le but notamment de :

- Souligner les améliorations ou rétrogradations des notations des différents pays de l'échantillon.
- Mieux situer l'économie marocaine par rapport à l'échantillon.
- Cerner la contribution des différents critères (qualité de la croissance, équilibre macro-économique, équilibre des comptes extérieurs et risques politique et bancaire) à la notation globale du Maroc et à celle des pays de l'échantillon.
- Etablir une hiérarchie au sein des pays de l'échantillon en fonction des risques auxquels ces pays sont couramment exposés et qui sont susceptibles d'affecter le comportement des investisseurs et des marchés financiers internationaux.

Aussi, faut-il souligner que la référence aux mouvements de révision des notations souveraines par les agences de rating, Standard & Poor's (S&P) et Moody's, devrait permettre de cerner l'évolution de la qualité de crédit des pays émergents et son impact sur l'évolution des primes de risque assorties aux titres traités sur le marché obligataire international.

La méthodologie figurant en annexe, présente les sources de données, la définition des critères utilisés dans la notation de la CDC et le choix de l'échantillon.

1. Tendances générales dans les économies émergentes

L'analyse de l'évolution des indicateurs conjoncturels des pays émergents permet de tirer les enseignements suivants :

- Franche amélioration des perspectives de croissance économique des pays émergents en lien avec le redémarrage du commerce mondial et l'abondance de liquidités internationales, mais avec des scénarios locaux toujours très différents :

- ✓ Bonne résistance de la croissance en Europe Centrale et Orientale, en relation avec la bonne tenue des exportations et la vigueur de la demande intérieure, même si dans un certain nombre de pays, l'inversion des politiques antérieures de relance budgétaire contrarie sans doute cette évolution.
- ✓ Fort soutien apporté à la croissance de la région par le rebond de l'activité en Pologne (prévisions de 3,5% en 2003 et 4,2% en 2004), après deux années de quasi-stagnation. Ce rebond résulte essentiellement de la bonne tenue de la consommation des ménages et des exportations, soutenue par la dépréciation du zloty au cours des deux dernières années. L'investissement des entreprises devrait s'améliorer en 2004, stimulé par les financements communautaires.

En Russie, solidité de la croissance économique en 2003 : la fermeté des cours pétroliers et les gains de compétitivité, imputables à l'affaiblissement du taux de change effectif du rouble, ont favorisé l'essor de la production, principalement dans les secteurs de l'énergie et des métaux.

- ✓ Légère amélioration de la conjoncture économique en Amérique latine, malgré l'affaiblissement de l'activité observé au Brésil et au Mexique compte tenu de la conduite de politiques économiques rigoureuses.

Ces politiques, accompagnées du soutien avisé des organisations internationales, se sont avérées efficaces, ainsi qu'en témoigne la réappréciation des devises sud-américaines et la détente marquée des spreads assortis aux titres de dettes souveraines émises par les pays de la région. Le renforcement de la stabilité macro-économique, associée à la mise en place d'un certain nombre de réformes, et l'appétit retrouvé des investisseurs pour les titres financiers sud-américains devraient améliorer les perspectives de croissance dans la région.

- ✓ Fort rebond de l'activité dans les pays asiatiques, après le marasme lié à l'épidémie du SRAS, en lien avec la forte demande intérieure en Chine, l'amélioration de la demande étrangère en provenance des Etats-Unis et l'accroissement des échanges intra-régionaux.

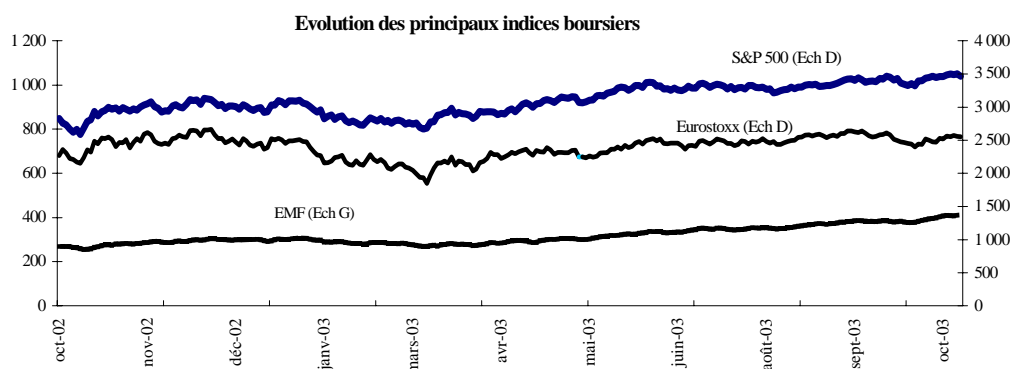
La Chine, moteur de la croissance en Asie. Sa croissance est désormais portée, depuis son adhésion à l'OMC, par les dépenses d'équipements, les investissements étrangers qui atteignent des niveaux records et par les exportations, en progression de 30% depuis le début de 2003. Ce dynamisme de la croissance économique a cependant suscité des inquiétudes quant à une possible surchauffe de l'économie, poussant la Banque Centrale à stériliser l'excédent de la balance des paiements et à absorber de grandes quantités de réserves bancaires.

