

## BAROMÈTRE RISQUES PAYS & SECTORIELS 3<sup>e</sup> TRIMESTRE 2017



Par les  
économistes  
du Groupe  
Coface

## Reprise de la croissance mondiale : vrai ou faux départ ?

**2** Faible volatilité et performance des marchés financiers : risque de bulle ?

**4** Bras de fer anglo-saxons/zone euro : changement du rapport de force

**7** Reprise des flux de capitaux, une bonne nouvelle pour les économies émergentes

**12** Changements d'évaluations risques pays

**13** Changements d'évaluations risques sectoriels

**U**ne fois n'est pas coutume, l'été s'est avéré particulièrement calme. Aucun événement majeur n'est venu perturber le chemin de croix emprunté par l'économie mondiale.

Alors que les étés 2015 et 2016 ont été marqués par le krach boursier en Chine puis par le Brexit, l'été 2017 a au contraire été caractérisé par une faiblesse historique de la volatilité sur les marchés financiers fin juillet, tandis que de nombreux indices boursiers à l'image du S&P 500 ou encore de l'indice MSCI émergents ont quant à eux atteint des points hauts.

Cette situation est-elle source d'inquiétudes ? S'apparente-t-elle à un potentiel excès de confiance, et peut-on craindre un éventuel éclatement d'une bulle ? La profitabilité des entreprises pourrait être mise à mal en cas de chute des marchés financiers.

Sur le front économique en apparence, l'activité remonte la pente, ce qui nous conduit à reclasser 14 secteurs (contre 2 déclassements seulement). L'Europe est toujours sur une trajectoire ascendante (reclassement des évaluations pays de la Hongrie, de la Finlande et de Chypre), et les flux de capitaux reviennent dans les grands émergents même s'ils demeureront sensibles aux évolutions de la politique monétaire de la Fed ainsi que celle du risque politique. Les signes de reprise au Brésil se multiplient ainsi qu'en Russie.

Toutefois la résilience chinoise masque toujours de fortes vulnérabilités, dont un risque de crédit élevé, tandis que l'Inde a surpris également avec pour une fois une croissance décevante au deuxième trimestre. Enfin bonne nouvelle en Afrique : même si les performances de croissance sont encore modestes, la période électorale chargée cet été s'est avérée en définitive relativement calme.

Mais finalement, plus subrepticement, la donne change sur l'échiquier des économies développées. En effet, alors que la solide reprise en zone euro se confirme, les signes de faiblesse dans les pays anglo-saxons sont plus nombreux, comme l'illustre le faible taux d'épargne à la fois aux États-Unis et au Royaume-Uni, caractérisés par un endettement des ménages élevé. Cela ne laisse pas présager de bonnes nouvelles sur la consommation privée, alors que certains signes de ralentissement sont déjà visibles dans ces deux économies. La vision sur leur avenir respectif est obscurcie par la forte incertitude politique : les négociations liées au Brexit semblent avancer à pas de tortue tandis que Donald Trump déçoit les investisseurs qui ont toutes les peines à décrypter les orientations des politiques à venir, en particulier sur le plan fiscal. A contrario, l'horizon s'est considérablement éclairci sur le plan politique en Europe. Une situation qui pourrait conduire naturellement à la poursuite de l'appréciation de l'euro face au dollar.

# Reprise de la croissance mondiale : vrai ou faux départ ?

## 1 FAIBLE VOLATILITÉ ET PERFORMANCE DES MARCHÉS FINANCIERS : RISQUE DE BULLE ?

### Les marchés financiers se sont avérés particulièrement calmes cet été

L'indice VIX<sup>(1)</sup> a touché le 21 juillet 2017 son point le plus bas depuis décembre 1993. Il est resté depuis à un niveau faible (cf. graphique 1), traduisant le calme quasi olympien des investisseurs. D'une part, cette faiblesse trouve sa source sur le plan politique, le risque politique en Europe s'étant atténué ces derniers mois. En effet, la plupart des grandes échéances électorales sont passées (restent toutefois les élections législatives en Italie début 2018). L'indice d'incertitude politique EPU en Europe, qui avait atteint un point haut en janvier dernier, témoigne de l'affaiblissement de ce risque (l'incertitude est aujourd'hui plus de deux fois moins importante qu'en début d'année). En effet, les élections en France n'ont pas conduit à la victoire du populisme, qui était particulièrement crainte par les marchés, au vu des répercussions potentiellement néfastes sur la croissance en zone euro (cf. risque de sortie de l'euro). En outre, les nouvelles encourageantes sur le plan économique (modeste reprise de la croissance américaine, bonne anticipation de l'évolution de la politique monétaire de la Fed par les marchés, signes positifs en zone euro...) ont été de nature à rassurer les investisseurs. Néanmoins après le calme constaté au début de l'été, « l'indice de la peur » VIX est légèrement remonté en août compte tenu des tensions géopolitiques liées à la Corée du Nord, ramenant de nouveau davantage l'incertitude au

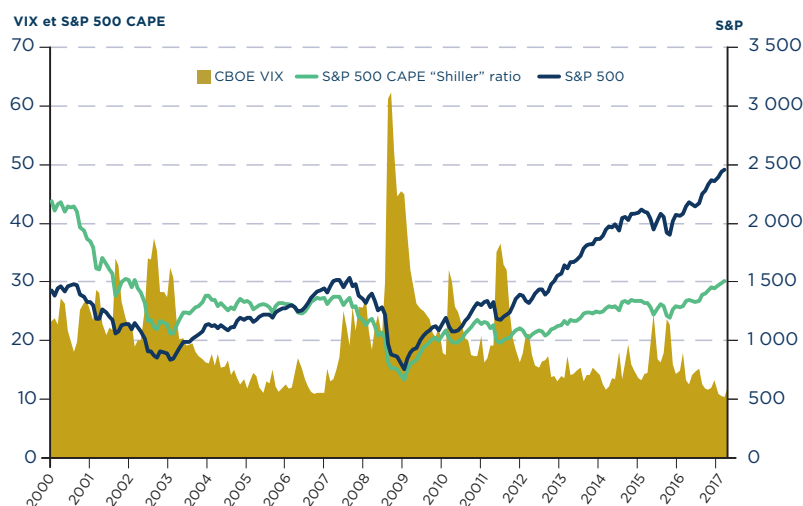
cœur des préoccupations. De façon concomitante, certains indices boursiers ont affiché des records. L'indice boursier américain de référence S&P par exemple a atteint un point haut le 7 août, de même que l'indice britannique FTSE100 ou encore l'indice de référence sur les marchés boursiers émergents MSCI. Cette performance des marchés reflète l'appétence particulièrement forte des investisseurs plus tolérants au risque pour ces marchés actions, attirés par leurs rendements beaucoup plus attractifs que ceux des marchés obligataires où la rentabilité est encore insuffisante, au vu de la prévalence des faibles taux d'intérêt.

Face à cette situation, la prudence reste de mise. La possibilité d'une correction, plus ou moins brutale si les bénéfiques sont inférieurs aux attentes, existe. L'histoire montre que les valorisations étaient extrêmement élevées avant la crise de 1929 ou du début des années 2000 avec la bulle internet. En effet, l'apparente léthargie peut être synonyme de sous-estimation des risques actuels de la part des investisseurs, à l'image de la bonne santé de l'économie américaine qui pourrait s'affaiblir alors que les politiques de Donald Trump restent floues ou encore l'apparente résilience de l'économie chinoise alors que la problématique de l'endettement des entreprises reste cruciale. Ensuite, l'excès d'accumulation de liquidités passées, lié aux politiques monétaires accommodantes, conventionnelles (taux d'intérêt proche de zéro) ou non conventionnelles (programmes d'achats d'actifs), demeure une forte source d'inquiétudes. Bank of America Merrill Lynch a d'ailleurs publié en août une enquête indiquant que 44 % des gestionnaires de fonds interrogés considéraient que le prix des actions était surévalué (certains analystes évoquant une possible correction de 10 à 15 %). En outre le ratio Shiller<sup>(2)</sup>, souvent utilisé malgré ses limites, a ainsi atteint un point haut en août dernier à plus de 30, constituant également une source de préoccupation.

### Mais quels facteurs pourraient provoquer une correction des marchés voire un potentiel crash ?

Une prise de conscience brutale en cas de parution d'indicateurs économiques dégradés et regardés par le marché pourrait être l'un des déterminants. Ensuite, alors qu'une politique monétaire plus restrictive de la Fed et de la BCE sont à l'ordre du

Graphique n° 1  
Marchés financiers : faible volatilité et valorisation élevée



Source : Reuters - Derniers points : Août 2017

1/ Volatility index, indice implicite de volatilité établi par le Chicago Board Options Exchange (CBOE).

2/ Ratio calculé comme valorisation boursière/bénéfices des entreprises, corrigé du cycle économique.



