

# Panorama des risques

Octobre 2011



coface 

# Prévisions de croissance

Révision de la  
croissance mondiale  
à la baisse en 2011

## Croissance mondiale revue à la baisse, sous l'effet du ralentissement de l'activité dans les pays avancés

Une croissance en berne au deuxième trimestre 2011, les tensions politiques aux Etats-Unis cet été autour de la question du plafond de la dette et la perte du triple A, la crise souveraine qui n'en finit pas en zone euro, la défiance qui se poursuit sur les marchés financiers, les tensions sur le marché monétaire et la chute vertigineuse du cours des actions des banques : autant de signes négatifs susceptibles d'affecter la reprise mondiale observée depuis la mi-2009. Dès lors, la croissance mondiale en 2011 s'établit à 3,2% en ralentissement de 1,1 point de PIB par rapport à 2010.

### Vulnérabilité accrue dans les pays avancés

Dans le contexte de la poursuite du désendettement des ménages dans quelques grandes économies (Etats-Unis, Royaume-Uni et Espagne) et du niveau élevé du taux de chômage (9,9% en zone euro en 2011, 9,1% aux Etats-Unis), la consommation est handicapée et ne peut constituer un moteur solide de la croissance. Les dépenses publiques, quant à elles, sont appelées à contribuer négativement à l'activité dans la quasi-totalité des pays avancés, à l'exception notable du Japon.

La confiance des industriels est mal orientée depuis l'été 2011, dans le contexte de la crise boursière : les enquêtes récentes suggèrent un ralentissement de l'activité manufacturière au 2<sup>nd</sup> semestre. En Allemagne, l'IFO et le ZEW sont en net repli depuis l'été. L'indicateur synthétique du secteur manufacturier pour l'ensemble de la zone euro ressort à 49,7 contre 50,4. Cet indice n'était pas passé sous le seuil de 50 depuis septembre 2009. Aux Etats-Unis, on constate également un repli de la confiance des investisseurs, on est toujours au-dessus de 50 (niveau-plancher précurseur de récession), soit à 50,6 mais le repli au 2<sup>ème</sup> trimestre 2011 est net. Les nouvelles commandes continuent notamment à se contracter dans les enquêtes, signe que la bonne tenue de l'investissement industriel est fragile.

### La zone euro devrait voir sa croissance s'établir à 1,6% en 2011

On peut difficilement attendre une hausse supérieure en raison de la crise bancaire qui sévit depuis l'été en Europe. Il est possible en effet que le crédit bancaire se contracte. Au premier semestre 2011, la croissance du crédit a ralenti en Allemagne (elle est proche de zéro). Elle reste positive en France et en Italie mais en contraction en Grèce, Espagne, Portugal et Irlande. Les autres moteurs patinent : la consommation publique et la consommation privée contribueront très faiblement à la croissance. Par ailleurs, on peut faire l'hypothèse que la synchronisation des ajustements budgétaires en zone euro aura un effet cumulé baissier sur l'activité de chacun des pays membres. De plus, on attend une contribution nulle du commerce extérieur.

### Aux Etats-Unis notre prévision de croissance s'établit dorénavant à +1,7% en 2011

L'activité américaine du 2<sup>ème</sup> trimestre a été revue à la baisse. A juin, l'acquis de croissance est de seulement 1,3% et les mauvais indicateurs tombés en septembre laissent entrevoir un ralentissement prononcé de tous les moteurs de l'activité sur la seconde partie de l'année.

## **Au Royaume-Uni, tous les clignotants sont au rouge**

La croissance a stagné au 2<sup>ème</sup> trimestre (+0,1% t/t), l'indice FTSE 100 a chuté cet été (-13% entre début août et septembre) et de mauvais indicateurs sont tombés laissant présager une croissance faible dans les prochains trimestres. La croissance a donc été revue à la baisse à 1,1% en 2011, en ligne avec la poursuite de la contraction de la consommation des ménages, les coupes claires dans les dépenses publiques et la faible progression des exportations malgré la dépréciation de la livre qui a perdu, depuis septembre 2008, plus de 11% par rapport au dollar et 8% par rapport à l'euro.

## **Au Japon, avec la révision à la baisse de son produit intérieur brut au 2<sup>ème</sup> trimestre (-0,5%),**

le Japon affiche trois trimestres consécutifs de contraction. Les conséquences des cataclysmes de mars 2011 continuent d'handicaper la consommation des ménages et les exportations déjà pénalisées par l'appréciation du yen qui a gagné 28% vis-à-vis du dollar et 30% par rapport à l'euro ces trois dernières années. Seul l'investissement public, soutenu par le début de la reconstruction de la région de Tohoku, a apporté une contribution positive. Les pénuries d'électricité touchent de nombreuses entreprises sur l'ensemble du territoire (arrêt de Fukushima et d'autres réacteurs) et la contamination radioactive freine les projets de reconstruction. L'activité sur l'ensemble de 2011 devrait ressortir à -0,3%.

## **Dans la tempête, les pays émergents conservent des capacités de pilotage intactes**

Dans un contexte de ralentissement du commerce international, l'activité dans les pays émergents devrait marquer le pas en 2011 (+5,8%) contre +7,1% en 2010 et +7% en 2003-2007. Elle continuera toutefois à tirer la croissance mondiale, grâce au dynamisme des demandes domestiques.

## **Le repli de la croissance des émergents était largement anticipé en début d'année,**

en raison du resserrement des politiques monétaires engagées dès fin 2010 dans les pays menacés de surchauffe, comme le Brésil, l'Inde ou l'Afrique du Sud, ou menacés de bulles créées par l'afflux de capitaux volatils, comme la Chine ou Hong Kong. Ces mesures ont permis de contenir la remontée de l'inflation, qui devrait s'établir à 6,2% en 2011 contre 5,2% en 2010, et de restaurer les déséquilibres extérieurs. A l'exception de la Turquie, où l'inflation reste supérieure à 7% et le déficit courant atteint 9% et de l'Inde, où le déficit courant devrait continuer à se creuser à 3,2% en 2011.

## **L'ampleur du ralentissement est toutefois plus marquée que prévu, en raison de la contraction plus forte qu'anticipée du commerce international.**

La croissance du commerce mondial, qui a progressé de 13% l'an dernier, devrait s'établir à 5% en 2011 contre 7% prévu en début d'année. Ce refroidissement du commerce international aura un impact direct sur l'Asie, et notamment sur les économies ouvertes (Singapour, Hong Kong, Taïwan). Il aura aussi des conséquences sur la Chine, les Etats-Unis et l'Europe captant toujours chacun 18% des exportations chinoises. Toutefois, l'impact sur l'activité sera atténué par une demande domestique qui demeurera vigoureuse (revalorisation des salaires, investissement soutenu). En Amérique latine, en dehors des pays qui pâtiront directement du ralentissement américain, les exportations devraient ralentir modérément, grâce à la diversification des destinations d'exportation (la Chine représente désormais la première ou la deuxième destination des exportations des pays d'Amérique latine). On ne peut exclure toutefois une contraction plus marquée des exportations latino-américaines, si les prix des matières premières devaient être révisés plus significativement à la baisse.

## Dans ce contexte, on observe une réorientation progressive des politiques macro-économiques des émergents, ou tout du moins un arrêt des

mesures anti-surchauffe. En Asie, après un cycle de resserrement des taux d'intérêt et de relèvement des réserves obligatoires, on assiste, depuis la printemps 2011, au statu quo, sauf en Inde, en Thaïlande ou au Vietnam, où les remontées de taux d'intérêt se sont poursuivies. En Amérique latine, la Banque centrale brésilienne a même procédé à une baisse de 50 ppb à 12% en août 2011.

**On considère qu'en cas de *double dip*, les pays émergents conservent d'importantes marges de manœuvre pour faire face à une contraction plus significative que prévu du commerce international,**

sauf l'Europe centrale où le secteur privé, endetté en devises fortes, poursuit le processus d'ajustement de bilan. Par ailleurs, en dépit des politiques contrac-  
cycliques conduites en 2008-2010, les marges de manœuvre de soutien à l'activité domestique restent significatives. Les réserves de changes accumulées par les pays émergents représentent désormais les deux-tiers des réserves de changes mondiales. Par ailleurs, la dette publique de ces pays, à 34%, reste bien en-deçà des niveaux des pays avancés, supérieure à 80%. Les politiques engagées en Chine pour réorienter le régime de croissance sur la demande domestique ou encore au Brésil pour favoriser l'essor d'une classe moyenne dynamique devraient permettre à ces pays d'amortir les chocs sur la demande externe.