- ✓ Consolidation de la croissance économique dans la zone MENA, malgré les effets négatifs sur les flux touristiques et les décisions d'investissement.

En Turquie, le risque d'essoufflement du fort rebond de la croissance enregistré en 2002, en lien avec la conduite de politiques monétaire et budgétaire restrictives. La croissance de l'activité devrait rebondir en 2005 si la détermination des autorités à mettre en œuvre le programme de stabilisation budgétaire et de réformes structurelles continue d'engendrer des anticipations positives à même de dynamiser la croissance.

- ✓ Amélioration de la croissance économique en Afrique subsaharienne portée par la poursuite de l'amélioration des termes de l'échange. Toutefois, le maintien des restrictions sur les produits agricoles, qui pénalisent les producteurs africains, la pandémie du SIDA et la persistance des conflits politiques et armés dans plusieurs pays continueraient de peser sur les performances économiques de la zone. De même, la compétitivité de l'Afrique de l'Ouest, dont l'essentiel des exportations est libellé en dollars, reste préoccupante.
- Recul de l'inflation dans les pays émergents.
 - ✓ Niveau d'inflation faible, en deçà de 3%, dans les pays d'Europe Centrale et Orientale, eu égard à l'appréciation récente du change et au reflux de l'inflation alimentaire. La baisse de l'inflation a été également favorisée par le maintien par les banques centrales de taux d'intérêt élevés, notamment en Pologne. En Russie, la consolidation du mouvement de désinflation est redevable à la fermeté du rouble grâce à l'importance de l'excédent de la balance courante russe.
 - ✓ Grâce au raffermissement de la demande interne en Asie, atténuation de la menace déflationniste occasionnée par l'intensification de la concurrence entre les pays de l'ASEAN et la Chine et à la transmission de la baisse des coûts de production chinois aux pays de la région. L'inflation en Corée connaîtrait un rythme annuel de 3,5%, tandis qu'en Chine, les prix de production ont enfin augmenté, après plusieurs années de baisse.
 - ✓ Fléchissement des niveaux d'inflation en Amérique latine favorisé par le retour à la rigueur monétaire dans plusieurs pays de la région. Au Brésil, l'appréciation de la monnaie nationale et la morosité de l'activité économique ont joué un rôle déterminant dans le processus de désinflation qui, à son tour, s'est traduit par la baisse des taux d'intérêts domestiques. L'Argentine, partiellement responsable de la hausse du taux d'inflation dans la zone en 2002, ne devrait avoir qu'une contribution limitée en 2003 du fait du contrôle partiel des prix et d'une récession profonde.
- Amélioration des soldes de la balance courante des pays émergents en 2003 en lien avec l'afflux de capitaux étrangers et la fermeté des cours pétroliers en faveur des pays de la zone Moyen-Orient et de la Russie. Pris globalement, l'excédent courant des pays en développement devrait s'établir à 65,7 milliards de dollars en 2003 après 74 milliards de dollars en 2002, alors que celui des pays en transition s'établirait à 10 milliards de dollars en 2003 comme en 2002, selon les dernières estimations du FMI.

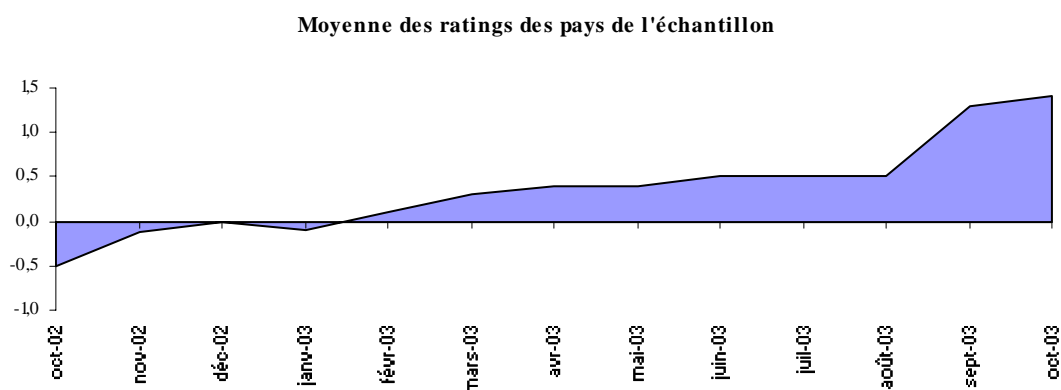
- Orientation favorable des marchés boursiers émergents en 2003.
 - ✓ Progression de 50,5%, sur l'ensemble de l'année 2003, de l'indice MSCI Emerging Markets Free (EMF), grâce aux performances réalisées par la quasi-totalité des marchés boursiers émergents. Ce mouvement haussier s'explique par la conjoncture de plusieurs facteurs. D'une part, les signes d'amélioration de la croissance mondiale se généralisent, conduisant ainsi à un renouveau boursier dans les pays développés. Les marchés actions émergents, compte tenu de leur étroitesse, amplifient ces tendances boursières.