## Une chute des marchés financiers affaiblirait considérablement les profits des entreprises.



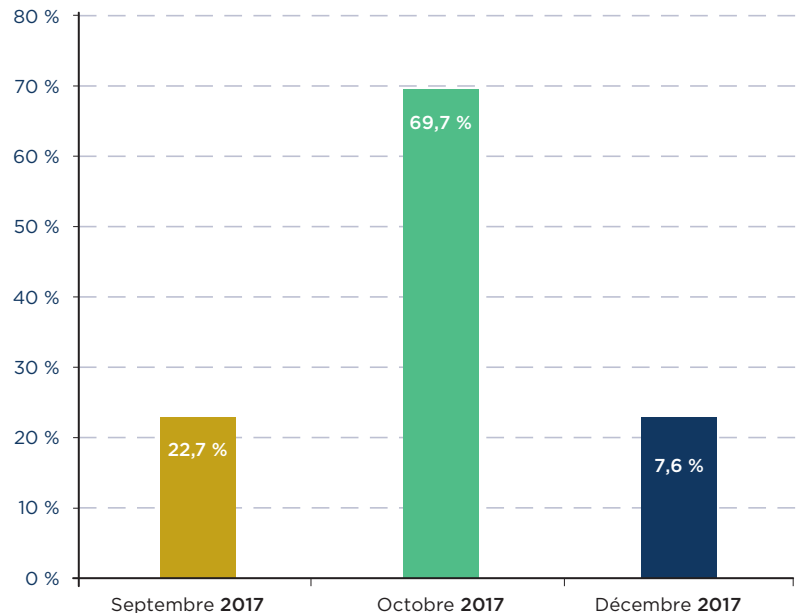
jour, un resserrement trop brutal par rapport aux anticipations pourrait provoquer une chute sur les marchés financiers et ainsi affecter significativement les conditions financières des entreprises. La Fed pourrait en effet continuer à remonter son taux directeur en décembre 2017 et en 2018, tandis que la BCE devrait probablement réduire son programme d'achats (actuellement à hauteur de 60 milliards d'euros par mois) en octobre (70 % des répondants selon la dernière enquête de Reuters -cf. graphique 2). La remontée des taux ne devrait pas intervenir à très court terme (la probabilité s'élèverait actuellement à 7 % selon Gerlach<sup>(3)</sup> mais pourrait remonter rapidement à 30 % si la croissance et l'inflation augmentent plus rapidement). Depuis la crise et l'avènement des politiques monétaires non conventionnelles, la transmission de la politique monétaire a changé et un retour aux conditions qui prévalaient avant la crise (impliquant une réduction des liquidités) pourrait faire remonter brutalement les taux. La BCE a d'ailleurs alerté sur la complaisance des marchés et sur le fait que cette volatilité historiquement basse « pose le risque de mouvements de prix brutaux et imprévisibles »<sup>(4)</sup>. Enfin l'escalade de certains risques géopolitiques comme les tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord (les États-Unis ayant récemment déclaré qu'ils étaient prêts à utiliser leurs capacités nucléaires) pourraient aussi bouleverser les marchés, le VIX ayant déjà évolué plusieurs fois à la hausse depuis mi-août pour cette raison.

### Dans ce contexte la poursuite de la dynamique des profits des entreprises pose question.

En effet ces dernières années la rentabilité des entreprises s'est globalement améliorée (même si elle n'a pas retrouvé ses niveaux de pré-crise); principalement en raison de la reprise modérée de la croissance mondiale. Certes des changements majeurs se sont également produits depuis le début de la dernière crise économique: il y a dix ans, Instagram, UBER et trente des plus grandes multinationales d'aujourd'hui n'existaient pas. Cela démontre un paysage en évolution rapide dans les plus grandes entreprises du monde. Parmi les plus grandes entreprises du secteur des TIC classées dans le top 20 des entreprises les plus rentables, il y a Apple et Alphabet. Apple était en effet la société la plus rentable du monde en 2016, avec un

Graphique n°2

Politique monétaire de la BCE : resserrement à venir - Réponse à la question : « Quand pensez-vous que la BCE annoncera un ajustement de son programme d'achats d'actifs ? »\*.



Source : Thomson Reuters Eikon

\*Tous les répondants anticipent que la BCE réduira son programme mensuel d'achats d'actifs.

bénéfice estimé à près de 46 milliards de dollars. Les sociétés de services financiers ont continué à dominer les dix premières entreprises les plus rentables dans le monde en 2016. Certes les prix des actions dans les économies avancées restent solides cette année, signalant l'optimisme continu du marché en ce qui concerne les bénéfices des entreprises, mais la donne pourrait évoluer: selon une récente enquête de IIF<sup>(5)</sup>, seulement un tiers des investisseurs interrogés en août anticipent une amélioration de la rentabilité des entreprises contre 60 % en janvier. Avec de moindres performances des pays anglo-saxons, et l'appréciation de l'euro pour la zone euro les gains devraient être moindres. L'endettement privé a également connu une inflexion et augmente légèrement (début 2015 pour le Royaume-Uni et début 2016 pour les États-Unis). En outre, le ratio de couverture des intérêts (résultat avant intérêts/dépenses d'intérêts) a diminué aux États-Unis selon l'IIF, surtout pour les petites entreprises. Du côté des émergents la faiblesse des dépenses d'investissement ces dernières années, la hausse des coûts salariaux ainsi que la progression de l'endettement privé pourraient peser sur la dynamique des profits. Une correction brutale sur les marchés pourrait ainsi nuire à l'activité économique via la détérioration des conditions financières des entreprises (mais aussi via des effets de richesse négatifs sur les ménages).



3/ VoxEu, « Economic conditions and ECB interest rate increases »

<http://voxeu.org/article/economic-conditions-and-ecb-interest-rate-increases>, Stefan Gerlach, 1<sup>er</sup> août 2017.

4/ BCE, « Account of the monetary policy meeting », <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2017/html/ecb.mg170817.en.html>, 19-20 Juillet 2017

5/ IIF Weekly Insight, « The worry factor », 17 août 2017.

## 2 BRAS DE FER ANGLO-SAXONS/ZONE EURO : CHANGEMENT DU RAPPORT DE FORCE

### Les performances de la zone euro continuent d'être au beau fixe, dans un contexte de reprise du commerce mondial.

L'OMC prévoyait en avril une reprise du commerce mondial à 2,4 % en 2017 et entre 2,1 % et 4,0 % en 2018. Les résultats encourageants des entreprises dans le fret aérien, les commandes à l'exportation et le trafic de conteneurs confirment cette tendance. Sur le plan de l'activité, la croissance a augmenté au deuxième trimestre en zone euro (+0,6 % après +0,5 % en variation trimestrielle) et les perspectives pour la France sont plus encourageantes (révision à +1,6 % cette année -cf. graphique 3). Le secteur de la pharmacie est d'ailleurs reclassé dans ce pays en risque faible, ce qui est également le cas pour l'Italie et l'Allemagne, notamment en raison d'une production et d'une demande bien orientées. Au final ce secteur avec celui de l'automobile sont considérés comme les moins risqués par Coface en Europe de l'Ouest. Les moteurs de l'activité restent solides et reposent sur la demande interne, mais la probable poursuite de l'appréciation de l'euro face au dollar pourrait bientôt ternir la dynamique des exportations. Les conditions de crédit demeurent favorables et la croissance des prêts accordés aux entreprises et aux ménages a continué d'augmenter en juillet (+2,6 % au total sur un an)<sup>(6)</sup>. Le taux de chômage baisse lentement (9,1 % pour la zone en juillet) et l'inflation reste modérée (1,5 % en août), apportant un soutien au pouvoir d'achat des

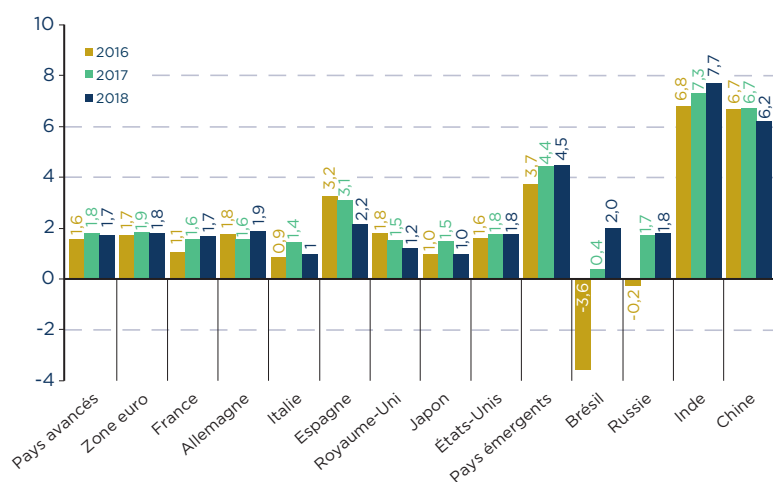
consommateurs. Bien que le risque de déflation ne soit plus un sujet à l'ordre du jour, les anticipations d'inflation demeurent inférieures à la cible d'inflation de la BCE de 2 %. Le prix du baril de Brent devrait d'ailleurs rester stable sur 2017/2018, légèrement supérieur à 50 dollars et ne favoriserait donc pas un rebond de l'inflation. Dans ce contexte, la confiance économique continue de s'améliorer et l'indice de la Commission européenne ESI (Economic Sentiment Indicator) a progressé et atteint une nouvelle fois un point haut en août depuis 10 ans. Les défaillances continueraient donc de baisser en zone euro, notamment de 11 % en Italie et entre 2 et 5 % en France, en Allemagne et en Espagne.

### Le niveau de l'investissement des entreprises reste faible, même si la dynamique est plus encourageante dans certains secteurs.