Coface	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011p	Coface
<b>Production mondiale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>	<b>Production mondiale</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>Pays avancés</b>
États-Unis	1,8	2,5	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	<b>3</b>	<b>1,7</b>	États-Unis
Japon	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-5,2	<b>4</b>	<b>-0,3</b>	Japon
<b>Zone euro</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>Zone euro</b>
Allemagne	0	-0,2	1,2	0,8	3,4	2,7	1	-4,7	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	Allemagne
Royaume-Uni	2,1	2,8	3	2,2	2,8	2,7	0,1	-4,9	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	Royaume-Uni
France	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,4	0,2	-2,6	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	France
Italie	0,5	0	1,5	0,7	2,1	1,4	-1,3	-5,2	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	Italie
Espagne			3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	Espagne
<b>Pays émergents</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>1,9</b>	<b>7,1</b>	<b>5,8</b>	<b>Pays émergents</b>
Asie émergente	6,5	7,1	7,9	8,3	9,2	10,1	6,9	6,2	<b>9,3</b>	<b>7,5</b>	Asie émergente
Amérique latine	0,5	1,9	5,9	4,5	5,6	5,6	4,2	-1,7	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	Amérique latine
Europe émergente	4,0	4,6	6,9	6,0	6,6	5,7	3,0	-4,1	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	Europe émergente
CEI	5,3	7,8	8,1	6,8	8,2	8,6	5,5	-6,6	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	CEI
Moyen-Orient	2,5	6,3	6,9	6,2	5,8	5,4	5,7	1,3	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	Moyen-Orient
Afrique subsaharienne	6,3	6,4	6,0	6,0	6,9	7,0	5,7	1,6	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	Afrique subsaharienne
Chine	9,1	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	<b>10,7</b>	<b>9,0</b>	Chine
Inde	3,8	8,5	7,5	9,5	9,6	9,3	6,8	8,0	<b>8,6</b>	<b>7,8</b>	Inde
Brésil	2,7	1,2	5,7	3,0	4,0	5,7	5,2	-0,6	<b>7,5</b>	<b>4,0</b>	Brésil
Russie	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-7,9	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	Russie
<b>Commerce mondial</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>10,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>14,5</b>	<b>5,0</b>	<b>Commerce mondial</b>

# Zone euro

Dégradation de  
l'évaluation des risques  
pays dans un contexte  
de défiance et  
de désendettement

# Modification d'évaluation risque pays

## Allemagne

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis décembre 2009)

L'amélioration de la situation financière des entreprises pourrait marquer une halte dans un contexte de fort ralentissement de la croissance au cours des prochains mois. Malgré un contexte domestique favorable, la résistance de la demande intérieure ne compensera que partiellement la baisse de régime de la demande extérieure.

#### L'économie a considérablement ralenti et il faudra vraisemblablement patienter au moins jusqu'au printemps 2012 pour voir s'amorcer une reprise

Au 2<sup>ème</sup> trimestre 2011, la croissance de l'économie a été de 0,1% par rapport au trimestre précédent.

Ce résultat découle à la fois d'un recul de la consommation des ménages, sans doute affectés par l'augmentation des prix, et d'une contribution négative du commerce extérieur, les importations ayant augmenté plus rapidement que les exportations. Les importations ont en effet bondi sous l'effet du restockage effectué par les entreprises et des achats d'énergie suite à l'arrêt de réacteurs nucléaires.

Si au troisième trimestre, l'activité devrait avoir un peu progressé, il est possible que la période hivernale s'accompagne d'un léger recul.

Ceci est corroboré par les résultats des dernières enquêtes IFO et Markit/PMI menées en septembre 2011 auprès des entreprises de l'industrie, des

services et de la construction qui témoignent à la fois d'une situation présente toujours favorable et d'une dégradation des perspectives. En effet, si l'activité ne progresse plus, elle reste importante. Par contre, les attentes pour les 6 prochains mois dans l'ensemble des secteurs de l'économie, à l'exception du commerce, ne cessent de se détériorer depuis le début de 2011, ce qui correspond d'ailleurs à la faiblesse des nouvelles commandes.

Le climat des affaires IFO est passé de l'indice 115,4 en février 2011 à 107,5 en septembre. Le solde d'opinions dans l'industrie Markit/PMI est tombé à 50, son plus bas niveau depuis 2 ans, indiquant un équilibre entre opinions positives et négatives. L'enquête ZEW auprès des acteurs du marché financier conclut de son côté à une situation présente jugée bonne ou normale par 95% des sondés et à des perspectives jugées mauvaises par 52%. Malgré leur détérioration, les résultats des enquêtes restent toutefois meilleurs qu'au paroxysme de la crise en 2008-2009.

### **La contribution des échanges extérieurs pourrait devenir légèrement négative**

Les exportations, qui représentent 50% du PIB, seront dans une situation moins favorable. La demande de la zone euro a déjà ralenti, alors que les exportations vers cette zone représentent 21% du PIB. Toutefois, la demande des pays émergents, qui absorbent 37% des exportations allemandes, dont 6% pour la Chine ne devrait que faiblement décélérer, ce qui constituera un matelas notamment pour les producteurs de biens d'équipement. D'un autre côté, les importations ralentiront aussi, mais moins fortement en raison de la résistance de l'investissement et de la consommation. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance pourrait devenir légèrement négative.

### **Dans un contexte budgétaire peu restrictif, permis par un déficit déjà ramené aux environs de 1%, la demande interne devrait mieux résister.**

La fin du restockage et le repli de la dépense publique seront contrebalancés par la résistance de l'investissement et de la consommation privés. L'investissement des entreprises sera soutenu par le taux élevé d'utilisation des capacités de production et les importantes commandes engrangées au cours des mois passés qu'il va falloir honorer. La construction résidentielle devrait confirmer sa reprise modérée entamée en 2010. La décélération des prix, de nouvelles augmentations salariales et la situation toujours favorable de l'emploi limiteront la perte de confiance chez les ménages qui maintiendront leurs

dépenses de consommation. L'enquête réalisée en septembre 2011 par GfK auprès des consommateurs fait d'ailleurs état d'attentes positives concernant l'évolution de leurs revenus ainsi que d'intentions d'achat élevées bien qu'en léger retrait par rapport au mois précédent (Indice composite du climat chez les consommateurs : 5,2 en septembre 2011 contre 4,4 un an auparavant). L'enquête menée par Markit auprès des commerçants confirme cette situation favorable.

### **L'amélioration de la rentabilité des entreprises allemandes va sans doute être stoppée**

Cette interruption interviendrait alors que la rentabilité n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise. Malgré cela, le nombre de faillites et le montant des créances produites lors des procédures ne devraient pas connaître de dérapage, les entreprises étant mieux armées qu'avant la crise et l'activité ne devant pas connaître un creux comparable à celui de 2008-2009. L'accès au financement bancaire n'est jugé restrictif que par 22% des entreprises interrogées (Institut IFO septembre 2011). Cependant, un tournant semble s'amorcer dans l'industrie manufacturière, laissant présager un durcissement de l'accès au crédit.



# Modification d'évaluation risque pays

## Autriche

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis décembre 2009)

L'amélioration de la situation financière des entreprises pourrait marquer une halte dans un contexte de fort ralentissement de la croissance au cours des prochains mois. La demande intérieure, malgré sa résistance dans un contexte budgétaire modérément restrictif, ne pourra pallier la défaillance de la demande extérieure.

#### Après un excellent premier semestre, le second s'annonce sans lustre

Au 2<sup>ème</sup> trimestre 2011, la croissance de l'économie a été de 1% (0,8% au précédent) par rapport au trimestre précédent. Elle a même été de 3,7% (4,2% au précédent trimestre) si on la compare au même trimestre de 2010. A partir du second semestre 2011, l'activité va enregistrer un fort ralentissement du fait d'un environnement extérieur moins porteur. La demande intérieure ne pourra pas pallier cette défaillance. Les dernières enquêtes auprès des ménages et des entreprises font état d'une chute de la confiance. C'est toutefois sans comparaison avec l'abysse de 2008-2009.

#### Les exportations vont pâtir de l'environnement peu porteur

Le pays entretient des liens commerciaux et industriels étroits avec l'Allemagne (les exportations vers ce pays représentent 10% du PIB). A travers l'intégration de produits autrichiens dans les exportations allemandes, l'Autriche profite du dynamisme de la demande des pays émergents. Avec le ralentissement attendu de la demande extérieure, les exportations perdront leur dynamisme. Les importations ralentiront moins fortement, si bien que la contribution des échanges extérieurs à la croissance diminuera. Cependant, le creusement du déficit commercial n'empêchera pas la balance courante de rester largement excédentaire.