Sources : MSCI et Reuters

- ✓ Mouvement haussier traduisant un phénomène de rattrapage des prix sur des marchés qui demeurent globalement peu chers, malgré le renchérissement du ratio cours-bénéfice (PER ratio) payé sur l'ensemble des zones émergentes.

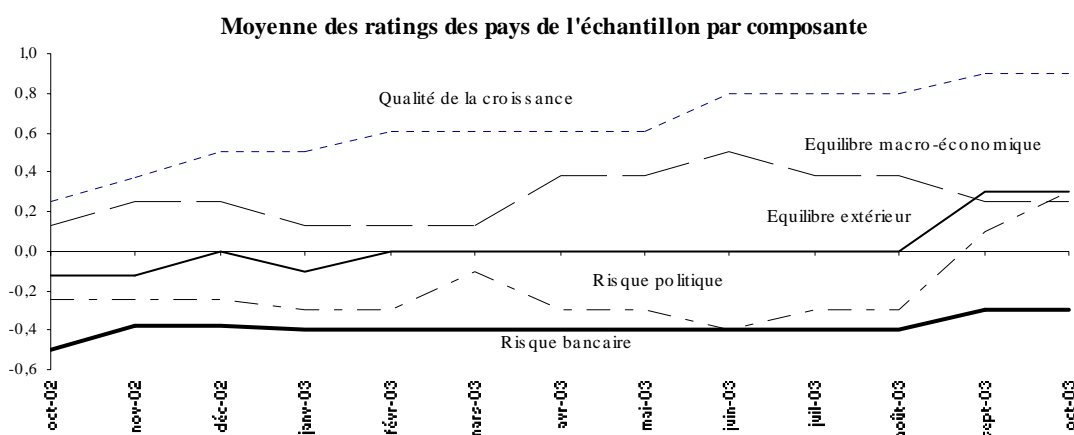
2. Rating global



L'analyse de l'évolution de la moyenne des ratings entre octobre 2002 et octobre 2003 dénote de la poursuite de l'amélioration de la notation des pays de l'échantillon. En effet, ces pays pris globalement ont amélioré leur rating de près de deux points. Néanmoins, ils n'en profitent pas tous uniformément. On peut distinguer :

- Un premier groupe de pays dont le rating est en amélioration soutenue. Il s'agit du Chili, de la Corée, de la Malaisie. La Corée et le Chili ont enregistré la plus forte progression sur la période étudiée.
- Un second groupe de pays, en l'occurrence la Pologne et la Tunisie, qui ont connu un arrêt de la dégradation de leur rating avec des niveaux de notation désormais positifs.
- Un dernier groupe constitué de pays dont le rating n'a pas connu d'évolutions significatives au cours de la période étudiée, mais qui demeure encore dans une phase critique : l'Egypte et la Turquie.

3. Rating par critère



3.1. Qualité de la croissance

- Nette amélioration de la qualité de la croissance des pays de l'échantillon pris globalement, en rapport avec :
 - ✓ Le rebond du commerce mondial, dans le sillage de la forte reprise de l'économie américaine.
 - ✓ La reprise progressive de la demande intérieure des pays de l'échantillon, favorisée par le ralentissement des prix et la baisse des taux d'intérêt.

3.2. Equilibre macro-économique

- En dépit de l'amélioration progressive des finances publiques dans plusieurs pays de l'échantillon, les déficits budgétaires se situent à des niveaux encore élevés. Le soutien public à l'activité observée dernièrement devrait progressivement céder le pas à des politiques budgétaires plus saines.
- Recul de l'inflation dans la plupart des pays de l'échantillon, en lien avec l'adoption de politiques monétaires restrictives en Turquie et le caractère atone de l'activité en Corée et en Pologne. Dans ce dernier pays, l'inflation est restée très faible au cours des trois premiers mois de l'année 2003 et ce, en dépit de la dépréciation du zloty de 11% face à l'euro depuis le début de l'année.

- Poursuite du mouvement de dépréciation du taux de change effectif réel des monnaies de plusieurs pays de l'échantillon par rapport au dollar, en particulier :
 - ✓ la livre égyptienne s'est dépréciée par rapport à la devise américaine en termes effectifs réels de 29% depuis le début de l'année 2003. Le passage au régime de change flottant a en effet ouvert la voie à un ajustement de la livre par rapport au dollar.
 - ✓ Le zloty polonais poursuit son mouvement de dépréciation amorcé depuis l'été 2001, en restant toutefois plus fort que son niveau de 1996. La devise polonaise semble pâtir de l'insuffisance de l'épargne domestique qui aboutit à l'accentuation des déséquilibres interne et externe dans ce pays. Les marchés financiers jugent désormais la Pologne en fonction de sa propre situation financière et non sur la base de l'état d'avancement du processus de convergence avec l'Union Européenne.
 - ✓ En revanche, la livre turque s'est appréciée, en terme effectif réel, de 33,2% face au dollar depuis le début de l'année. Cette fermeté de la livre turque, associée à une forte réduction de l'inflation, a généré une appréciation réelle significative. La poursuite de cette tendance, bien qu'elle soit favorable à l'affaiblissement du service de la dette extérieure et de celle domestique indexée en devises, pourrait à terme se solder par des pertes de compétitivité.