Au T1 2017, le taux d'investissement a atteint 22 % du PIB en zone euro selon Eurostat (contre 24,1 % en moyenne en 2007) et l'évolution est relativement faible, bien que la part des profits des entreprises non financières dans la valeur ajoutée ait atteint 42,5 %. Ce manque de dynamisme de l'investissement s'explique notamment par la productivité insuffisante et le manque de visibilité des investisseurs. Toutefois les perspectives sont plus positives dans certains secteurs comme celui de l'automobile, notamment d'un point de vue de la production de véhicules électriques. L'Europe de l'Ouest et l'Amérique du Nord représentent des parts presque égales dans l'investissement mondial dans le secteur de la fabrication automobile au premier trimestre 2017, avec respectivement 17,9 % et 19,3 %. Les entreprises d'Europe occidentale dans ce secteur ont investi dans des technologies futures pour les voitures électriques, autonomes et connectées au T2. Les constructeurs établis et les start-ups considèrent l'Allemagne comme un centre de production important dans ce cadre.

Au final les investissements en Europe mais aussi mondiaux devraient continuer à augmenter en raison des perspectives de croissance mondiale plus favorables dans l'ensemble. Selon la CNUCED, l'investissement dans l'industrie numérique demeurera un facteur clé pour l'investissement, car il se développe rapidement, avec des effets significatifs sur les modèles d'investissement. Les multinationales dans le numérique augmentent effectivement à un rythme plus rapide que les autres multinationales.

Graphique n° 3  
Taux de croissance du PIB (%)



Source : Coface

6/ BCE, Press release « Monetary developments in the euro area: July 2017 », 28 août 2017  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pdf/md/ecb.md1707.pdf?c997f6c60f0f8d64f40d9d47f7e9e00f>

**Contrairement à la zone euro les perspectives s'assombrissent pour les grands pays anglo-saxons. En effet au Royaume-Uni l'activité a ralenti au premier semestre.**

Cela s'explique par la consommation moins allante car l'inflation a augmenté significativement (2,9 % en août) et les salaires réels progressent faiblement dans un contexte de taux d'épargne à un plus bas historique (1,7 % au T1 2017). Néanmoins le taux de chômage demeure bas à 4,4 % au T2 2017. Au final les marges de manœuvre des ménages continuent de se réduire, d'autant plus que le crédit qui leur est destiné a nettement augmenté ces dernières années (en léger ralentissement depuis novembre 2016, mais encore en hausse de 9,8 % sur 12 mois glissants en juillet 2017) et que la dette des ménages s'élevait à 88 % du PIB fin 2016 (majoritairement hypothécaire). Cette progression du crédit a d'ailleurs suscité des inquiétudes, en particulier de la part de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) (surtout sur les segments carte de crédit et crédit automobile) qui avait décidé de renforcer les contrôles sur la capacité de résistance des banques (tests menés sur sept ans).

Les entreprises ne sont pas non plus mieux loties, l'incertitude liée au Brexit pesant toujours sur les intentions d'investissement. En outre les effets négatifs sur la migration se font déjà sentir : en mars 2017 l'immigration nette a diminué de 25 % sur un an, notamment en raison de moindres arrivées européennes. En cas de *hard Brexit* nous estimons cette perte à 136 000 personnes (baisse du flux brut d'immigration de l'UE de 2/3 à partir de 2019 et la réduction de l'émigration est doublée)<sup>7/</sup>.

La publication récente de deux notes de position par le gouvernement britannique portant sur la gestion de la frontière avec l'Irlande du Nord et sur les arrangements en termes de barrières douanières avec l'UE n'apporte au final que peu d'éléments nouveaux, même si Theresa May souhaite instaurer une période intérimaire en matière douanière. La chambre des communes a ainsi adopté (326 voix pour et 290 contre) le 12 septembre le « *Repeal Bill* » ou « *Loi de retrait de l'Union européenne* », permettant d'abroger le droit européen, un premier pas législatif visant à permettre au pays de fonctionner fin mars 2019. Mais les difficultés avec l'UE (facture de départ du Royaume-Uni, problème de frontière entre l'Irlande et l'Irlande du nord et devenir des citoyens européens vivant au Royaume-Uni) laissent clairement présager de retards à venir dans les négociations. La mise en œuvre du *Brexit* semble être en effet extrêmement complexe au vu de la période restante jusqu'en avril 2019.

**Les États-Unis pourraient aussi décevoir.**

Certes la croissance a affiché +3 % en annualisé (taux trimestriel multiplié par quatre) au deuxième trimestre (après +1,2 % au T1) et les défaillances continuent de baisser (-6 % en g.a au premier semestre, -4 % prévu cette année), mais les profits des entreprises non financières ont diminué au T1 (- 6,3 % en g.a) dans la plupart des secteurs (automobile, métaux, pétrole et charbon, commerce de gros) à l'exception des commerces de détail, équipements en machine et électriques. Du côté de la consommation, le maintien de la dynamique ne devrait pas persister, le taux d'épargne ayant atteint 3,7 % du revenu disponible brut au T2 2017, soit un niveau prévalant au T1 2008. Les salaires augmentent moins rapidement tandis que l'endettement des ménages s'élève à 80 % du PIB. Cette faiblesse de la dynamique salariale pourrait sembler paradoxale, alors que le taux de chômage est particulièrement bas, mais cela s'explique notamment par une productivité du travail ainsi qu'une inflation globalement faibles.

La politique de D. Trump manque de plus en plus de visibilité. La popularité du président est mise à mal et faible au regard des présidents passés, le sondage de *FiveThirtyEight's's Pollster ratings* du 13 septembre indiquant que 56 % désapprouvent la politique du président. Le président n'a fait passer aucune réforme significative depuis son arrivée au pouvoir, et s'est heurté à des difficultés (manque de concrétisation de la réforme portant sur l'Obamacare). La réalisation d'un plan de relance visant à développer les infrastructures et les réformes ayant pour objectif de faire passer le taux d'imposition des entreprises de 35 à 15 % et de changer en profondeur le système d'imposition des particuliers sont de plus en plus mises en doute. Cette situation contraste fortement avec l'euphorie ayant caractérisé les places financières au moment de l'élection de D. Trump. En effet les républicains en particulier, averses à une forte détérioration des finances publiques, sont loin de partager tous la position du président. En outre, même si la réforme de la fiscalité des entreprises permettrait d'attirer les IDE<sup>(8)</sup> mais aussi d'encourager l'investissement domestique, le coût exorbitant que représenterait cette mesure (deux mille milliards de dollars sur dix ans)<sup>(9)</sup> est particulièrement difficile à digérer, d'autant plus qu'aucune vraie mesure de financement en face n'est proposée. Néanmoins aller trop loin dans une telle réforme pourrait même avoir des répercussions négatives selon Djankov et al. (2010)<sup>(10)</sup>: pour les TPE et PME, si le taux d'imposition baisse de 10 pts de %, le ratio formation brute de capital fixe/PIB augmenterait de 2,3 pts de %.



7/ Coface, « *Face au Brexit les entreprises britanniques vont-elles filer à l'anglaise ?* », Mai 2017

8/ Mooji et Ederveen montrent que 1 point de pourcentage de taux d'imposition en moins augmenterait le flux entrant d'IDE annuel de 3,2 %, 2003.

9/ Tax Foundation, [https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/TaxFoundation\\_FF528\\_FINAL3.pdf](https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/TaxFoundation_FF528_FINAL3.pdf), janvier 2017.

10/ « *The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship* », Djankov, Simeon, Tim Ganser, Caralee McLiesh, Rita Ramalho, and Andrei Shleifer, 2010

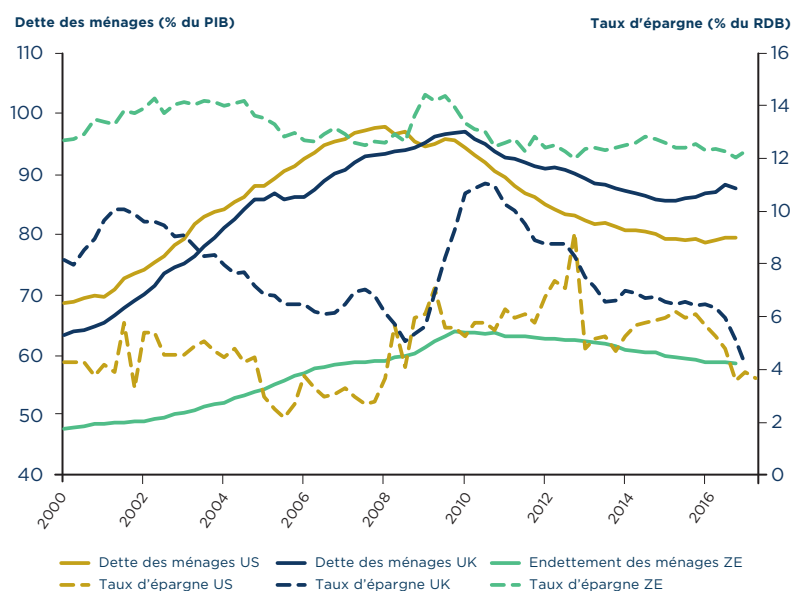
Mais au-delà de 3 pts de %, les effets négatifs peuvent se matérialiser à l'image de l'appréciation du dollar face à l'euro pouvant survenir et l'accroissement du déficit commercial, compensant l'effet bénéfique sur l'investissement domestique. Concernant le protectionnisme, D.Trump est peu susceptible de mettre en place des mesures drastiques. Pour le moment seuls l'arrêt du Partenariat Trans pacifique et le relèvement des taxes frontalières sur les exportations canadiennes de bois d'œuvre ont été visibles. La renégociation de l'ALENA (et non plus le retrait comme évoqué initialement) montre que la position s'assouplit. Comme le soulignent Erken, Marey et Wijffelaars<sup>(11)</sup>, pour des raisons pragmatiques (appartenance à l'OMC, risque de représailles, intégration dans les chaînes de valeur mondiales et automatisation) le président n'a en principe pas intérêt à adopter une position trop dure. Dans le cas d'un scénario noir (hausse des tarifs douaniers à l'importation de 20 % sur toutes les importations et en réponse imposition d'une taxe de 20 % sur les importations américaines par tous les autres pays) la perte de PIB américain pourrait