#### Les entreprises vont ralentir leurs investissements

La langueur des exportations, la stagnation de la production industrielle et la perte de confiance inciteront les entreprises à renoncer à certains investissements. Elles auront aussi tendance à réduire leurs stocks très largement reconstitués. Les dépenses dans la construction vont rester stables.

#### Le contexte budgétaire reste modérément restrictif.

Suite à des révisions statistiques visant à intégrer les investissements dans les infrastructures ferroviaires, les coûts de fonctionnement des hôpitaux régionaux et ceux associés à la structure de défaillance de KA Finanz, la dette et le déficit publics se sont creusés, tout en restant supportables. Dans ce contexte, un modeste plan d'ajustement budgétaire, reposant sur un accord entre fédération, länder et collectivités locales, a été adopté fin 2010. Il comprend essentiellement l'instauration d'un prélèvement sur les banques et l'augmentation des taxes sur les cigarettes, le fuel et les billets d'avion. Malgré cette modestie, le déficit devrait se réduire à 3% dès 2012.

La réduction du nombre de faillites sera freinée tant par la dégradation de la conjoncture que par le durcissement des conditions d'accès au crédit. Le retour au niveau de défaillances d'avant la crise ne pourra pas donc pas être rejoint cette année.

# Modification d'évaluation risque pays

## Belgique

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis décembre 2009)

L'amélioration de la situation financière des entreprises pourrait marquer une pause dans un contexte de ralentissement de la croissance au cours des prochains mois. La résistance de la demande intérieure ne suffira pas à tempérer totalement la détérioration des échanges extérieurs. La résolution définitive de la crise politique fédérale représente une incertitude, notamment quant à la politique budgétaire.

#### La résistance de la demande intérieure devrait, dans une certaine mesure, tempérer la baisse de régime des exportations

Alors que le premier semestre 2011 a été excellent, le second est marqué par un net ralentissement. L'activité devrait tourner au ralenti jusqu'à la mi-2012. La disparition de la contribution positive du commerce extérieur à la croissance ne sera que partiellement compensée par la résistance de la demande intérieure. Le recul de la confiance des chefs d'entreprise aux 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestres 2011 corrobore ce diagnostic.

Au 1<sup>er</sup> semestre 2011, les exportations ont encore profité de l'essor de l'Allemagne, premier partenaire commercial. Au second semestre 2011, elles vont nettement ralentir avec la conjoncture européenne. Les importations décéléreront moins rapidement du fait de la résistance de la demande intérieure, la contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait ainsi devenir légèrement négative. L'excédent courant persistera mais faiblira.

L'investissement va ralentir, mais modérément. Du côté des entreprises, il sera soutenu par un taux d'utilisation des capacités revenu à sa moyenne historique

ainsi que par leur rentabilité accrue. Du côté des administrations publiques, il bénéficiera de la perspective des élections locales de 2012. Les dépenses dans le logement devraient confirmer leur reprise modérée.

La consommation des ménages progressera plus lentement. L'indexation des salaires devrait partiellement compenser le resserrement des conditions d'accès au crédit et le probable durcissement de la politique budgétaire rendu nécessaire par une dette publique représentant 95% du PIB. L'amélioration de la situation de l'emploi va temporairement cesser.

#### Début de redressement des finances publiques en 2011

Le renflouement de plusieurs banques, le jeu des stabilisateurs automatiques et le plan de relance ont eu un coût important pour les finances publiques. Le déficit a bondi en 2010, tandis que la dette, qui avait été réduite pour ne plus représenter que 90% du PIB contre 138 en 1993, remontait à 96%. Malgré un gouvernement en charge des affaires courantes depuis avril 2010, le programme d'assainissement à moyen terme a commencé avec le budget 2011.

### La résolution de la crise politique conditionne l'assainissement

Des mesures volontaires devront être prises pour atteindre l'objectif d'annulation du déficit en 2015. D'autant plus que le sauvetage de Dexia coûte à l'Etat belge 4 milliards d'euros, au titre de la nationalisation de l'activité belge de banque de détail. Il apporte également sa garantie sur 60% des actifs risqués (estimés à 90 milliards d'euros) qui seront placés dans une structure de défaillance.

Même si les problèmes politiques fédéraux ont peu d'impact sur l'économie et une large part de la politique économique est du ressort des entités fédérées, cela suppose la résolution de la crise politique fédérale. La dette est essentiellement fédérale, tout comme la taxation et la sécurité sociale. Le projet d'accord signé début octobre 2011 entre les partis politiques flamands et wallons, préalable à la formation d'un gouvernement de coalition, porte sur la dévolution de pouvoirs supplémentaires aux entités fédérées, notamment en matière sociale, le transfert

aux régions d'un quart du produit des impôts, la scission de l'arrondissement électoral de Bruxelles-Hal-Vilvorde complétée par un accord judiciaire et un autre sur le financement de Bruxelles par les banlieues. L'adoption de cet accord par le Parlement devrait enfin permettre la formation d'un gouvernement élu et faciliter l'adoption d'un budget 2012 axé sur l'assainissement des finances publiques

### L'amélioration de la situation des entreprises va s'essouffler

Les entreprises ont souffert de la crise. Malgré la stabilisation des charges, cela s'est traduit par une baisse cumulée de 30% de leur résultat moyen d'exploitation en 2008-2009, qui avait, certes, doublé entre 2002 et 2007. Il en a résulté une augmentation annuelle voisine de 10% des défaillances en 2008 et 2009. La progression observée en 2010 du résultat moyen d'exploitation s'est traduite par un lent reflux du nombre de procédures collectives. Le ralentissement conjoncturel pourrait stopper cette amélioration.



# Modification d'évaluation risque pays

## France

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis décembre 2009)

Après une forte croissance au premier trimestre 2011 (+0,9%), le PIB s'est stabilisé au deuxième. L'investissement a ralenti légèrement (+0,9%) et, surtout, la consommation des ménages, qui compte pour 58% du PIB, a commencé à se replier (-0,7%). Les importations ont fléchi (-0,9%) et les exportations ont stagné.

La confiance des ménages et des entreprises a plongé en septembre : le moral des ménages a baissé de 5 points par rapport à juillet, se situant à son plus bas niveau depuis février 2009 ; le climat des affaires a perdu 8 points sur la même période, se situant à 97, en-dessous de sa moyenne de longue période (100) ; enfin, l'indicateur de retournement conjoncturel, en léger repli depuis avril, a basculé nettement en zone défavorable, et ce dans tous les secteurs.

Cette dégradation de la confiance, sur fond de crise de la zone euro, de resserrement de la politique budgétaire et de ralentissement du commerce mondial, laisse augurer une croissance très modeste sur le reste de l'année (de l'ordre de +0,2% au mieux chaque trimestre). L'investissement, qui faisait jusqu'ici preuve de résistance, risque de pâtir de l'attentisme des entreprises dans les trimestres à venir.

Dans ce contexte, nous prévoyons un taux de croissance de 1,7% pour 2011. La consommation des ménages progresserait d'environ 0,7%, la consommation publique, qui représente le quart du PIB, ralentirait encore (+0,8%), de même que les exportations de biens et services (+4,4%). L'hypothèse retenue pour l'investissement est une progression de l'ordre de 3%.

Par ailleurs, les retards de paiement enregistrés par Coface progressent à nouveau, notamment dans le secteur de la construction.

#### Une reprise tirée essentiellement par la demande intérieure en 2010

La consommation privée, restée en territoire positif tout au long de 2009 et 2010, a soutenu l'activité pendant la crise grâce aux amortisseurs sociaux et à un plan de relance. Le regain de la consommation a concerné en 2010 presque tous les postes, en particulier l'alimentation, l'habillement et l'hôtellerie-restauration. Après avoir fortement progressé en 2009, avec l'instauration de la prime à la casse, les achats d'automobiles neuves ont légèrement diminué en 2010,

cette dernière étant devenue moins attractive. L'investissement ne s'est redressé qu'à compter du deuxième trimestre 2010, évoluant de façon relativement heurtée par la suite. La reprise de l'activité a également résulté d'un facteur technique : la réduction du déstockage des entreprises. Les exportations ont contribué au rebond de l'économie mais, la consommation ayant surtout bénéficié aux importations, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été très faible en 2010.