3.3. Equilibre des comptes extérieurs

- Léger fléchissement des équilibres extérieurs, en lien notamment avec :
 - ✓ Le creusement du déficit de la balance courante de la Turquie, du fait du ralentissement de la croissance des exportations et de la baisse des recettes touristiques.
 - ✓ L'accroissement du déficit courant en Pologne en 2003, l'augmentation des exportations ne permettant pas de compenser celle des importations, portées par le dynamisme interne de l'économie polonaise. D'où la nécessité d'attirer des capitaux étrangers en offrant les perspectives de rendements les plus élevés. Dans cette optique, un assouplissement de la politique monétaire, s'il devrait générer une amélioration de la demande intérieure, pourrait se traduire par une aggravation des déséquilibres de la balance des opérations courantes.

En revanche :

- ✓ Hausse des exportations en Corée du Sud et en Malaisie, grâce à l'amélioration de la conjoncture mondiale, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, et l'atténuation des incertitudes suscitées par la pandémie du SRAS.
- ✓ Accroissement des réserves de change en Egypte, grâce à l'accroissement des recettes perçues sur les droits de passage du Canal de Suez et à la hausse des exportations d'hydrocarbures.

- Poursuite de l'amélioration des perspectives de financement extérieur des pays émergents, en lien avec :
 - ✓ La forte contraction des primes de risque assorties aux titres obligataires émergents et poursuite de l'afflux des investisseurs pour les actifs financiers émergents.
 - ✓ L'abondance des liquidités internationales favorisées par la détente marquée des taux d'intérêts dans les pays industrialisés et le renforcement de l'attractivité des bourses émergentes, comme en témoigne le faible niveau du ratio prix-bénéfice.

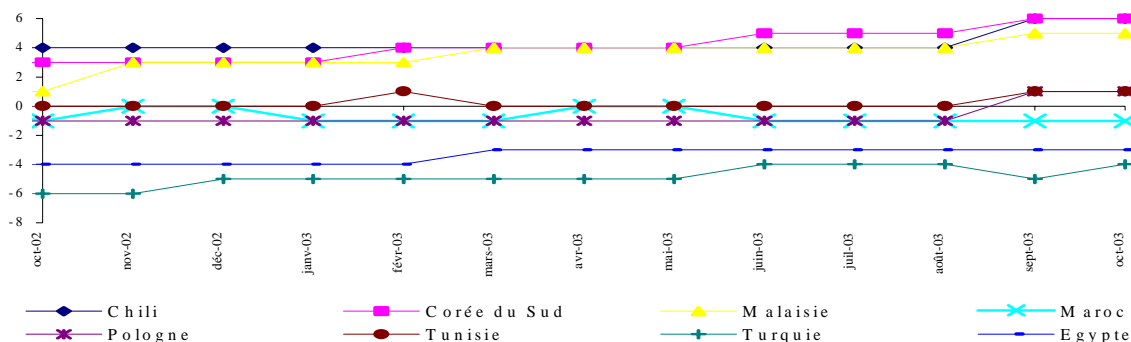
3.4. Risque bancaire

- Amélioration de la qualité des actifs des banques sud-coréennes, avec une baisse du taux des créances douteuses de 9% en 2002 à 3,2 % au premier semestre 2003. Dans les prochains mois, d'autres problèmes de liquidité, résultant d'une augmentation du taux de défaillance, pourrait entraîner une dégradation de la qualité des actifs des banques. Cependant, la situation initiale relativement satisfaisante signifie que toute hausse du ratio de créances douteuses devrait être gérable, notamment en cas de redressement de la croissance du PIB en 2004.
- Important risque pesant sur les sociétés de crédit en Asie, en lien avec l'expansion rapide des crédits octroyés aux particuliers, malgré l'adoption par les systèmes bancaires locaux d'attitudes prudente et sélective en matière de distribution de crédits.
- En Turquie, important progrès réalisé en matière d'assainissement du système bancaire, le taux de capitalisation des banques du secteur privé rapporté à l'ensemble de leurs engagements étant passé de 7,5% en 2002 à 51,1% en mai 2003. Des mesures devraient être prises pour poursuivre la restructuration des banques publiques et, surtout, renforcer l'indépendance de l'agence publique chargée de superviser et de restructurer le système bancaire.

3.5. Risque politique

- Repli du risque politique dans la majorité des pays de l'échantillon, notamment :
 - ✓ En Malaisie : la transition en douceur qui a accompagné l'élection d'un nouveau Premier Ministre devrait conforter la poursuite du schéma libéral adopté par ce pays.
 - ✓ En Turquie : les effets dépressifs de la crise irakienne et les derniers attentats d'Istanbul n'ont pas compromis la cohésion gouvernementale. Il existe dans ce pays une véritable stabilité politique, avec un gouvernement issu de l'AKP, qui bénéficie d'une large majorité parlementaire.