en effet s'élever à 4,5 % sur 2 ans selon le modèle Nigem, entraînant ainsi le pays en récession. En outre, D. Trump avait fait planer la menace d'un « *shutdown* » (arrêt des activités gouvernementales) le 22 août dernier si le Congrès désapprouvait la construction du mur à la frontière mexicaine, c'est-à-dire que son financement ne soit pas inclus dans le budget proposé en septembre (année fiscale commençant le 1<sup>er</sup> octobre). Cette menace semble désormais s'éloigner, le président ayant réussi à trouver un accord avec les démocrates et certains républicains. L'accord porte ainsi sur une hausse du plafond de la dette ainsi que le financement de l'État jusqu'à la mi-décembre dans le but de soutenir via des fonds d'urgence les victimes liées à l'ouragan Harvey. Néanmoins en cas de matérialisation d'un « *shutdown* » toute l'administration serait à l'arrêt (comme cela a été le cas pendant deux semaines sous l'ère Obama en 2013 - 800 000 fonctionnaires n'ont pas été payés pendant un mois-). Coface estime que les effets ne seraient perceptibles sur la croissance qu'au bout de trois mois de l'ordre de 0,12 point de PIB.

### Le statut de « *safe haven* »<sup>(12)</sup> des États-Unis semble ainsi être davantage remis en question aujourd'hui.

Un nouveau paradigme semble progressivement s'installer au regard des tendances divergentes en zone euro et dans les pays anglo-saxons (cf. graphique 4). Certains indicateurs de ralentissement sont aussi visibles au niveau des entreprises : les profits et l'investissement apparaissent un peu moins dynamiques au Royaume-Uni et aux États-Unis (en revanche le niveau des profits reste globalement significatif pour ces deux pays et la zone euro). Enfin l'évolution différenciée du risque politique au sens large décrit plus haut s'ajoute aux éléments précédents et plaide pour une accentuation de cette divergence. Cette évolution est déjà également clairement perceptible sur le marché des changes, au vu de la nette dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro depuis le mois d'avril, et cette nouvelle tendance n'est pas prête de s'inverser.

Graphique n° 4  
Anglos saxons vs zone euro : situation des ménages divergente



Sources : BCE, BEA et BRI pour l'endettement

11/ VOX, « *Empty threat : why trump's protectionist policies would mean disaster for the US* », H. Erken, P. Marey et M. Wijffelaars, 15 août 2017

12/ Le statut de safe haven est octroyé à des pays considérés comme plus sûrs en cas de crise par les investisseurs.

## 3 REPRISE DES FLUX DE CAPITAUX, UNE BONNE NOUVELLE POUR LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

**S**ur la première partie de l'année 2017, les flux nets de capitaux dans les grands pays émergents hors Chine sont en hausse.

Ils ont atteint 19 milliards de dollars au premier trimestre 2017, 35 milliards au deuxième. La région Asie Pacifique reste la destination la plus prisée, en particulier l'Inde. La stabilité politique du pays et l'environnement favorable des affaires rendent le marché attractif sur le long terme, ce qui se traduit par la hausse des entrées d'IDE. Le marché européen est la deuxième région la plus performante, notamment grâce aux entrées nettes constatées en Turquie (voir aussi les cas de la Chine et du Brésil - cf. Encadré 2).

**En effet, les flux de capitaux vers les émergents dépendent notamment des performances économiques, et les perspectives sont favorables pour ces économies.**

La croissance atteindrait +4,4 % en 2017 et 2018 selon nos estimations. La Russie et le Brésil montrent toujours des signes de reprise. Au Brésil, la croissance est entrée en territoire positif au deuxième trimestre (+0,3 % en g.a), la confiance repart de manière généralisée, l'inflation a atteint un point bas en août à 2,5 % en g.a) et la politique monétaire s'est considérablement assouplie même si le taux reste encore élevé à 8,25 % (contre 14,25 % en octobre), ce qui devrait stimuler la consommation et ce, malgré le taux de chômage encore élevé (12,8 % en juillet mais en légère baisse). Les secteurs de la distribution et des TIC ont ainsi été reclassés en risque moyen. Les tendances de ces indicateurs en Russie sont les mêmes avec de meilleures performances de croissance (+2,5 % en g.a après +0,5 %), mais le taux de chômage est nettement plus faible (5,1 % en juillet), ce qui a conduit à un reclassement du secteur agroalimentaire en risque faible en raison d'une hausse de la production et d'un investissement accru. Au Brésil les défaillances d'entreprises sont moins importantes que l'an dernier (les procédures liées au chapitre 11 ont baissé de 26 % en g.a sur la période de janvier à juillet). En revanche persistent les problèmes liés aux situations des finances publiques et politiques, contrairement à la Russie (mais dans ce pays de nouvelles sanctions américaines ont été adoptées cet été par les États-Unis vis-à-vis du pays). En effet la détérioration du risque souverain est à craindre au vu des fortes révisions des cibles budgétaires et compte tenu de la hausse significative de la dette publique ces dernières années (+16 points en trois ans pour atteindre plus de 75 % du PIB en 2016). La situation reste également très difficile sur le plan politique avec les scandales de corruption à répétition qui pèsent sur l'économie même si une certaine lassitude semble s'être installée et que la remise en question des pratiques existantes est positive. Au final la croissance ne s'élèverait qu'à 0,4 % cette année (après -3,6 % en 2016) au Brésil contre 1,7 % en Russie.

**Les performances économiques de la Chine apparaissent toujours très positives (+6,7 % au premier semestre) mais continuent de masquer de fortes fragilités.**

L'orientation des indicateurs conjoncturels est mitigée, notamment dans l'immobilier, ce qui ne laisse pas présager d'un fort rebond au troisième trimestre, d'autant plus que le policy-mix devrait être moins accommodant (la politique monétaire est déjà devenue plus restrictive). En outre, les performances continuent de masquer un risque de crédit de plus en plus prégnant et qui doit être surveillé de près. La réévaluation du FMI de la trajectoire de l'endettement privé chinois des sociétés non financières est sans équivoque : l'endettement privé atteindrait près de 300 % du PIB en 2022 (contre 242 % aujourd'hui) selon son estimation, ce qui a de quoi attiser les inquiétudes... Par ailleurs, une forte appréciation du yuan face au dollar est visible depuis juillet. La faiblesse du dollar, des indicateurs économiques globalement bien orientés, la volonté de limiter les sorties de capitaux ainsi que le relèvement du taux de référence de la PBoC face au dollar expliquent ce mouvement. Mais compte tenu de la dégradation de la balance commerciale et d'une décélération graduelle de l'activité qui caractérisent notre scénario central, le yuan devrait à nouveau se déprécier sur le long terme. Par ailleurs sur le plan politique, le remaniement du parti communiste qui est opéré tous les cinq ans aura lieu en octobre prochain et ne devrait pas remettre en cause la présidence de Xi Jinping.

**L'Inde a surpris à la baisse en atteignant un plus bas depuis 3 ans.**

La détérioration de la situation financière des banques ainsi que les mesures de démonétisation expliquent en partie ce ralentissement de l'activité. La mise en place de la TVA unique, la taxe sur les biens et services GST ainsi que l'affaiblissement des taux réels (hausse de l'inflation en raison de tensions sur les prix alimentaires liées à un manque de pluie) ne laissent pas présager d'un fort rebond à court terme. La consommation devrait être également moins dynamique, d'où un déclassement du secteur de la distribution en risque élevé.

**L'Afrique du Sud et le Nigeria sortent tant bien que mal de récession grâce notamment à une reprise du secteur agricole et dans une moindre mesure du secteur extractif.**

Le secteur de l'agroalimentaire en Afrique du Sud a d'ailleurs été reclassé en risque faible (la récolte devrait être bonne). Néanmoins dans un contexte de reprise modérée du cours des matières premières et des faiblesses sur le plan domestique, notamment d'un point de vue politique, un net rebond de la croissance dans les deux pays semble difficile à envisager. Plus globalement sur le reste de l'Afrique

## ENCADRÉ 1

## Élections en Afrique sub-saharienne : un été presque paisible

## Prime aux sortants

Au cours de l'été 2017, ont successivement été appelés aux urnes les citoyens de République du Congo, du Sénégal, du Rwanda, de la Mauritanie, du Kenya et de l'Angola. Dans un continent régulièrement marqué par l'instabilité politique et où le processus de démocratisation suit des trajectoires diverses, cette concentration d'événements électoraux a été suivie avec anxiété. Au final, la victoire des sortants a permis d'assurer un processus électoral relativement paisible.