### Une accélération de la croissance au premier trimestre 2011, suivie d'un ralentissement sur le reste de l'année

La croissance devrait être en légère augmentation en 2011, en moyenne, et un rééquilibrage s'opérer au profit de l'investissement. Le PIB a vivement progressé au 1<sup>er</sup> trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la consommation a gagné en dynamisme. Les dépenses d'investissement des entreprises et des administrations publiques ont augmenté. La variation des stocks a également apporté une forte contribution à l'activité. En revanche, le solde commercial s'est dégradé du fait du rebond des importations. La reprise a cependant atteint son pic en début d'année. Au deuxième trimestre, le PIB a stagné. Ce résultat, plus mauvais que prévu, reflète notamment la fin de la prime à la casse - dont les effets de « traine » se sont faits sentir au premier trimestre - et l'absence de variation des stocks. La consommation des ménages a reculé et l'investissement a légèrement décéléré. Dans le même temps, les importations se sont repliées et les exportations ont stagné. La baisse de confiance des ménages et des entreprises au sortir de l'été 2011, sur fond de crise de la zone euro, de resserrement de la politique budgétaire et de ralentissement du commerce mondial, laisse augurer une croissance anémique sur le reste de l'année. L'investissement, qui faisait jusqu'ici preuve de résistance, pourrait pâtir d'un attentisme des entreprises.

### Une position financière encore fragile et une perte de parts de marché

Les entreprises n'ont pas restauré leur situation financière d'avant la crise de l'automne 2008 et leurs capacités d'autofinancement. Or, alors qu'elles restent fragiles, les conditions du crédit pourraient à nouveau

de se durcir. Sur un plan plus structurel, les entreprises françaises sont globalement peu innovantes et n'exportent pas assez, plus par manque d'ambition que pour des raisons de compétitivité. Peu présentes sur les marchés émergents, elles profitent insuffisamment du dynamisme économique de ces derniers. En dépit d'une compression des marges bénéficiaires, l'industrie a ainsi perdu des parts de marché.

### Une baisse des défaillances qui se poursuit mais une détérioration des comportements de paiement et un repli des créations d'entreprises

Après avoir amorcé un recul à l'été 2009, les incidents de paiement enregistrés par Coface sont retombés à un faible niveau en fin d'année 2010. On constate toutefois, depuis le début de 2011, une progression des retards de paiement, notamment dans le secteur de la construction. Par ailleurs, le niveau des défaillances d'entreprises reste encore élevé, comparé aux années d'avant crise, mais le repli, amorcé depuis le mois de septembre 2010, se poursuit. La baisse du nombre des faillites a atteint 3,4% sur l'année 2010 et 3,5% au premier semestre 2011 sur 12 mois. Le coût de ces défaillances pour les fournisseurs, en décline depuis l'automne 2009, a plus fortement diminué encore. Ce recul était de 11% au premier semestre 2011 sur 12 mois, après avoir atteint 22% en 2010. Toutefois, cinq secteurs n'enregistrent pas une baisse de leurs défaillances dont les moyens de transport, l'agroalimentaire et la distribution. En revanche, la pharmacie, l'énergie et l'agriculture-pêche, qui étaient les plus affectés il y a un an, affichent de fortes baisses. Parallèlement, le repli des créations d'entreprises, observé depuis le second semestre 2010 (-5% sur un an), s'accélère au premier semestre 2011 (-20%).

# Modification d'évaluation risque pays

## Pays-Bas

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis décembre 2009)

Après de bons résultats au premier trimestre 2011, l'activité a fortement ralenti au deuxième. L'investissement a marqué le pas et la consommation a reculé pour le deuxième trimestre consécutif. La croissance devrait demeurer faible sur le reste de l'année en raison de l'érosion de la confiance des consommateurs et des industriels, des effets de richesse négatifs découlant du recul des prix de l'immobilier et des cours boursiers, de l'austérité budgétaire et de la diminution de la demande étrangère. La contribution du commerce extérieur à la croissance restera toutefois légèrement positive du fait du ralentissement des importations. La croissance attendue cette année est de 1,7%.

#### La croissance a sensiblement ralenti au deuxième trimestre 2011

L'activité s'est redressée en 2010 grâce à la reconstitution des stocks, au rebond des exportations et à un léger raffermissement de l'investissement. La reprise de la consommation des ménages est néanmoins restée handicapée par la baisse des revenus disponibles, en partie liée aux problèmes de solvabilité rencontrés par les organismes de retraite qui ont été contraints de relever les cotisations et de réduire leurs prestations. Grâce aux bons résultats du premier trimestre, dont un renforcement de l'investissement, la croissance devrait demeurer positive en 2011. L'activité a cependant fortement ralenti au deuxième trimestre, l'investissement marquant le pas et la consommation reculant pour le deuxième trimestre consécutif. L'activité devrait rester faible sur le reste de l'année en raison de l'érosion de la confiance des consommateurs et des industriels, des effets de richesse négatifs découlant du recul des prix de l'immobilier et des cours boursiers, de l'austérité budgétaire et de la diminution de

la demande étrangère. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait néanmoins rester légèrement positive sur l'année du fait du ralentissement des importations et le pays devrait continuer à dégager un excédent courant confortable (de l'ordre de 7% du PIB). Son niveau de compétitivité apparaît, dans ces conditions, toujours très acceptable.

#### Un secteur privé convalescent et des finances publiques en voie de redressement

Le pays s'est montré vulnérable à la crise internationale compte tenu de son important secteur bancaire et de son ouverture commerciale et financière. Fortement exposées, notamment aux subprimes américains, les banques ont subi de lourdes pertes, nécessitant une intervention massive de l'Etat sous forme d'injections de capital, de nationalisations et d'octroi de garanties publiques. Les entreprises ont abordé la crise dans une position relativement solide. Mais cela ne les a pas empêchées de souffrir du retournement de la conjoncture et de leur forte dépen-

dance à l'égard des financements bancaires, devenus plus rares, comme en témoigne l'explosion des faillites en 2009 (+74%). Les défaillances ont toutefois diminué en 2010 (-10%) et au premier semestre 2011 (-8% sur un an). Par ailleurs, du fait des mesures de soutien à l'économie et de la baisse des recettes fiscales, les finances publiques se sont retrouvées dans le rouge. Le déficit s'est légèrement accru en 2010 du fait du maintien d'une politique de stimulation de la croissance et de la hausse du taux de chômage. Ce dernier (moins de 5% de la population active) se

compare toutefois favorablement aux niveaux atteints ailleurs en Europe. Les mesures gouvernementales destinées à assainir les comptes publics à compter de 2011 sont essentiellement axées sur la réduction des dépenses (durcissement des conditions d'éligibilité aux prestations sociales, réduction des effectifs de la fonction publique). Le gouvernement table également sur une légère augmentation des recettes issues de l'exportation du gaz naturel. Le poids de la dette publique s'est légèrement accru (63% du PIB en 2010) mais reste inférieur à la moyenne européenne.



# Modification d'évaluation risque pays

## Italie

### Mise sous surveillance négative de l'évaluation risque pays A3 (depuis mars 2009)

La reprise a donné des signes d'essoufflement dès la seconde partie de 2010, la tendance se poursuivant au premier trimestre 2011 (+0,1%). Bien que la croissance se soit légèrement accélérée au deuxième trimestre (+0,3%), du fait d'un rebond de la production industrielle, une stagnation de l'économie est prévisible au second semestre 2011. En moyenne, la progression du PIB devrait être ramenée à 0,6% cette année, après +1,2% en 2010. La demande étrangère devrait faiblir du fait des politiques d'austérité mises en œuvre au sein de la zone euro et les exportations ralentir. Le revenu des ménages sera affecté par la faiblesse du marché du travail et l'inflation. Les récentes tensions sur les marchés financiers accroîtront les coûts de financement des entreprises. Bien évidemment, les mesures d'austérité budgétaire adoptées au cours de l'été 2011, centrées sur l'alourdissement des prélèvements, pèseront sur la consommation privée et l'investissement. Des mesures supplémentaires ne sont d'ailleurs pas à exclure, en cas de nouvelle attaque des marchés sur la dette italienne.

Les enquêtes de confiance reflètent ces développements attendus. Ainsi, en septembre, l'indice du climat des affaires de l'Istat est tombé à son plus bas niveau depuis 20 mois.

Enfin, les retards de paiement recensés par Coface sont en augmentation.