4. Typologie et principaux risques

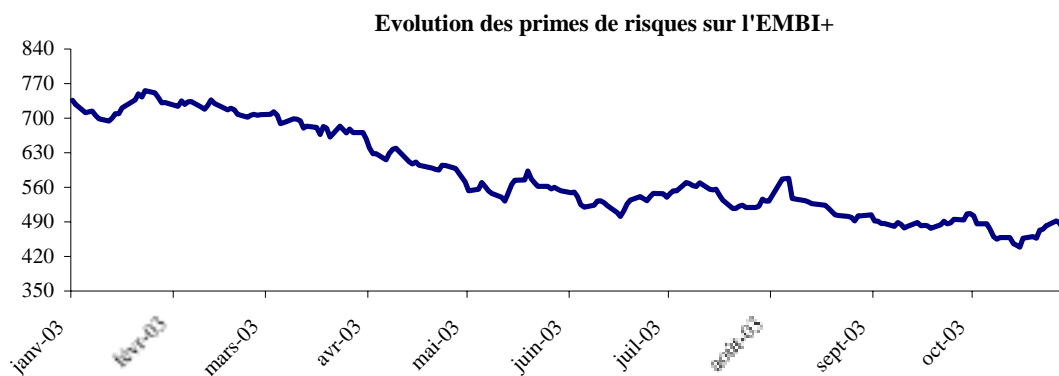


Pour la période considérée, l'hétérogénéité des pays émergents composant l'échantillon semble s'atténuer. L'analyse des différentes données connues à fin octobre 2003 permet néanmoins de dégager la typologie suivante.

- La Corée et la Malaisie sont caractérisées par une croissance soutenue et une inflation maîtrisée. De plus, leurs comptes courants demeurent excédentaires, en dépit de l'essoufflement de leurs exportations au premier semestre 2003.
- La Turquie a maintenu un niveau de croissance relativement élevée. De son côté, le taux d'inflation a enregistré un recul significatif en raison de l'adoption d'une politique monétaire restrictive, tandis que la baisse des recettes touristiques devrait peser sur le compte courant. En outre, le système bancaire y demeure plutôt fragile.
- Le Chili et la Tunisie se caractérisent par des fondamentaux macro-économiques assez solides. Mais, leurs comptes extérieurs demeurent pénalisés par les chocs externes. La poursuite des réformes structurelles devrait permettre à la Tunisie d'améliorer son rating, dans un contexte où la préservation de l'équilibre social, fragilisé par la montée du chômage chez les jeunes, demeure le principal objectif du gouvernement.
- La Pologne et l'Egypte ont en commun un risque structurel et des performances réelles assez moyennes.

5. Ratings des agences S & P et Moody's

Parallèlement aux notations établies par la CDC, les actions de rating opérées par Standard & Poor's (S&P) et Moody's laissent apparaître une nette amélioration de la qualité de crédit des émetteurs souverains. En effet, l'optimisme des agences de rating enclenché en 2002 s'est poursuivi en 2003, en ce sens que sur les révisions de rating effectuées depuis le début de l'année 2003, presque les 2/3 étaient des révisions à la hausse.



Source : JP Morgan

L'amélioration de la qualité de crédit des pays émergents se reflète à travers le fort repli de l'indice EMBI+ qui retrace l'évolution des primes de risque des pays émergents, lequel se situe désormais à des niveaux aussi bas que ceux ayant prévalu avant la crise asiatique.

En effet, l'EMBI+ est passé de 736 points de base (pdb) en début d'année à 418 pdb à fin décembre 2003, soit une baisse de plus de plus de 300 pdb.

Concernant les pays de l'échantillon, la Malaisie, la Turquie et la Tunisie ont connu des mouvements de révision à la hausse de leur notation souveraine. En revanche, la Pologne a du voir la perspective de sa notation souveraine se réduire de stable à négative par S&P. Cette action traduit les craintes de l'Agence S&P concernant le dérapage des finances publiques du gouvernement polonais.

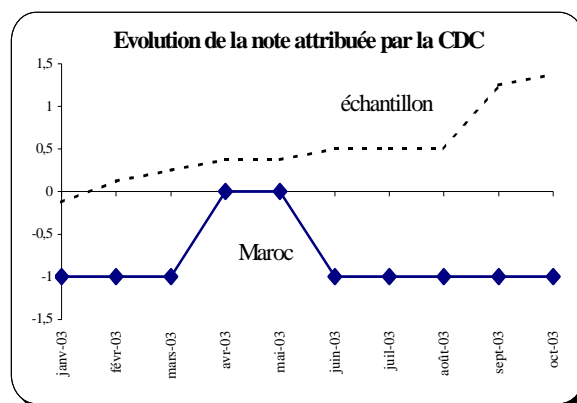
<i>Pays de l'échantillon</i>	<i>Rating</i>		<i>Mouvement de révision</i>
	<i>Moody's</i>	<i>S&P</i>	
Corée du Sud	A3	A-	Stable depuis la dernière révision
Malaisie	Baa1	A-	Relèvement de la notation de BBB+ à A- par S&P le 08 octobre 2003
Chili	Baa1	A-	Stable depuis la dernière révision
Egypte	Ba1	BB+	Confirmation de la notation par S&P avec perspective négative le 22 août 2003
Maroc	Ba1	BB	Changement de la perspective de notation de négative à stable par Moody's le 18 juin 2003
Pologne	A2	BBB+	Changement de la perspective de notation de stable à négative par S&P le 22 juin 2003
Tunisie	Baa2	BBB	Relèvement de la notation de Baa3 à Baa2 par Moody's le 17 avril 2003
Turquie	B1	B	Relèvement de la notation de B- à B par S&P le 22 juillet 2003