## De la différence entre continuité et stabilité

Si la continuité a essentiellement prévalu cet été, cela n'est pas forcément synonyme de stabilité. Certes, au Congo (Brazzaville), la victoire du Parti congolais du travail (PCT) au terme des élections législatives de juillet 2017 accentue la mainmise de Denis Sassou N'Guesso qui cumule 33 ans au pouvoir sur les 38 dernières années. Toutefois, un an après sa réélection controversée qui a ravivé les tensions latentes dans la région du Pool, Sassou N'Guesso et son régime sont dans une position précaire. Déjà en proie à la violence, la situation pourrait encore se dégrader alors que l'activité, touchée par la chute des cours des matières premières, devrait se contracter pour la seconde année consécutive en 2017.

En Angola, le retrait de José Eduardo dos Santos, 38 ans au pouvoir, au profit de celui qui a été son ministre de la Défense, Joao Lourenço, n'est qu'un changement de façade. En effet, non seulement les élections générales ont confirmé la domination du MPLA<sup>(3)</sup>, mais elles n'ont toujours pas écarté la famille dos Santos des sphères du pouvoir. José Eduardo continuera probablement d'exercer son influence depuis la tête du MPLA tandis que ses enfants Isabel et José Filomeno, respectivement présidents de Sonangol, la société pétrolière publique, et du fonds souverain, devraient également peser dans l'avenir du pays. Aussi, cette élection suscite peu d'espoir d'une rupture avec les pratiques de corruption et de prédation des richesses qui ont gangrené l'Angola.

## Jamais deux sans trois

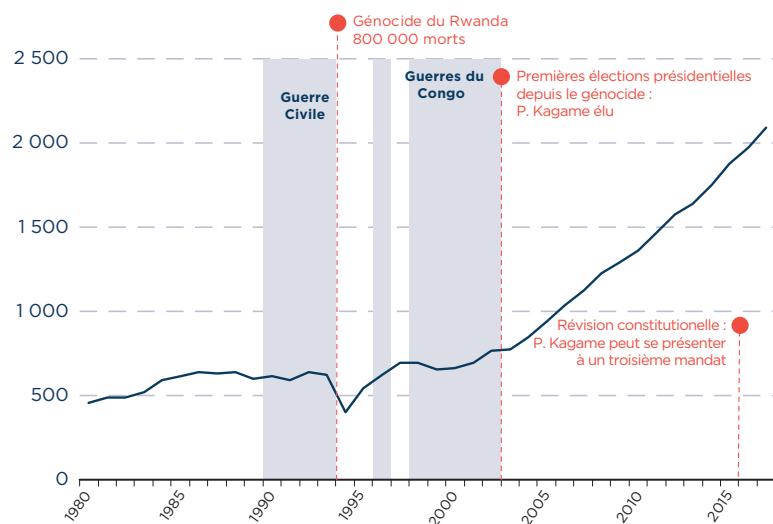
Au cœur des crises politique au Burundi et en République démocratique du Congo, la question du respect de la limitation des mandats présidentiels a été relancée cet été ; au Rwanda, en premier lieu (cf. graphique 5). Officiellement vainqueur avec près de 99 % des voix, le président rwandais Paul Kagame s'est adjugé un troisième mandat consécutif, après avoir préalablement levé les obstacles constitutionnels.

Musulant toutes les dissidences, le régime de Paul Kagame et du FPR<sup>(14)</sup>, dont les dérives étaient encore dénoncées en juillet dernier dans un rapport d'Amnesty International, s'est assuré un scrutin sans accroc : « le 4 août<sup>(15)</sup> prochain, c'est juste une formalité » admettait-il. Pouvant s'appuyer sur des performances économiques flatteuses et un développement rapide, le président Kagame est surtout crédité de la réconciliation du pays après le génocide de 1994. Toutefois, les détracteurs de Kagame soulignent que la paix au pays des mille collines a été acquise au prix d'une répression musclée. Ingrédient de la stabilité rwandaise, la peur ne sera peut-être pas éternellement suffisante.

En Mauritanie, le référendum constitutionnel du 5 août a relancé le débat sur la limitation du nombre de mandats. En effet, d'après l'opposition, ce vote, malgré les dénégations du principal intéressé, prépare le terrain pour permettre au président Mohamed Ould Abdel Aziz<sup>(16)</sup> de s'octroyer un troisième mandat. Portant notamment sur la suppression du Sénat<sup>(17)</sup>, il semble, tout du moins, renforcer le poids de l'exécutif dans la balance des pouvoirs. Outre le contenu, la méthode est également contestée : rejetée par Parlement en mars, cette modification de la loi fondamentale par la voie du référendum est dénoncée comme un « coup de force ». La crédibilité de la victoire du « oui » et du processus de démocratisation se retrouve ainsi écornée au sortir d'une campagne tendue.

## Graphique n° 5

Rwanda : PIB par habitant (US prix courants PPP)



Source : Fonds Monétaire International

13/ Mouvement populaire de libération de l'Angola (Movimento Popular de Libertação de Angola).

14/ Front Patriotique Rwandais

15/ 4 août 2017 : date de l'élection présidentielle rwandaise.

16/ Arrivé au pouvoir en 2008 par le biais d'un coup d'Etat, Mohamed Ould Abdel Aziz a été élu en 2009, puis réélu en 2014 lors d'un scrutin boycotté par l'opposition.

17/ La modification constitutionnelle prévoit également la création de conseils régionaux élus et le regroupement du Haut Conseil Islamique, du Médiateur de la République et du Conseil de la Fatwa au sein d'un Haut Conseil de la Fatwa et des recours gracieux. Sur un second bulletin, une modification du drapeau et de l'hymne national était proposée.



### Bilan contrasté pour les élections législatives sénégalaises

Souvent salué pour sa stabilité politique, le Sénégal a seulement partiellement confirmé sa réputation à l'occasion des élections législatives. Marquée par le retour de l'ex-président Abdoulaye Wade (2000-2012), la campagne a été âpre, parfois même violente. Avec 47 listes candidates (contre 24 en 2012), ce scrutin a mis au jour des divisions et a lancé une longue campagne vers la présidentielle. Amplifiée par le mode de scrutin et rapidement entachée d'accusations de fraudes, la large victoire de la coalition BBY<sup>(18)</sup> du président Macky Sall apparaît en trompe-l'œil. Avec pas moins de 14 partis représentés à l'Assemblée Nationale et moins de 3 000 voix d'écart à Dakar devant la liste du maire de Dakar Khalifa Sall, la victoire est loin d'être aussi écrasante que ne le suggère la lecture des résultats. Dernière répétition avant les présidentielles en 2019, le scrutin a révélé des tensions qui pourraient ressurgir dans deux ans. Néanmoins, malgré les difficultés d'organisation et la contestation, le Sénégal est parvenu à se prémunir d'une crise post-électorale.

### On refait le match

À l'inverse du Sénégal, l'historique d'instabilité politique au Kenya où la mémoire des violences post-électorales<sup>(19)</sup> de 2007

est encore vivace, génère une inquiétude particulière à l'approche des élections générales du 8 août 2017. Malgré des élections 2013 relativement paisibles, les soupçons de fraude avaient suscité des doutes sur l'impartialité du pouvoir judiciaire et créé une appréhension, entretenue par une campagne 2017 clivante, souvent menée sur des lignes ethniques. Après l'annonce de la réélection d'Uhuru Kenyatta et, surtout, après que Raila Odinga, candidat malheureux en 2007 et 2013 et principal candidat d'opposition, a rejeté les résultats de la Commission électorale, des émeutes, auxquelles les forces de l'ordre ont apporté une réponse violente, ont fait craindre le pire des scénarios. Néanmoins, les heurts sont finalement restés relativement localisés et ont fini par s'éteindre après que R. Odinga a déclaré qu'il aurait recours à la voie légale pour contester les résultats. À la surprise générale, le 1<sup>er</sup> septembre, la Cour Suprême annulait le résultat des élections et demandait la tenue d'un nouveau scrutin sous 60 jours. Célébrée par l'opposition comme une victoire pour la démocratie au Kenya, cette décision de justice prolonge, toutefois, à court-terme, une séquence politique à risque qui pèse sur le climat économique. Le PIB kenyan devrait ainsi continuer à pâtir de l'attentisme des investisseurs étrangers. Le prochain gouvernement devra aussi supporter le coût

d'une élection qui compte déjà parmi les plus chères d'Afrique et du monde au regard du coût par habitant<sup>(20)</sup>. Pas épargné par les difficultés économiques — importants déficits jumeaux, inflation élevée, insécurité alimentaire pour plus de 2 millions de personnes — le Kenya s'inflige un nouveau scrutin tendu qui pourrait, néanmoins, renforcer la crédibilité du processus électoral et des institutions souvent pointées du doigt pour la corruption endémique qui les rongent. Reportée au mois d'octobre, l'élection kenyane s'accrochera à l'élection présidentielle au Libéria. Cette dernière qui doit décider de la succession d'Ellen Johnson Sirleaf, présidente depuis 2006, sera particulièrement surveillée, alors que l'indécision est, à quelques semaines du scrutin, le seul vainqueur des enquêtes d'opinion.

18/ Unis pour le même espoir (en wolof :

« Benno Bokk Yaakaar ») a remporté 125 des 165 sièges à l'Assemblée nationale.