#### Une croissance affaiblie par la langueur de l'ensemble de l'économie

En 2011, la croissance, déjà modeste en 2010, ralentira. Le sursaut observé au deuxième trimestre 2011 (+0,3% par rapport au trimestre précédent) mis à part, la reprise s'étiole depuis le second semestre 2010. Le second semestre 2011 et le 1<sup>er</sup> semestre 2012 devrait confirmer l'absence de dynamisme. La crise semble avoir durablement affaibli le potentiel de l'économie. Les éléments jusque là porteurs, les exportations et l'investissement, vont connaître un accès de faiblesse.

Malgré quelques gains de compétitivité induits par la faible progression des coûts salariaux, le ralentissement de la conjoncture chez les principaux partenaires commerciaux pèsera sur les exportations.

Les importations ralentiront aussi, particulièrement en cas de baisse du coût de l'énergie importée.

La contribution des échanges extérieurs à la croissance, de négative, deviendra neutre. Les déficits extérieurs persisteront.

L'investissement des entreprises, déjà modérément dynamique, perdra de son allant. Déjà contraint par des excès de capacités et une situation financière des entreprises non encore revenue à la normale, il sera entravé par le durcissement de l'accès au crédit et par l'assombrissement des perspectives. L'investissement dans le logement devrait mieux résister du fait de l'endettement réduit des ménages et des besoins importants, alors que celui des collectivités publiques devrait stagner du fait du resserrement budgétaire.

La consommation des ménages restera atone. Le chômage dépassera encore les 8%, car les entreprises vont rétablir les heures travaillées à un niveau normal avant d'embaucher. Le revenu disponible réel progressera peu compte tenu de la persistance de l'inflation, de la sortie progressive de salariés du dispositif d'indemnisation du chômage partiel (Cassa Integrazione Guadagni) et du gel des rémunérations publiques. De plus, les revenus tirés de l'activité informelle peineront à repartir.

### **Inquiétudes persistantes concernant les finances publiques, malgré les restrictions budgétaires**

Durant la crise, les autorités, conscientes du niveau déjà élevé de la dette (119% en 2010), ont mené une politique de relance prudente. Le déficit n'a pas excédé 5% du PIB et devrait retomber à moins de 4% en 2011 et à 3% dès 2012, avec un excédent primaire de 2%. Cependant, sous la pression des marchés et de la Banque centrale européenne, deux plans d'économies ont été successivement adoptés au cours de l'été 2011 avec comme objectif le retour à l'équilibre dès 2013. En plus du gel des salaires publics, ils prévoient une hausse de 1% de la TVA, un prélèvement sur les revenus supérieurs à 300000 euros, une taxation accrue des revenus financiers, du tabac et des jeux, une baisse du niveau des retraites, un report de l'âge de départ à la retraite pour les femmes. Une diminution des transferts aux régions et aux municipalités, des économies sur les dépenses de santé et sur le fonctionnement des administrations sont aussi prévues. La lutte contre la fraude sera accentuée. Malgré ces mesures et la modicité du déficit, l'agence de notation Standard & Poor's a abaissé d'un cran la note souveraine à A en maintenant une perspective négative. Au-delà de l'énormité de la dette, l'agence

est inquiète du faible potentiel de croissance à long terme de l'économie italienne qui va ralentir le désendettement. Elle doute de la capacité du pays à adopter toutes les réformes structurelles nécessaires. Les revers politiques subis par Silvio Berlusconi et sa coalition en mai et à l'été 2011 (perte de son fief de Milan, écrasante majorité de la population ayant votée non au référendum sur l'eau, le nucléaire et la justice), sans compter les ennuis judiciaires du Premier Ministre et d'autres personnalités, pourraient effectivement ralentir le rythme des réformes et déboucher sur des élections (normalement prévues en 2013) anticipées.

### **Situation financière des entreprises toujours fragile**

Le pays affiche traditionnellement des indices d'impayés supérieurs à la moyenne et, bien qu'en amélioration, la situation financière des entreprises reste, dans l'ensemble, fragile. Après une progression de 25,5% en 2009 et de 19,8% en 2010, les faillites augmentaient encore de 10% au 1<sup>er</sup> semestre 2011. Le renouvellement des lignes de crédit est à la fois plus onéreux et plus laborieux de la part de banques soucieuses d'augmenter leur rentabilité dans la perspective du relèvement de leurs ratios de capitalisation. Les PME, déjà très malmenées par la crise, sont les premières concernées. Certains secteurs continuent de bien se porter, comme l'agroalimentaire, la pharmacie et l'informatique.

D'autres semblent être sortis des graves difficultés engendrées par la crise, comme la métallurgie, les équipements électriques, les machines et le textile. D'autres, enfin, restent en convalescence comme le bois, le papier, l'imprimerie, la transformation du caoutchouc et du plastique ou encore les équipements de transport.

# Modification d'évaluation risque pays

## Portugal

### Mise sous surveillance négative de l'évaluation risque pays A4 (depuis juin 2011)

Le durcissement des mesures d'austérité budgétaire laisse augurer une récession de l'ordre de 2% cette année. Le pays a replongé dans le marasme, le PIB affichant des contractions de 0,5% et 0,9% sur un an aux premier et deuxième trimestres. La demande intérieure est en chute libre. Seules la diminution des importations et la bonne tenue des exportations empêchent une contraction de l'activité plus sévère encore. Les indicateurs concernant la consommation des ménages et l'investissement ont continué à se détériorer au début du second semestre.

Cette tendance devrait se poursuivre compte tenu d'une pression accrue de la fiscalité, dans un contexte déjà marqué par le niveau élevé de l'endettement des ménages, un taux de chômage important et un crédit atone.

Les impayés enregistrés par Coface sont en forte augmentation.

#### Une économie qui replonge dans la récession en 2011 du fait du durcissement de l'austérité

La hausse de la taxation, la réduction des transferts sociaux et des salaires dans la fonction publique, de même que des conditions de crédit plus restrictives, ont pesé négativement sur la demande intérieure dans la seconde moitié de l'année 2010, entraînant une baisse de l'activité économique dès le dernier trimestre.

Le durcissement des mesures d'austérité budgétaire replonge l'économie dans la récession en 2011.

Le PIB a reculé au premier et au deuxième trimestre sur un an. La demande intérieure est en chute libre. Seules la diminution parallèle des importations et la bonne tenue des exportations empêchent une contraction de l'économie plus sévère encore. Le recul de la consommation des ménages est désormais sensible tandis que la contraction de l'investissement s'accélère. Les indicateurs concernant la demande

intérieure ont continué à se détériorer en juillet-août 2011. Seules les exportations et l'activité touristique ont conservé un trend positif. Ces tendances devraient se poursuivre au cours des prochains trimestres compte tenu notamment d'une pression accrue de la fiscalité. Dans un contexte déjà marqué par le niveau élevé de l'endettement des ménages et un taux de chômage important (12% de la population active), la consommation continuera à se contracter. Une demande en berne, un crédit atone, une faible profitabilité et une faible capacité d'autofinancement des entreprises ne laissent guère augurer un redressement de l'investissement. En outre, la demande étrangère devrait connaître un léger tassement. Toutefois, du fait de la contraction des achats à l'étranger, la contribution du commerce extérieur à la croissance restera fortement positive. Le déficit courant pourrait être ramené à un peu moins de 7% du PIB en 2011, après plus de 10%, en moyenne, en 2009 et 2010.

### **Des déséquilibres macroéconomiques qui ont contraint le pays à faire appel à l'aide internationale**

Les mesures initiales de soutien à la croissance et la récession ont entraîné un creusement du déficit budgétaire et une hausse prononcée de la dette publique, à plus de 90% du PIB en 2010. Le pays a pris des mesures d'assainissement plus rapidement que la Grèce et son secteur bancaire n'a pas subi de pertes liées à l'explosion d'une bulle immobilière, à la différence de l'Irlande. Cependant, les tensions se sont fortement accrues sur le marché de la dette portugaise, dont les taux d'intérêt ont atteint des niveaux record. Après la Grèce et l'Irlande, déjà secourues par l'Europe et le FMI en 2010, le Portugal s'est vu contraint de recourir à l'aide extérieure. Le pays a obtenu un prêt de 78 Mds € sur trois ans (52 Mds de l'Union européenne et 26 Mds du FMI). Il a passé avec succès l'examen de sa politique budgétaire par les bailleurs de fonds internationaux en août dernier, ce qui permet le déblocage d'une troisième tranche d'aide. En dépit de certaines avancées, l'économie reste handicapée par une faible productivité, un manque de compétitivité et un niveau général d'endettement élevé. Les rigidités du marché du travail, une réglementation pesante, l'insuffisance de concurrence et un manque de qualification de la main d'œuvre expliquent la faiblesse de la productivité. Conjugée à une forte progression des salaires, celle-ci a entraîné une perte de compétitivité. Le pays a cédé des parts de marché et affiche l'un des déficits courants les plus élevés de la zone. Le poids de sa dette extérieure, comme celui de la dette des ménages et des entreprises, s'est fortement alourdi. Les banques sont devenues dépendantes des financements de la BCE et ont sensible-

ment accru leurs détentions de titres de la dette publique. La détérioration de la situation économique et financière s'est doublée d'une crise politique.