Source : JP Morgan

6. Rating du Maroc

Depuis le début de l'année 2003, la note globale du Royaume attribuée par la CDC-IXIS est demeurée quasiment stable, reflétant la stabilité relative de toutes les composantes du risque Maroc (*voir annexe*). Elle reste nettement en dessous de la moyenne de l'échantillon retenu par la DPEG, malgré la résistance de notre pays aux circonstances exceptionnelles nées de la guerre en Irak et le caractère atone de la conjoncture européenne.

Pour autant, malgré ces évolutions défavorables, la croissance économique devrait atteindre 5,5% en 2003, contre 4,5% initialement prévu, en lien avec l'augmentation du PIB agricole de 19,9%, grâce à la réalisation d'une campagne agricole avoisinant les 80 millions de quintaux. De son côté, le PIB non agricole devrait progresser de 3,2%, tiré essentiellement par le regain du dynamisme des secteurs du BTP et l'énergie.



Source : CDC, calculs DPEG

L'équilibre macro-économique continue d'être préservé. L'inflation demeure maîtrisée, ne dépassant pas 1,1% à fin novembre 2003. Quant au solde budgétaire (avec privatisation), il a été déficitaire de 7,5 milliards de dirhams à fin novembre 2003 contre 8,8 milliards de dirhams sur la même période de l'année précédente.

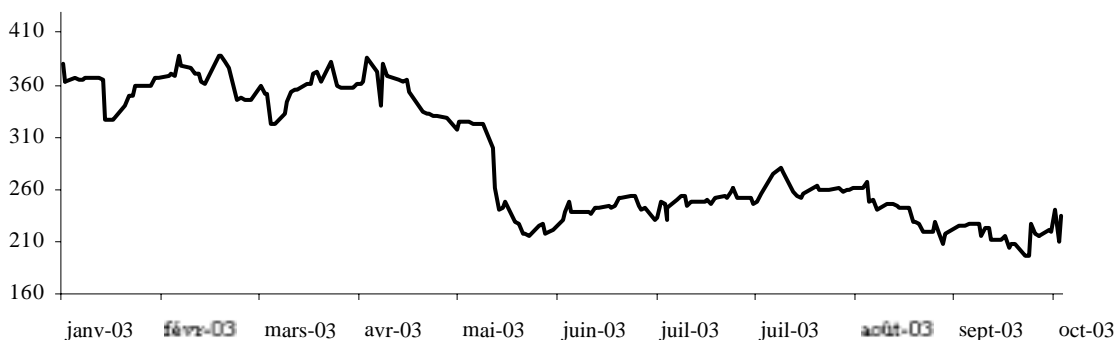
A fin novembre 2003, les flux commerciaux avec l'étranger ont reculé de 1% après avoir progressé de 5,2% durant la même période de l'année précédente. Ce résultat est attribuable à la hausse des importations de 1,9% et au repli des exportations de 5,3% en particulier des crustacés, mollusques et coquillages et des produits énergétiques et agricoles. Ainsi, le déficit commercial global s'est aggravé, à fin novembre 2003, de 16,2%, selon l'Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, elles se sont inscrites en hausse de 26,6% par rapport à la moyenne des recettes réalisées à fin novembre des années 1998 à 2002. Par rapport à la même période, les transferts des Marocains Résidents à l'Etranger ont progressé de 30,7% pour atteindre 31 milliards de dirhams. De leur côté, les investissements et prêts privés étrangers ont atteint près de 21,2 milliards de dirhams, en lien avec la privatisation de la Régie des tabacs.

Le risque bancaire est demeuré stable sur les onze premiers mois de l'année 2003. La refonte de la réglementation prudentielle et la révision de la loi bancaire pour renforcer l'autonomie de Bank Al Maghrib en matière de supervision et de contrôle, conjuguées aux mouvements de restructuration de certaines institutions financières publiques (CNCA, BNDE, CIH et BCP), devraient contribuer à la mise en place d'un système bancaire moderne, assaini et performant.

S'agissant de la performance du marché boursier marocain, les indices MASI et MADEX ont progressé, à fin novembre 2003, respectivement de 29,6% et 23,4% par rapport à fin décembre 2002. Toutefois, la dynamique boursière demeure contrainte par le faible niveau de liquidité des titres cotés et la forte concentration de la capitalisation sur une minorité de valeurs. En dépit de ces limitations, la poursuite de la modernisation de la Bourse des valeurs de Casablanca, à travers la finalisation de deux projets de lois relatifs à la réglementation des offres publiques et au renforcement des pouvoirs de supervision et de sanction du CDVM, serait de nature à promouvoir le rôle de la bourse en matière de canalisation de l'épargne longue vers les secteurs productifs.