19/ Les violences post-électorales en 2007, aggravées par des divisions ethniques, ont fait au moins 1 200 victimes et déplacé 600 000 personnes.

20/ D'après un rapport économique et fiscal pré-électoral, le montant total des élections d'août 2017 est estimé à 500 millions de dollars, soit 10,30 dollars par habitant.

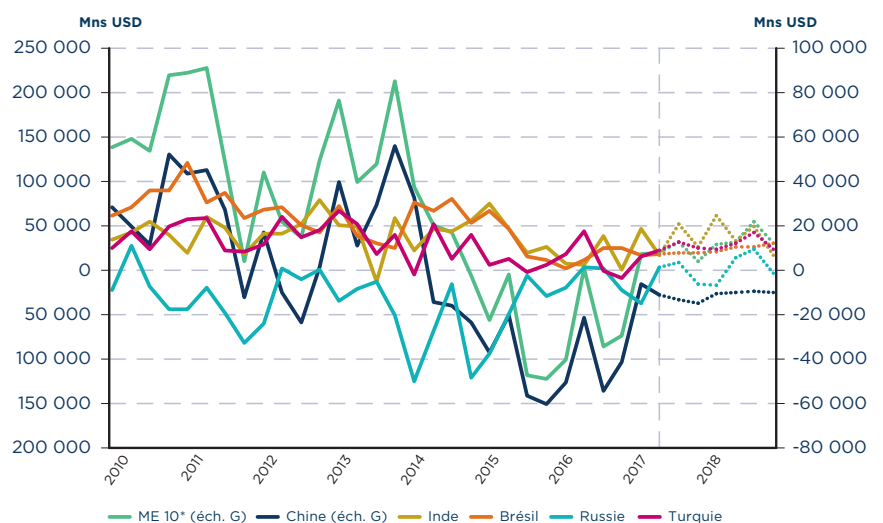


la période électorale estivale a finalement été relativement calme (cf. Encadré 1), même si la tenue de nouvelles élections au Kenya suite à des irrégularités ajoute de l'incertitude, tout en rassurant cependant sur le bon fonctionnement démocratique du pays.

### Globalement ces meilleures perspectives de croissance mondiale devraient se traduire par un accroissement des entrées de capitaux nets.

Elles devraient ainsi augmenter selon l'IFI de 35 % en 2017 par rapport à 2016, et 2018 serait la meilleure année depuis 2014 (cf. graph 6). Ces bonnes perspectives sont de bon augure pour les entreprises des économies émergentes<sup>(21)</sup>, puisque les flux de capitaux sont un important moyen de transfert de savoir-faire technologique et managérial, mais surtout aussi une source de capital essentielle afin de compenser

Graphique n° 6  
Flux de capitaux nets, millions de dollars US



\*Marchés émergents 10 : Chine, Inde, Indonésie, Brésil, Mexique, Chili, Russie, Turquie, Pologne, Afrique du Sud

21/ « FDI as a Catalyst for Domestic Investment in Developing Countries: New Evidence from Firm-level Data », Alessia A. Amighini, Margaret McMillan, Marco Sanlippo, January 15, 2015.



le manque d'épargne domestique, notamment via les investissements directs à l'étranger (IDE) qui permettent d'accroître l'investissement dans les émergents : une hausse d'un dollar de l'IDE entraînerait une augmentation de 0,79 dollar de l'investissement total pour ces pays<sup>(22)</sup>.

Toutefois, certains risques pèsent sur ces perspectives. Le premier concerne les effets des changements de politiques monétaires des pays développés<sup>(23)</sup>, et notamment de la Fed, sur les émergents. Un resserrement monétaire influence significativement les flux de capitaux vers les émergents pour deux raisons : (i) Durant la période d'expansion monétaire, les investisseurs étaient enclins à prendre davantage de risques, donc la fin des politiques monétaires accommodantes pourrait entraîner une hausse de la volatilité ; (ii) Une hausse des taux d'intérêt dans les économies développées pourrait conduire à une redirection des flux vers ces marchés.

Enfin, les risques politiques, qu'ils soient internes aux émergents ou propres aux pays développés, influencent les marchés financiers et donc les flux de capitaux vers les émergents. Par exemple, la poursuite de la hausse de l'incertitude politique aux États-Unis diminuerait significativement les entrées de capitaux vers les émergents, les investisseurs se tournant vers les marchés plus sûrs, comme le Japon et la zone euro. Ainsi, les tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord ou les incertitudes autour de la politique de l'administration Trump pourraient peser sur les flux de capitaux destinés aux émergents, notamment la Chine, même si les investisseurs demeurent très sensibles à la situation domestique et notamment à la législation qui les concerne. Au Brésil également, même si une certaine lassitude politique semble apparaître (cf. Encadré 2) et n'induit pas un effondrement des flux nets de capitaux, les IDE sont largement moins importants qu'avant la crise.

22/ « *Effect of Foreign Direct Investments on the domestic investments of developing countries: a dynamic panel data analysis* », I. Göcer, M. Mercan, O. Pekern, Août 2013.

23/ « *The volatility of capital flows in emerging markets: measures and determinants* », IMF Working paper, M. Sole, S. A. Hannan, Février 2017

## ENCADRÉ 2

### Chine et Brésil : retour des flux de capitaux en trompe l'oeil?

#### Double jeu chinois

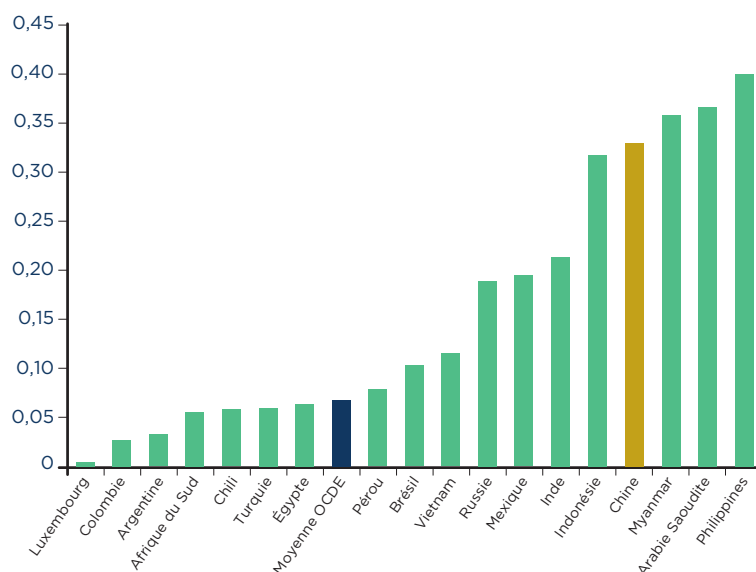
En 2015 et 2016, le ralentissement de l'activité et la dépréciation du yuan face au dollar ont entraîné une hausse des sorties de capitaux. Le compte financier chinois était déficitaire (647 milliards de dollars

US en 2015 ; 640 en 2016) et n'est devenu excédentaire qu'au premier trimestre 2017 (37 milliards de dollars) sous l'effet de la dépréciation de la monnaie américaine et le renforcement des contrôles de capitaux.

Depuis plusieurs trimestres, les autorités chinoises semblent vouloir faciliter les entrées d'IDE avec de nouvelles mesures de libéralisation des flux de capitaux (réduction de la liste des activités commerciales interdites aux investisseurs étrangers, mise en place du Bond Connect). En parallèle de cette apparente ouverture, les contrôles de capitaux restent importants, et l'excédent du premier trimestre 2017 s'explique avant tout par les mesures mises en place par les autorités pour freiner les sorties de capitaux<sup>(24)</sup>. L'indice chinois de restrictivité de l'IDE de l'OCDE (cf. graphique 7) s'élevait à 0,327 en 2016 (0,067 pour la moyenne des pays de l'OCDE), et figure parmi les plus élevés.

Enfin, la politique monétaire américaine plus restrictive pourrait entraîner une nouvelle augmentation des sorties de capitaux et donc de nouvelles pressions à la baisse sur le yuan. La hausse des entrées de capitaux en Chine devrait par conséquent rester modérée durant les prochains trimestres.

Graphique n° 7  
Indice de restrictivité de l'IDE\*



\* L'indice de restrictivité de l'IDE, noté de 0 (ouvert) à 1 (fermé), mesure le caractère restrictif des règles d'un pays en matière d'IDE, en fonction des seuils autorisés pour les participations étrangères, des mécanismes de filtrage ou d'autorisation, et des restrictions à l'exploitation et à l'emploi d'étrangers à des postes clés.

Source : OCDE 2017

24/ COFACE Focus, J. Wong, « *RMB depreciation, capital flows measures and new monetary stance - What are the implications for Chinese corporates* », Mars 2017.