Le refus de l'opposition d'entériner un nouveau plan de rigueur a, en effet, entraîné la démission du premier ministre socialiste. Les élections de début juin 2011 ont vu la victoire du centre-droit, à qui il appartient de poursuivre le programme d'austérité et de mettre en place les réformes, au risque de fragiliser la cohésion sociale.

### **Des entreprises fragilisées**

Les impayés enregistrés par Coface sont en augmentation sensible et la progression des faillites s'accélère. Les secteurs les plus touchés sont ceux de la confection, du textile, du cuir, de la construction et de l'ameublement. L'activité dans la construction continue de décroître et le commerce de détail continue d'enregistrer une baisse de son chiffre d'affaires en dehors de la distribution alimentaire. Le textile voit sa production décroître tendanciellement. Il devra continuer d'investir dans de nouvelles technologies et méthodes de production afin de résister à la concurrence indienne et chinoise. L'agroalimentaire, le principal secteur industriel du pays, semble, quant à lui, plutôt bien résister à la crise. D'importants efforts de modernisation et d'innovation ont été entrepris. Le secteur a la capacité d'explorer de nouveaux marchés et de s'ajuster. Toutefois, il reste très atomisé, dépendant des matières premières et doit faire face à la pression de la grande distribution. Enfin, dans le secteur automobile (filiales de groupes étrangers) les perspectives à l'export (97% de la production) sont plutôt favorables, mais les ventes domestiques vont souffrir de la récession.

# Modification d'évaluation risque pays

## Chypre

### Déclassement de l'évaluation risque pays A4 (depuis juin 2011) en B

La reprise est atone en raison du dégonflement durable de la bulle immobilière qui affecte les ménages et les banques chypriotes. Ces dernières sont en outre exposées au souverain grec et aux risques de défaut accru des ménages et entreprises helléniques, qui captent un large part des crédits chypriotes.

#### Reprise freinée par un niveau élevé d'endettement privée et des finances publiques fragilisées

En 2011, la croissance restera atone à 0,3%. Elle ne retrouvera pas au cours des prochaines années la moyenne de 4% de la période 2004-2008.

Ces années de surchauffe, financées par le recours à l'endettement privé qui a atteint 280% du PIB en 2009, se sont soldées par l'éclatement de la bulle immobilière auxquels les banques et les ménages ont été fortement exposés. La hausse du chômage, le resserrement du crédit et le poids de la dette des ménages pèseront ainsi sur la consommation privée. L'investissement restera faible en raison de la difficile reprise du marché de l'immobilier et de la construction. Les secteurs pharmaceutique et de la chimie continueront de subir une érosion de leur compétitivité. Le secteur touristique, qui pâtit de la dégradation des infrastructures, pourrait toutefois bénéficier de la désaffection des touristes pour les pays du Maghreb.

Par ailleurs, les dépenses publiques seront contraintes par la faiblesse des recettes fiscales et les mesures engagées depuis 2010 pour réduire le déficit public.

Les cotisations de retraite ont été relevées en 2009, la TVA à 15% sera relevée de 1 point en 2011, cependant il est peu probable que le gouvernement procède à l'augmentation du taux d'impôt sur les sociétés (10%) qui risquerait de remettre en cause la position du pays en tant que plateforme régionale de services aux entreprises. Aussi, à terme, en l'absence d'une réorientation du régime de croissance fondé sur un faible taux d'imposition, le déficit budgétaire devrait continuer à croître et la dette publique pourrait dépasser dès 2011 la barre des 60% du PIB. En outre, l'exposition du secteur bancaire au risque grec, qui s'élève à 1,7 fois le PIB, pourrait se solder, en cas de défaut grec, par un coût supplémentaire pour l'Etat chypriote de 10% du PIB par an au cours de trois prochaines années pour recapitaliser le système bancaire.

#### Des vulnérabilités croissantes dans le secteur financier

Le système bancaire chypriote a mieux résisté à la crise que ceux des autres pays de la zone euro. En 2010, les banques sont restées rentables avec un bon niveau de capitalisation et des ratios de liquidité confortables. Toutefois, ce secteur présente des risques en raison de sa taille et de sa concentration,

relativement importantes pour l'économie chypriote. En effet, le total des actifs du secteur s'élève à plus de 8 fois le PIB du pays. Par ailleurs, la forte exposition du secteur bancaire à l'économie grecque est une source importante de vulnérabilité. Les banques commerciales chypriotes détiennent des obligations émises par l'Etat et les banques grecques, à hauteur de 6,4 Mds de dollars soit 35% du PIB. En outre, elles prêtent aux ménages et aux entreprises helléniques, via leurs filiales et succursales. Fin 2010, les trois plus grandes banques commerciales chypriotes avaient une exposition à la Grèce qui s'élevait jusqu'à 53% de l'actif, dont 23 milliards d'euros de prêts concédés aux ménages et entreprises grecques. 40% des crédits alloués par les banques chypriotes le sont à des ménages et des entreprises grecques. Le système bancaire chypriote apparaît donc particulièrement fragilisé par la poursuite de la récession en Grèce et fait face par ailleurs à un risque de restructuration de la dette publique grecque et à un ralentissement marqué de l'activité en Grèce. En outre, les banques commerciales et le réseau coopératif mutualiste sont également exposés au ralentissement des secteurs domestiques de l'immobilier et de la construction. Dans cette perspective, la situation du secteur devrait sensiblement se détériorer en 2011 en dépit des mesures prises tardivement par les autorités de supervision visant notamment les niveaux de réserve obligatoire.

### **Un très lent processus de négociation pour la réunification**

Les négociations en vue de la réunification de l'île, qui ont redémarré en septembre 2008, ont fait peu de progrès. La partie nord de l'île demeure occupée par 25000 soldats turcs. Malgré les négociations engagées sous la houlette des présidents grec et turc, il reste beaucoup à faire pour aplanir les divergences (partage du pouvoir, règlement du dossier des propriétés spoliées). En outre, depuis la victoire à l'élection présidentielle chypriote turque d'avril 2010 de Dervish Eroglu, leader du parti nationaliste, il est peu probable que le processus de réunification aboutisse à court terme. Et ce, en dépit des efforts déployés par le président chypriote grec actuel, Demetris Christofias, qui prépare son pays à prendre la présidence de l'UE au deuxième semestre 2012.



# Modification d'évaluation risque pays

## Grèce

### Déclassement de l'évaluation risque pays de B (depuis juin 2011) en C

La Grèce restera en récession en 2011 pour la troisième année consécutive (-5%). La contraction du PIB s'est chiffrée à plus de 7% sur un an au deuxième trimestre 2011, après plus de 8% les deux trimestres précédents. La consommation et l'investissement continuent à chuter et les exportations reculent légèrement, même si le commerce extérieur contribue positivement à l'activité du fait de la forte contraction des importations. La demande intérieure restera affectée dans les trimestres à venir à la fois par la baisse des revenus réels des ménages, la montée du chômage, une taxation accrue et le durcissement de la politique de crédit des banques. Le ralentissement dans l'UE continuera à peser sur les ventes à l'étranger. Les retards de paiement enregistrés par Coface sont en progression notable au premier semestre 2011. Par ailleurs, les relations se sont tendues entre la Grèce et les bailleurs de fonds internationaux, qui lui reprochent des délais trop longs de mise en œuvre des mesures budgétaires et des privatisations. Le déblocage de la sixième tranche du prêt accordé à la Grèce en 2010 par le FMI et l'UE est pour le moment reporté. La trajectoire de la dette publique menace d'échapper à tout contrôle et un défaut de l'Etat grec est désormais fortement redouté.

#### Un risque de défaut de l'Etat grec élevé

La crise financière a mis en lumière l'insoutenabilité du régime de croissance, fondé sur un gonflement des dettes publique et privée. Les doutes des investisseurs sur la capacité de paiement de l'Etat grec ont nécessité la mise en place d'un premier plan de sauvetage de 110 Mds d'euros en mai 2010. Des mesures budgétaires drastiques et des réformes structurelles l'accompagnent (ces dernières concernent le régime des retraites, le marché du travail et la refonte de la fiscalité afin d'améliorer la collecte de l'impôt et de réduire le poids de l'économie grise). Cependant, ce plan n'a pas suffi, le pays n'étant pas en mesure de revenir sur les marchés, comme prévu, en 2012.