Primes de risque assorties à la Tranche A



Source : JP Morgan

Enfin, la note attribuée au titre du risque politique s'est dégradée, probablement en lien avec les attentats du 16 mai. Toutefois, ces attentats ne se sont guère traduits par une accentuation de l'aversion des investisseurs étrangers au risque Maroc, comme en témoigne l'intérêt encore élevé des investisseurs pour les opérations de privatisation lancées par notre pays, le succès de l'émission obligataire inaugurale du Maroc sur le marché international et l'évolution positive des primes de risques assorties aux titres marocains traités sur le marché secondaire de la dette, reflétant le regain de confiance des investisseurs eu égard à l'amélioration de la solvabilité du Maroc.

A nnexe

1. Méthodologie de la notation

La notation est le résultat d'une combinaison de cinq critères - qualité de la croissance, équilibre macro-économique, équilibre des comptes extérieurs, stabilité politique, état du système bancaire - qui possèdent le même poids dans la note finale, soit 20%.

Pour chacun des cinq critères, les notes sont obtenues à partir de la définition des valeurs limites de plusieurs indicateurs, ce qui revient à transformer des variables continues en variables discrètes.

1.1. D onnées

Les calculs se fondent sur des données homogènes collectées par zones (bases nationales et régionales) et confrontées à celles des bases internationales (FMI, Banque Mondiale, Economist Intelligence Unit...).

Pour le plus grand nombre possible de variables, les indicateurs annuels traditionnels ont été remplacés par des indicateurs mensuels, calculés à partir des dernières données disponibles. Le recours à des prévisions est volontairement limité particulièrement pour la croissance et la balance courante.

Certains aspects, tels que la crédibilité de la politique gouvernementale ou la stabilité politique sont difficilement quantifiables. Il est donc nécessaire d'avoir recours à un système de notation subjectif. Afin d'éviter de biaiser la notation globale par des excès de pessimisme ou d'optimisme, une échelle extérieure homogène est utilisée comme référence initiale. Cette échelle est également utilisée pour évaluer le risque bancaire. Il s'agit des notations trimestrielles de DRI (Global Risk Service).

1.2. D éfinition des critères utilisés dans la notation

La notation résulte de la pondération des cinq critères suivants : qualité de la croissance, équilibre macro-économique, équilibre des comptes extérieurs et risques politique et bancaire. Ces critères sont définis ci-après et se composent eux-mêmes de sous critères ayant chacun la pondération suivante.

1.2.1. Qualité de la croissance (20%)

- Estimation de la croissance du PIB de l'année en cours (5%).
- Prévision de la croissance du PIB de l'année suivante (5%).
- Taux d'investissement moyen sur la période "année écoulée-trois années précédentes"(5%)
- Taux de croissance des exportations de l'année en cours (5%).

1.2.2. Equilibre macro-économique (20%)

- Tendance des prix de l'année en cours (données mensuelles) (5%).
- Déficit budgétaire primaire en % du PIB de l'année en cours (5%).
- Evolution glissante du taux de change réel sur 24 mois (données mensuelles) (5%).
- Probabilité de modification de la politique économique (notation - échelle de référence trimestrielle) (5%).

1.2.3. Equilibre des comptes extérieurs (20%)

- Présence ou non d'arriérés de paiements supérieurs à 1% du PIB (0% si non ou 20% si oui).
- Solde courant en % du PIB de l'année en cours (5%¹ ou 0%).
- Evolution glissante du solde commercial sur 12 mois en % des exportations de l'année passée (5% ou 0%).
- Service de la dette en % des exportations de l'année passée (5% ou 0%).
- Excès des réserves (données mensuelles) sur la dette à court terme estimée de l'année en cours, en % du PIB (5% ou 0%).

1.2.4. Risque politique (20%)

- Probabilité de crise politique nationale ou de conflit extérieur sur les 5 ans à venir (notation - échelle de référence trimestrielle) (20%).

1.2.5. Risque bancaire (20%)

- Probabilité de défaut du système bancaire sur les 5 ans à venir (notation - échelle de référence trimestrielle) (20%).

2. L 'échantillon

La notation du Maroc est comparée à celles d'un échantillon de sept pays composé du Chili, de la Corée du Sud, de la Malaisie, de la Pologne, de la Tunisie, de l'Egypte et de la Turquie.

Le choix de ces pays est motivé par le besoin d'avoir des économies comparables aussi bien d'Amérique latine, de l'Europe Centrale et Orientale, du pourtour méditerranéen que d'Asie du Sud-Est. L'équilibre de l'échantillon tient au nombre limité de pays par région pour minimiser l'impact des chocs ou crises localisées et éviter qu'elles biaisent l'interprétation de la notation.

3. La lecture de la notation du Maroc

Pour chaque période est représentée la note globale du Maroc par rapport à l'échantillon. Ensuite sont représentées les contributions des cinq critères qui composent la note pour la même période.