### Risque politique au Brésil

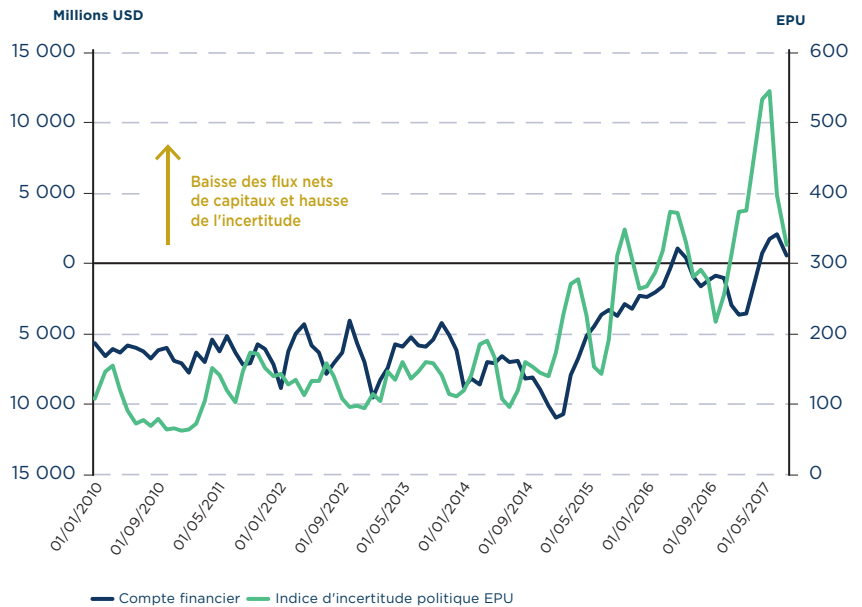
Il existe un lien entre les flux de capitaux et l'incertitude politique<sup>25)</sup> : plus cette dernière augmente, plus les flux de capitaux sont susceptibles de diminuer (cf. graphique 8). Les flux ont notamment chuté avec les premières manifestations pour la destitution de l'ex-présidente Dilma Rousseff en mars 2016, puis à partir du printemps 2017 après les révélations sur l'implication de l'actuel président Michel Temer dans différentes affaires de corruption. Les chocs politiques ont donc des effets sur les flux mais ces impacts ont été relativement modérés par rapport à l'ampleur des crises politiques car le facteur politique n'est qu'un des déterminants des flux.

Malgré l'affaiblissement significatif des flux de capitaux ces dernières années, le Brésil reste une destination attractive aux yeux des investisseurs, compte tenu de la taille du marché (le pays est caractérisé par un taux d'investissement très faible de 18 % du PIB) et de l'appréciation du real face au dollar. Le pays était d'ailleurs classé 6<sup>e</sup> l'an dernier dans le classement des pays recevant le plus d'IDE<sup>26)</sup>. Pour les trimestres à venir, les réformes annoncées par le gouvernement Temer et la perception par les investisseurs de la volonté de lutter contre la corruption devraient favoriser les entrées de flux, d'autant plus que le risque politique se réduit suite au vote des parlementaires contre la destitution de Temer le 2 août 2017.

25/ L'incertitude politique est ici mesurée par l'Economic Policy Uncertainty (EPU).






26/ UNCTAD, « *Global Investment trends monitor* », Février 2017.

Graphique n° 8  
EPU et compte financier



Source : Banco central do Brazil, PolicyUncertainty.com  
Dernier point disponible : Juillet 2017

# Changements d'évaluations risques pays

PAYS	Ancienne évaluation		Nouvelle évaluation
<b>BIÉLORUSSIE</b> 	<b>D</b>	↗	<b>C</b>
<b>CHYPRE</b> 	<b>B</b>	↗	<b>A4</b>
<b>FINLANDE</b> 	<b>A3</b>	↗	<b>A2</b>
<b>HONGRIE</b> 	<b>A4</b>	↗	<b>A3</b>
<b>OMAN</b> 	<b>B</b>	↘	<b>C</b>

## RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

A1

Très faible

A2

Peu élevé

A3

Satisfaisant

A4

Convenable

B

Assez élevé

C

Élevé

D

Très élevé

E

Extrême



Reclassement



Déclassement

### Biélorussie ↗

#### (reclassement de D en C)

- Le pays profite de sa forte dépendance à la Russie (B) qui se porte mieux.
- Une croissance modeste est de retour: 0,9 % et 1,5 % prévus pour 2017 et 2018 (après -3 % en 2016).
- La consommation des ménages et les exportations vers l'ouest et l'est de l'Europe devraient s'améliorer.

### Chypre ↗

#### (reclassement de B en A4)

- La croissance demeure dynamique (respectivement 3,5 et 3,2 % en 2017 et 2018).
- Le tourisme prospère sur les problèmes rencontrés par les pays voisins. Cela favorise la consommation et la construction.
- Le secteur bancaire est à présent purgé et les finances publiques sont assainies.

### Finlande ↗

#### (reclassement de A3 en A2)

- Les perspectives de croissance pour cette année et 2018 sont encourageantes, autour de 1,3 % pour 2017 et même 1,7 % pour 2018.
- Les conséquences négatives des restrictions commerciales avec la Russie ont faibli et les exportations sont soutenues par des perspectives plus favorables pour l'économie mondiale.

- L'amélioration de l'environnement macroéconomique se traduit également par une baisse rapide de l'insolvabilité cette année. Jusqu'au deuxième trimestre, les faillites ont diminué de près de 19 %. En 2016, l'insolvabilité a baissé de plus de 6 %.

### Hongrie ↗

#### (reclassement de A4 en A3)

- La croissance du PIB devrait être plus dynamique, passant de 2,0 % en 2016 à 3,6 % en 2017, pour atteindre 3,4 % en 2018.
- L'activité économique est soutenue par l'augmentation de la consommation des ménages en raison de la baisse du taux de chômage (4,3 % en juin 2017), de la forte croissance des salaires (y compris une augmentation substantielle du salaire minimum) et une confiance des consommateurs bien orientée.
- Un fort rebond des investissements est observé, ces derniers étant soutenus par une amélioration des conditions de crédit, une augmentation de la croissance des prêts et l'augmentation des aides de l'UE.
- Le pays conserve le plus faible taux d'impôt sur les sociétés au sein de l'UE (9 %), ce qui permet d'améliorer les profits des entreprises et de compenser en partie les augmentations de salaires.

- L'intégration dans la chaîne de production européenne est forte et le secteur manufacturier bénéficie du dynamisme des exportations.
- La situation du secteur financier s'améliore avec une baisse progressive de la taxe sur les banques ainsi que la stabilisation du ratio de prêts non-performants.

### Oman ↘

#### (déclassement de B en C)

- La croissance devrait baisser en 2017 en raison de la moindre production pétrolière et de la faiblesse des prix.
- Le pays est fortement dépendant du pétrole, en termes de revenus budgétaires (près de 90 %) et d'exportations (60 %).
- Le prix du baril pour maintenir l'équilibre budgétaire devrait rester proche de 80\$ en 2017/18, alors que le prix d'équilibre pour maintenir une balance courante nulle est de 75\$ le baril. En conséquence, le déficit courant resterait large et son financement serait dépendant des entrées d'investissements de portefeuille étrangers.
- Malgré une consolidation budgétaire en cours, le déficit budgétaire élevé (environ 10 % du PIB) devrait persister jusqu'en 2020.

# Changements d'évaluations risques sectoriels

## ÉVALUATION SECTORIELLE DES RÉGIONS

	Amérique latine	Amérique du Nord	Europe centrale et de l'Est	Europe de l'Ouest	Asie émergente	Moyen Orient & Turquie
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲▲▲	▲	▲	▲	▲▲▲	▲
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmacie	▲	▲	▲	▲▲	▲	▲
Distribution	▲▲▲	▲	▲	▲	▲	▲
Textile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲▲▲	▲	▲	▲	▲

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

### RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

- ▲ Risque faible
- ▲ Risque moyen
- ▲ Risque élevé
- ▲ Risque très élevé
- ▲ Reclassement
- ▲ Déclassement

## RÉGION AMÉRIQUE LATINE

	Amérique latine	Mexique	Argentine	Chili	Brésil
Automobile	▲	▲	▲▲▲	▲	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲▲▲	▲	▲
TIC*	▲▲▲	▲	▲	▲	▲▲▲
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲▲▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲▲▲	▲
Pharmacie	▲	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲▲▲	▲	▲	▲	▲▲▲
Textile	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

### BRÉSIL

TIC ▲  
(Risque élevé à risque moyen)

Au cours des trois derniers mois, la reprise est visible dans ce secteur. Les ventes (en volume) ont augmenté de 4,5 %, 5,1 % et 12,9 % respectivement en avril, mai et juin 2017. La reprise graduelle s'explique par : 1) la forte baisse de l'inflation notamment

en ce qui concerne les produits de communication (qui est passée de 10,7 % en janvier 2016 à 2,5 % en août 2017) ; 2) les conséquences de deux années de baisse de la consommation ; 3) les ressources





conséquentes grâce aux ressources du FGTS (Fond brésilien d'indemnisation des travailleurs) ; 4) la baisse du chômage (12,8 %) au deuxième trimestre 2017 par rapport au pic observé au premier trimestre (13,7 %).

**BRÉSIL**

**Distribution ↗**

**(Risque élevé à risque moyen)**

Les mêmes déterminants que pour le secteur TIC sont à l'œuvre. Les ventes macroéconomiques au détail ont augmenté de 1,9 %, 3 % et 2,6 % durant les mois d'Avril, de Mai et de Juin 2017.

**ARGENTINE**

**Construction ↗**

**(Risque élevé à risque moyen)**

La reprise a été stimulée par le rebond de l'activité économique, les nouveaux plans d'infrastructures publiques, la disponibilité des prêts pour l'achat de propriétés et pour la construction.

Selon l'institut national de statistique (INDEC), l'indicateur d'activité dans le secteur de la construction a augmenté de 8,9 % au cours des 7 premiers mois de 2017 (en glissement annuel).