L'aggravation de la situation économique, financière et sociale a porté les taux longs obligataires à des niveaux records et le scepticisme gagne de plus en plus les créanciers, alors que les autorités européennes peinent toujours à mettre en œuvre les mesures arrêtées lors du Sommet européen du 21 juillet 2011, dont un nouveau plan d'aide de l'ordre de 160 Mds € à la Grèce, y compris une participation des créanciers privés impliquant, à ce stade, une décote de 21% sur les titres de dette souveraine grecque. Les relations se sont tendues entre la Grèce et les bailleurs de fonds internationaux, qui lui reprochent des délais trop longs de mise en œuvre des mesures budgétaires et des privatisations, et le déblocage de la sixième tranche du prêt accordé à la Grèce en 2010 a été reporté.

En outre, la récession, pire que prévu, accroît davantage le déficit public. La trajectoire de la dette publique menace ainsi d'échapper à tout contrôle. Dans ce contexte, un défaut plus ample de l'Etat grec est largement anticipé. Même s'il est « ordonné », les banques et investisseurs grecs y résisteront difficilement.

### Une récession qui se prolonge

En 2010, le recul de l'activité s'est amplifié sous l'effet conjugué de la dépression des demandes interne, externe et publique. La récession se poursuit en 2011, la contraction du PIB atteignant 7,3% sur un an au deuxième trimestre, après 8,1% au premier et 8,8% au quatrième trimestre 2010. La consommation privée et l'investissement continuent à chuter. Les exportations reculent légèrement depuis le début de l'année mais le commerce extérieur contribue toujours positivement à l'activité du fait de la forte contraction des importations. La consommation devrait reculer de près de 7% en 2011 sous l'effet de la baisse des revenus réels, de la hausse des impôts et de la montée du chômage. Parallèlement, la baisse de la confiance des entreprises, une taxation accrue de ces dernières et le durcissement de la politique de crédit des banques, confrontées elles-mêmes à un manque de liquidité et à la hausse des créances douteuses, entraîneront une contraction à deux chiffres de l'investissement, pour la troisième année consécutive. Le ralentissement dans l'UE (plus de 60% des débouchés) pèsera sur les exportations. Le contenu de plus en plus technologique de ces dernières constitue un atout. Néanmoins, la part des produits manufacturés reste modérée, le pays fournissant également des produits alimentaires et de produits chimiques. L'important secteur du tourisme

devrait, quant à lui, bénéficier de la détérioration de la situation politique en Afrique du Nord. Au total, le déficit courant devrait continuer à se contracter (8% du PIB prévus en 2011), sous l'effet, principalement, de la faiblesse des importations.

### Des entreprises confrontées à des difficultés de financement

Les entreprises sont affectées par le contexte économique et financier tendu, par la réduction des commandes publiques et par la hausse de la pression fiscale. Les retards de paiement sont en progression notable au premier semestre 2011. Les secteurs de la construction et du commerce de détail sont particulièrement fragilisés par la détérioration de la demande interne. Le transport maritime reste un point fort de l'économie. Les entreprises redoutent une pénurie de financement. En effet, les banques grecques sont peu enclines à distribuer des crédits tant aux ménages qu'aux entreprises, et ce d'autant plus qu'elles ont été très généreuses dans la période d'euphorie : le crédit aux entreprises a connu un pic de progression annuelle de 25% en octobre 2008. Il s'est contracté de 7% sur un an au premier semestre 2011.

# Pays hors zone euro

Recrudescence  
attendue des faillites  
aux Etats-Unis alors  
que l'Islande renoue  
avec la croissance

# Modification d'évaluation risque pays

## Etats-Unis

### Levée de la surveillance positive sur l'évaluation risque pays A2 (depuis mars 2010)

La croissance en 2011 a été révisée à la baisse à 1,7%. L'activité s'est significativement essouffée au 2<sup>ème</sup> trimestre et les données macroéconomiques qui sont sorties en septembre, en particulier celles relatives à la confiance des chefs d'entreprises et des ménages indiquent que l'activité restera très morose sur la seconde partie de l'année. Par ailleurs, l'affrontement idéologique entre Démocrates et Républicains devrait empêcher le vote par le Congrès de la totalité du Plan Emploi annoncé par Barak Obama, contraignant la croissance en 2012.

#### La croissance décevante au premier semestre 2011

La croissance a été soutenue en 2010 par les politiques budgétaire et monétaire très réactives. Elle s'est établie à 2,9%, tirée par la consommation des ménages, la reconstitution des stocks et l'investissement en équipements. Mais des tendances lourdes ont perduré tout au long de l'année dernière, se prolongeant au 1<sup>er</sup> semestre 2011. La croissance a ralenti aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>ème</sup> trimestres (+0,4% et +0,2% t/t), ce qui entraîne une révision à la baisse de la croissance pour 2011 de 2,2% en juin à 1,7%.

#### Baisse de la confiance des ménages et des entreprises

La croissance au 1<sup>er</sup> semestre a été soutenue par l'accord conclu à la fin de l'année dernière (900 milliards de dollars) entre le Parti Républicain et l'Administration

Obama. Ce stimulus, qui s'adresse à la fois aux ménages et aux entreprises, vient compléter les mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire de la Fed, le QE2 (quantitative easing) qui a expiré le 30 juin dernier. Les données macroéconomiques qui sont sorties depuis cette date, le bras de fer qui a opposé cet été les Républicains et les Démocrates autour du relèvement du plafond de la dette fédérale et la dégradation par S&P de la note triple A du pays ont affecté la confiance des ménages et des entreprises, au plus bas depuis 2009. D'autres facteurs continuent de peser sur l'activité : fin de la phase de restockage, marché de l'emploi toujours mal orienté, profonde morosité du marché immobilier, désendettement des ménages américains (qui est passé de plus de 131% du revenu disponible en 2008 à 114% en 2011) et maintien du niveau de leur épargne autour de 5% du RD. Les ménages restent donc

prudents dans leurs dépenses, tant que ne sont pas clairement connues les mesures destinées à assainir les finances publiques. Dans ce contexte, l'investissement résidentiel ne se redresse pas, les stocks de logements, qui affichent certes une baisse sensible (de 7,5 mois en janvier à 6,6 mois en août), sont susceptibles d'augmenter avec la reprise des saisies immobilières par les banques. Cette situation continue de peser sur les prix, ce qui limite la flexibilité géographique de la main-d'œuvre, les crédits hypothécaires restant supérieurs à la valeur du patrimoine. Confortées par la hausse de leurs profits et les crédits d'impôts, les entreprises poursuivent leurs investissements en équipements, mais avec prudence tant que la demande n'est pas réellement repartie. Les créations d'emplois restent insuffisantes et le taux chômage élevé (supérieur à 9%). De leur côté, les exportations bénéficient d'un dollar faible, même si le billet vert pourrait s'apprécier de nouveau en raison de son rôle de valeur refuge. Les exportations sont également soutenues par la demande asiatique (20%). Cela compense le ralentissement attendu des commandes en provenance des pays avancés, qui constituent la majorité des débouchés. La contribution du commerce extérieur demeurera faible mais stable.

La Fed a annoncé le 21 septembre des nouvelles mesures de politique monétaire d'un montant de \$400 Mds qui seront en vigueur jusqu'au 30 juin 2012. Par la vente d'obligations du Trésor qu'elle détient dans son portefeuille (maturité résiduelle comprise entre 3 mois et 3 ans) et l'achat de titres (maturité entre 6 et 30 ans), la Fed a pour objectif de faire baisser la courbe des taux d'intérêt, affaiblissant ainsi les rendements futurs des placements dans le but d'inciter les ménages et les entreprises à davantage dépenser. La Fed a également prévu un volet de soutien au secteur immobilier.

L'Administration Obama, quant à elle, a proposé un vaste plan emploi de \$447 Mds pour 2012, susceptible d'augmenter le pouvoir d'achat des ménages (reconduction de l'extension à 99 semaines des indemnités chômage, réduction des cotisations salariales) et de favoriser la création d'emplois (allègement des charges patronales et financement de projets d'infrastructure). Alors que le débat sur la réduction du déficit public se poursuit avec des positions idéologiques diamétralement opposées, les chances de voir ce plan voté par le Congrès dans sa totalité restent minces.