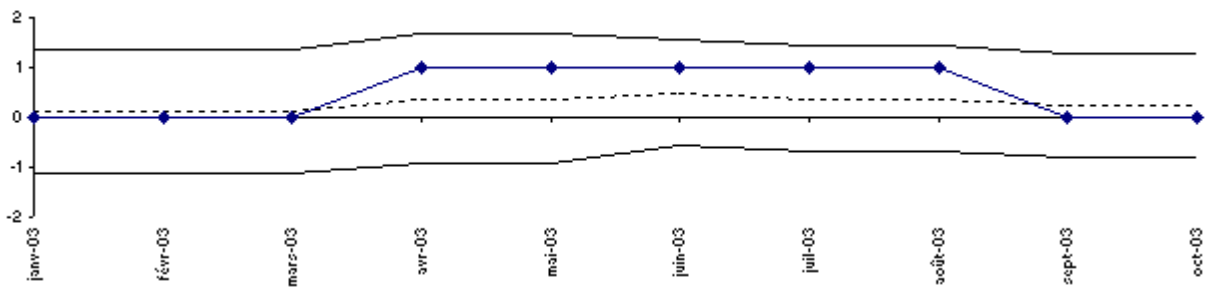
Le profil du Maroc est appréhendé par rapport à la moyenne et à l'écart type qui retrace le degré de dispersion qui existe entre les valeurs de la série et la moyenne.

¹ En l'absence d'arriérés de paiements supérieurs à 1% du PIB

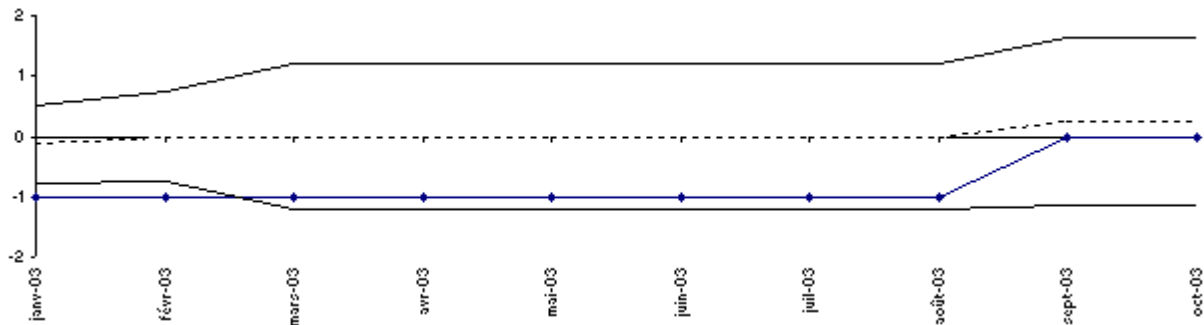
Qualité de la croissance



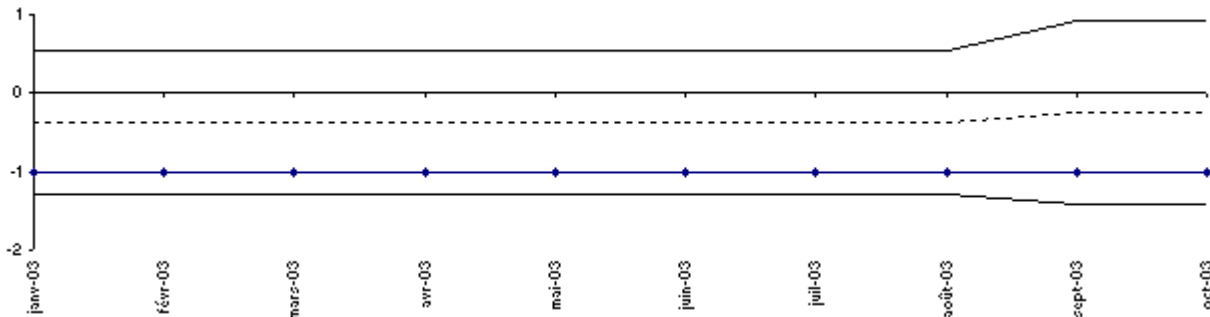
Equilibre macro-économique



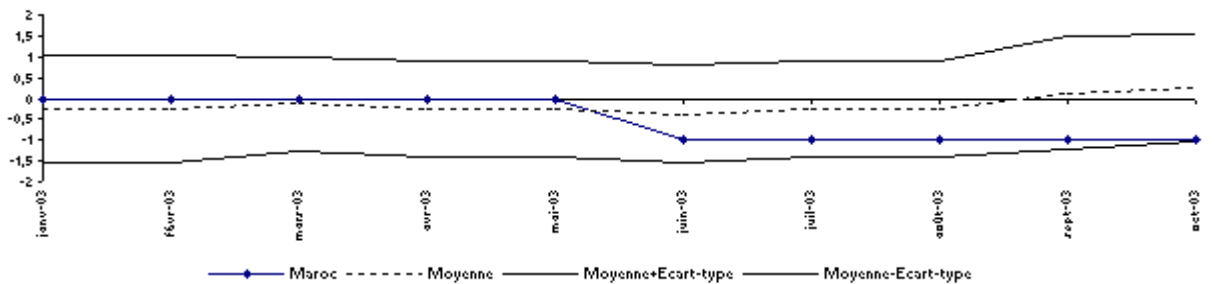
Equilibre des comptes extérieurs



Risque bancaire



Risque politique



—●— Maroc - - - - - Moyenne ——— Moyenne+Ecart-type ——— Moyenne-Ecart-type

antillon de p