**Métallurgie ↗**

**(Risque élevé à risque moyen)**

La production de métaux de base a augmenté de 3,4 % en glissement annuel entre janvier et juillet 2017 (production d'acier +4,5 % en glissement annuel).

La bonne performance du secteur de l'acier est liée au niveau plus élevé de l'activité dans plusieurs secteurs connexes (tels que la construction, mentionnée ci-dessus).

C'est le cas pour la construction de gazoducs et les investissements dans le secteur de l'énergie (notamment dans la zone de Vaca Muerta), l'augmentation de la demande pour les secteurs associés à l'agriculture et l'augmentation des niveaux de fabrication de certains biens durables (réfrigérateurs, etc.). La persistance des investissements publics conséquents permet également de maintenir un bon niveau de production.

**Automobile ↗**

**(Risque élevé à risque moyen)**

Au cours des sept premiers mois de l'année, l'industrie automobile a enregistré une hausse de 5,8 % par rapport à la même période de 2016. Les véhicules destinés aux marchés étrangers affichent une croissance de 11,2 % sur la même période.

La principale destination des exportations est le marché brésilien qui, au cours des sept premiers mois de l'année, a participé à 61 % des ventes de voitures à l'étranger. Les ventes au Brésil sur la période janvier-juillet 2017, ont diminué de 11,6 % par rapport à la même période l'an dernier, mais il y a eu davantage de ventes de voitures domestiques vers d'autres pays, principalement en Amérique centrale, au Pérou et au Chili.

**CHILI**

**Bois ↘**











































**(Risque moyen à risque élevé)**

La production de bois et de meubles a diminué de 3,9 % au deuxième trimestre 2017 (en glissement annuel).

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

-  Risque faible
-  Risque moyen
-  Risque élevé
-  Risque très élevé
-  Reclassement
-  Déclassement

RÉGION AMÉRIQUE DU NORD

	Amérique du Nord	Canada	États-Unis
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport	 	 	 

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

**CANADA**

**Transport ↗**

**(Risque moyen à risque faible)**

Bonnes performances grâce notamment à de nombreux investissements publics et privés en cours et attendus.

**ÉTATS-UNIS**

**Transport ↗**

**(Risque moyen à risque faible)**

Bonnes performances grâce notamment à de nombreux investissements publics et un secteur aérien qui enregistre de bons résultats financiers.



RÉGION ASIE ÉMERGENTE

	Asie émergente	Inde	Chine
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport			

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

**CHINE**

**TIC ↗**

(Risque élevé à risque moyen)

Bien que la fragmentation soit une préoccupation de ce secteur pour les petits distributeurs, l'expansion des classes moyennes et le développement de la numérisation devraient soutenir le secteur à l'avenir. Le lancement du nouvel iPhone 8 devrait également stimuler les ventes dans la chaîne d'approvisionnement, dont une grande partie est basée en Chine.

**INDE**

**Distribution ↘**

(Risque moyen à risque élevé)

Les petits détaillants représentent actuellement 90 % du marché de détail en Inde et sont directement touchés

par le développement du commerce électronique. Ils sont également impactés négativement par des investissements importants à destination des grossistes et des grands magasins.

Sur le plan économique, les chiffres de croissance du PIB pour le deuxième trimestre sont inférieurs à ceux anticipés (5,7 %). En outre, les effets persistants de la démonétisation pourraient avoir agi comme un frein, ce qui affectera probablement la consommation. Enfin, l'activité au deuxième trimestre était moins dynamique malgré les ventes plus élevées. La principale raison est que les entreprises ont opéré d'importantes remises avant la mise en œuvre d'une taxe sur les biens et services le 1<sup>er</sup> juillet. La situation devrait néanmoins se normaliser pour le reste de l'année lorsque les effets de cette taxe se matérialiseront.

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

- Risque faible
- Risque moyen
- Risque élevé
- Risque très élevé
- Reclassement
- Déclassement

RÉGION MOYEN ORIENT & TURQUIE

	Moyen Orient & Turquie	Turquie	EAU	Arabie Saoudite
Automobile				
Agroalimentaire				
Chimie				
Construction				
TIC*				
Énergie				
Métaux				
Papier				
Bois				
Pharmacie				
Distribution				
Textile				
Transport				

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface



RÉGION EUROPE CENTRALE ET DE L'EST

	Europe centrale et de l'Est	Roumanie	République Tchèque	Pologne
Automobile	▲	▲	▲	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲
Pharmacie	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲
Textile	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

- ▲ Risque faible
- ▲ Risque moyen
- ▲ Risque élevé
- ▲ Risque très élevé
- ↗ Reclassement
- ↘ Déclassement

RÉGION EUROPE DE L'OUEST

	Europe de l'Ouest	Autriche	Suisse	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Espagne
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmacie	▲ ↗	▲	▲	▲ ↗	▲ ↗	▲	▲ ↗	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Textile	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface







## ALLEMAGNE

### Pharmacie ↗

(Risque moyen à risque faible)

L'amélioration de l'évaluation est liée à la situation solide et rentable des sociétés de production du secteur. Au premier semestre de 2017, la production de produits pharmaceutiques a augmenté de 3,5 %. En outre, les grands groupes du secteur sont très rentables. Leur taux de marge moyen a augmenté considérablement ces dernières années pour atteindre plus de 21 % en 2016. Pour cette année, les bénéfices pourraient être légèrement plus bas, mais restent encore à un niveau très élevé.

Parmi les producteurs, les défaillances d'entreprises sont très rares. Entre janvier et mai 2017, il n'y a eu que 3 faillites.

Le commerce pharmaceutique de gros semble un peu plus risqué en raison d'une intense concurrence et donc d'une forte pression sur les marges bénéficiaires.

## FRANCE

### Pharmacie ↗

(Risque moyen à risque faible)

Le secteur se porte mieux en France, avec un chiffre d'affaires en hausse de 2,1 % en 2016. Cette tendance se perpétue actuellement et devrait se renforcer dans les trimestres à venir, malgré les mesures prises par les pouvoirs publics afin de limiter la hausse des dépenses de santé.

En effet, les mises sur le marché de nombreuses thérapies innovantes et coûteuses, notamment en oncologie, favorisent le secteur via des autorisations temporaires. Néanmoins, la loi de financement de la Sécurité sociale 2017 envisage de plafonner très sévèrement (10 000€/patient) les dépenses de ces thérapies innovantes.

Du côté des officines, les ventes redémarrent très légèrement (+0,1 %) après quatre années de baisse. À l'export, la croissance s'établit à 0,8 %.

## ITALIE

### Pharmacie ↗

(Risque moyen à risque faible)

En 2016, l'industrie pharmaceutique italienne a retrouvé son niveau de production d'avant crise. Cette croissance a été soutenue d'une part par une hausse de la demande étrangère adressée à l'Italie et d'autre part par la résilience de la demande domestique en dépit des pressions qui pèsent sur la demande publique (consolidation budgétaire). Les gains en parts de marché à l'étranger des entreprises italiennes ont renforcé la capacité d'exportation du secteur dont plus de 70 % du chiffre d'affaires est dédié à l'exportation. Ces dernières ont crû de plus de 77 % en valeur entre 2007 et 2016. Cette croissance a bénéficié à l'ensemble du tissu économique du secteur aussi bien aux petites qu'aux grandes entreprises.

En 2016, la production a augmenté de 2,3 % portée par un accroissement des exportations de 6,8 %. Les investissements ont crû de 3,3 % sur 2016 et de plus de 20 % sur les trois dernières années. L'emploi enregistre une hausse de 0,8 %, en particulier dans les fonctions liées à la production et la recherche. Cette tendance devrait se poursuivre en 2017 avec une hausse au premier trimestre 2 %.

### RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

 Risque faible

 Risque moyen

 Risque élevé

 Risque très élevé

 Reclassement

 Déclassement





AUTRES PAYS

	Afrique du Sud	Russie	Japon
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport			

\* Technologies de l'information et de la communication  
Source : Coface

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

- Risque faible
- Risque moyen
- Risque élevé
- Risque très élevé
- Reclassement
- Déclassement

**AFRIQUE DU SUD**

**Agroalimentaire ↗ (Risque moyen à risque faible)**

Le secteur de l'agroalimentaire en Afrique du Sud a confirmé sa reprise au T2 2017 et a été le principal moteur de la sortie de récession à cette période. La saison 2016/2017 s'annonce déjà comme une récolte exceptionnelle, probablement la meilleure depuis 2013/2014. Le secteur se stabilise après le choc climatique El Niño.

D'après les chiffres du Ministère de l'Agriculture, la production de maïs, principale culture du pays devrait doubler par rapport à la saison précédente. L'Agbiz/IDC Agribusiness Confidence Index indique que l'optimisme dominera encore dans le secteur au Q3 2017, contrastant ainsi avec les autres indicateurs de confiance des entreprises qui sont au plus bas.

**RUSSIE**

**Agroalimentaire ↗ (Risque moyen à risque faible)**

La production s'accroît : le secteur bénéficie des contre-sanctions russes qui réduisent la concurrence. L'investissement est accru dans la production de lait, de fromage et de viande, soutenu par les aides du gouvernement, soucieux de réduire la dépendance aux importations.



---

## RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

---

## COFACE SA

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR SAFER TRADE