### **Les PME fragilisées par la forte exposition des banques régionales à l'immobilier**

Selon la Fed, la trésorerie des (grandes) entreprises américaines s'élevait en 2010 à 2 trillions de dollars, record non atteint ces trois dernières décennies. Mais cet essor relève davantage de la chute des coûts unitaires et de la décélération de l'investissement que de la hausse du chiffre d'affaires. La situation des petites et moyennes entreprises est tout autre. Fragilisées par le ralentissement des ventes, elles ont peu recours au crédit bancaire. Ce dernier n'a pas vraiment redémarré, en partie faute d'une demande significative mais aussi en raison du bilan fragile de nombre de banques régionales, interlocuteurs financiers des PME américaines. Le nombre des faillites des entreprises a diminué fortement au premier semestre 2011, comparé à la même période de 2010 (-15,1%) mais le niveau est néanmoins encore très élevé (+74% par rapport à 2007). L'expérience de paiement de Coface sur les entreprises américaines reste bien orientée.



# Modification d'évaluation risque pays

## Islande

### Mise sous surveillance positive de l'évaluation risque pays A4 (depuis mars 2009)

L'accord signé avec le FMI en 2008 a été un succès : la croissance devrait s'établir à 2,5% cette année, soutenue par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Par ailleurs, la dette extérieure du pays, même si elle demeure élevée, s'est considérablement améliorée. Le secteur bancaire a été également assaini, et le dossier qui opposait le pays à ses partenaires britanniques et hollandais a été résolu.

#### Une crise économique et financière majeure

L'Islande a traversé une crise financière majeure, avec un choc de croissance de plus de 10 points entre 2007 et 2010 : le revenu disponible des ménages a chuté, leurs actifs patrimoniaux et financiers se sont fortement détériorés et le chômage est passé de 1% de la population active en 2007 à plus de 8% en 2010. L'investissement des entreprises s'est écroulé de plus de 50% sur la seule année 2009. Les exportations en revanche ont profité de la forte dépréciation de la couronne islandaise en 2008 et en 2009. Pour faire face à ces difficultés, l'Islande a eu recours au FMI dès 2008. L'accord signé a expiré le 31 août dernier.

#### Retour de la croissance en territoire positif

Le constat est celui d'un succès. L'objectif d'assainissement des finances publiques a été atteint, le déficit public passant de 8,6% du PIB à 4% et la dette publique (100% du PIB) est programmée pour commencer à se réduire à partir de l'année prochaine. La dette extérieure reste certes élevée (251% du PIB), mais a fortement décliné (elle s'élevait à 564% du PIB en 2008). Grâce aux contrôles de capitaux, le taux de

change de la couronne islandaise s'est stabilisé et la devise devrait que faiblement se déprécier avec la levée progressive de ces contrôles. L'inflation, qui semblait en passe d'être maîtrisée au début de l'année (1,9% contre 12% en 2008), est repartie à la hausse (5% en juillet), en ligne avec la progression des prix des matières premières. La Banque centrale a donc resserré sa politique monétaire, pour la première fois depuis la crise en août dernier (taux directeur à 4,5%). Les trois principales banques (Glitnir, Kaupthing et Landsbanki) ont été restructurées et recapitalisées : les deux premières, rebaptisées Islandsbanki et Arion, sont détenues par leurs créanciers et la troisième est publique à 80%. La croissance en 2011 devrait revenir en territoire positif : une progression de 2,5% est attendue, tirée par la consommation des ménages et par l'investissement des entreprises. La progression des exportations sera modeste, alors que celle des importations repartira plus vivement en ligne avec la demande intérieure. La balance courante redeviendra excédentaire autour de 2,2% du PIB, après avoir affiché plusieurs années de suite un déficit oscillant entre 10% et 20% du PIB.

## La reprise favorisée par la résolution du dossier Icesave

Par ailleurs, le dossier litigieux concernant la banque numérique Icesave (filiale de la banque Landsbanki) a été résolu. Il opposait l'Islande au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Ces derniers exigeaient de l'Islande le remboursement des dépôts des ressortissants britanniques et hollandais lésés par la faillite d'Icesave. Deux accords ont été rejetés à l'occasion de deux référendums en mars 2010 et en avril 2011. La maison mère, la Banque Landsbanki, peut-être sous la pression de partenaires de l'Islande, a donc annoncé début septembre qu'elle disposait des fonds nécessaires au remboursement sans mettre les finances publiques à contribution.



# Asie émergente

Stabilisation de la  
situation politique  
en Thaïlande

# Modification d'évaluation risque pays

## Thaïlande

### Levée de la surveillance négative (depuis mars 2009) sur l'évaluation risque pays A3

**Stabilisation de la situation politique suite aux élections et bonne résistance de l'économie aux turbulences économiques et financières mondiales**

#### Stabilisation de la situation politique après les élections de juillet 2011

Le parti Puea Thai de Yingluck Shinawatra, sœur de l'ex-premier ministre Thaksin Shinawatra exilé après un coup d'Etat en septembre 2006, est sorti vainqueur des élections parlementaires de juillet 2011. Fort du soutien de la population rurale (soit 2/3 de la population), le parti pro Thaksin a remporté 265 des 500 sièges au Parlement. La Premier Ministre Yingluck Shinawatra devra cependant faire face à une société profondément divisée et ses orientations en termes de politiques économiques sont d'ores et déjà controversées. En effet, Yingluck a annoncé la mise en place de mesures populistes (hausse du salaire minimum, subventions au prix du riz), vivement critiquées par le Parti Démocrate car jugées insoutenables et affectant la compétitivité des entreprises. Ainsi, les divisions politiques internes devraient rester vives et l'intensité du clivage pourrait se renforcer à l'approche de la succession du Roi, Rama IX, âgé de plus de 80 ans et à la santé fragile. Autorité morale respectée, ce dernier

a représenté la stabilité et la continuité de la vie politique de l'Etat. Les incertitudes entourant la succession pourrait encore renforcer les tensions internes au pays.

#### Une croissance satisfaisante

Après avoir connu une récession en 2009, l'économie thaïlandaise a significativement rebondi en 2010 grâce à la reprise de la demande externe (notamment asiatique) et de la demande interne soutenue par des politiques expansionnistes. Le secteur manufacturier (automobile, électroménager, biens d'équipement), et la construction (tirée par les projets d'infrastructures) ont affiché de bonnes performances tandis que les services ont pâti de la décélération du tourisme (qui représente 7% du PIB) et de la baisse de confiance des ménages suite aux manifestations violentes d'avril-mai 2010. L'agriculture a été affectée par des mauvaises conditions climatiques et par une épidémie de peste.

En 2011, la croissance ralentit en raison du resserrement des politiques économiques et du moindre dynamisme de la demande des principaux partenaires commerciaux (Etats-Unis, Japon, Union Européenne). Néanmoins, l'activité reste à un niveau satisfaisant. La consommation privée bénéficie de l'amélioration du marché du travail et de la hausse de 5% des émoluments des fonctionnaires mise en place en avril 2011. En outre, l'investissement est porté par les projets de construction de routes et de circuit de distribution des eaux. Néanmoins, des goulots d'étranglements persistent : le taux d'investissement demeure trop faible et en dépit des projets annoncés, le développement des infrastructures est limité par le report des réformes.

### Une situation financière solide

Sur le plan des finances publiques, après avoir diminué en 2010 en raison de la sortie du plan de relance, le déficit budgétaire se creuse en 2011 dans un contexte électoral. En outre, la dette publique reste à un niveau soutenable.

Par ailleurs, l'excédent courant s'est réduit en 2010 du fait de la reprise des importations, tirée par un rebond de la demande interne. En 2011, cette tendance se confirme. Néanmoins, le pays continue d'afficher une capacité de financement. En outre, grâce à un niveau confortable de réserves (8 mois d'importations attendu en 2011), le pays a les moyens de défendre le baht, même en cas de retraits brutaux de capitaux.

Enfin, les fragilités du secteur bancaire diminuent, en témoignent la réduction des créances douteuses, l'amélioration de la supervision, l'adoption des standards internationaux en termes de gestion des risques et de transparence.





## Coface

12, cours Michelet  
La défense 10  
92800 Puteaux  
France

Adresse postale : 92 065 Paris-La Défense Cedex  
Fax : 33 (0) 1 49 02 27 41  
[www.coface.fr](http://www.coface.fr)

SA au capital de 136 935 469,61 euros  
RCS Nanterre B 552069791 00481 - NAF 660 E