

# Panorama des risques

Juillet 2011



coface 

# Prévisions de croissance

Révision en très  
légère hausse  
de la croissance  
mondiale à 3,3%

## Prévisions de croissance

**La croissance mondiale 2011 ressort désormais à 3,3% contre 3,2% lors de l'exercice de mars dernier. S'agissant des pays industrialisés, le résultat ne change quasiment pas puisque la croissance prévue est de 1,8%, donc un net ralentissement par rapport à 2010, année où l'activité y a crû de 2,5%.**

Mais à l'intérieur des pays industrialisés, deux révisions en sens inverse se compensent : la croissance des Etats-Unis a été révisée à la baisse, désormais à 2,2% (2,5% précédemment). En effet, le premier trimestre 2011 s'est inscrit en net ralentissement (0,4% en rythme trimestriel). Ce résultat décevant s'explique par la langueur de la consommation des ménages, l'état toujours très dégradé du secteur immobilier, le chômage qui reste élevé. Cette révision s'inscrit dans la logique du « retour à la réalité » de la croissance américaine, la consommation ne pouvant plus être dopée par la dette. Coface ne prévoit pas pour autant de double dip, mais une croissance affaiblie à long terme (autour de 2%), liée à une modification profonde du régime de croissance.

A l'inverse, la prévision pour la zone euro s'améliore (1,8% contre 1,3% précédemment) du fait des bonnes performances des croissances allemande et française au premier trimestre 2011, respectivement de 1,5 et 1% en rythme trimestriel. Pour 2011, la croissance française se situerait à 2% et celle de l'Allemagne à 3,2%. Mais l'arbre franco-allemand cache une forêt bien abimée : les pays périphériques

sont toujours plongés dans des récessions (Portugal à -1,6%, Irlande à -0,9%, Grèce à -3,9%).

L'Espagne afficherait une croissance faible de 0,8%, mais depuis le T2 2010, la sortie de la récession se confirme de trimestre en trimestre. La nouvelle la plus inquiétante vient de l'Italie dont les performances du premier trimestre sont très atones (0,1%). Le pays croîtrait de 0,9% pour le total de l'année 2011, entravé par l'absence de redémarrage du secteur industriel. Enfin hors zone euro, le Royaume-Uni (1,2% prévu en 2011) donne des signes préoccupants : sur les six derniers mois l'économie a stagné (-0,5% au T4 2010, +0,5% au T12011 t/t), avec une demande intérieure très dégradée par le double effet du plan de rigueur et du désendettement des ménages. Le pays ne peut donc compter que sur la dynamique de ses exportations. Le scénario de croissance de la zone euro dépend toutefois très étroitement de l'évolution de la crise souveraine et des défauts souverains en chaîne, qui surviendraient avant la fin de l'année, sont susceptibles d'entraîner une nette révision à la baisse de ces chiffres.

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>2,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</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>0,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>Pays avancés</b>
États-Unis	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0	-2,6	<b>2,8</b>	<b>2,2</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>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</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>3,2</b>	Allemagne
Royaume-Uni	2,1	2,8	3	2,2	2,8	2,7	0,1	-4,9	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	Royaume-Uni
France	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,4	0,2	-2,5	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	France
Italie	0,5	0	1,5	0,7	2,1	1,4	-1,3	-5,2	<b>1,2</b>	<b>0,9</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>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>1,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>Pays émergents</b>
Asie émergente	6,5	7,1	7,9	8,3	9,3	10,1	6,9	6,1	<b>9,0</b>	<b>7,4</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>4,4</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>3,8</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>4,7</b>	CEI
Moyen-Orient	2,5	6,3	6,9	5,8	5,5	5,5	5,8	1,5	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	Moyen-Orient
Afrique subsaharienne	6,3	6,4	6,0	6,0	6,9	6,9	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	9,1	<b>10,3</b>	<b>8,8</b>	Chine
Inde	3,8	8,5	7,5	9,5	9,6	9,3	6,7	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>6,5</b>	<b>Commerce mondial</b>

S'agissant des pays émergents, le rythme continue à être enviable à 5,7%, en ralentissement par rapport en 2010 (6,9%). La Chine et l'Inde ralentiraient très modérément (8,8% et 7,8% respectivement). L'Amérique latine gère avec habileté son atterrissage en douceur (4,4% contre 6,2% en 2010). L'Europe émergente est toujours dans une situation de croissance plus modeste que les performances d'avant-crise (3,8%). Et au Moyen-Orient, les révolutions politiques font ressortir la croissance à 3,6% contre 4% en 2010 : les incertitudes politiques contrebalancent les effets bénéfiques de la bonne tenue des cours du pétrole (malgré le léger repli récent observé des cours).

Les premiers trimestres disponibles dans les pays émergents montrent que généralement, la croissance est toujours très dynamique mais se situe en léger retrait – c'est notamment le cas de l'Inde et du Brésil. On peut y voir le signe que les politiques monétaires restrictives commencent timidement à mordre sur l'économie réelle. Il y aurait bien un ralentissement très en douceur à l'œuvre, qui devra toutefois être confirmé en Chine ou en Turquie. En tout état de cause, la question de la gestion de la surchauffe reste d'actualité.



# Zone euro

Bonnes performances  
de l'Allemagne  
et de la France au  
1<sup>er</sup> trimestre 2011,  
les pays périphériques  
toujours plongés dans  
la récession

# Modification de note

## Luxembourg

### Levée de la surveillance négative (depuis mars 2009) sur la note A1

**L'économie s'est redressée grâce au dynamisme de l'investissement et des exportations. Le secteur bancaire, dépendant du contexte économique et financier international, a finalement mieux résisté à la crise que prévu.**

#### La reprise se confirme en 2011

L'économie a rebondi en 2010, grâce à une forte croissance de la demande publique et des exportations. L'économie a bénéficié d'un regain de confiance des ménages et de l'augmentation des salaires réels. La faiblesse des taux d'intérêt a contribué à la reprise de l'investissement. La construction, les services non marchands et l'emploi intérimaire ont constitué les principaux moteurs de l'activité. Le secteur manufacturier est reparti à la hausse, porté par le dynamisme de la sidérurgie. Les services financiers faisaient encore preuve de peu de dynamisme, seuls les fonds d'investissement enregistrant de bonnes performances du fait du rebond des marchés financiers. Toutefois, les effets de la crise sur les entreprises se faisaient toujours sentir, le nombre de faillites étant demeuré élevé sur l'ensemble de l'année 2010.

En 2011, la reprise devrait se poursuivre, avec une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro. L'activité sera tirée par d'importants investissements projetés par plusieurs grandes entreprises et par les exportations de services financiers et de services aux entreprises. En revanche, il est prévu un léger resserrement de la politique budgétaire.

#### Une dépendance toujours forte à l'évolution de la situation financière internationale

Le secteur financier (30% de la valeur ajoutée) a plutôt bien surmonté la crise et devrait renouer avec la crois-

sance, bénéficiant d'une augmentation des marges sur intérêt et d'une hausse des dépôts à vue. Le secteur de la construction devrait rebondir significativement grâce à la hausse des permis de construire résidentiels et non résidentiels. Le transport aérien et les activités de télécommunication seront également dynamiques. L'économie reste malgré tout sensible à l'évolution du contexte financier mondial compte tenu de sa spécialisation dans les services financiers. Ce secteur est en effet fortement internationalisé, tant sur le plan de ses activités que de son actionariat. Il devra par ailleurs s'adapter aux changements susceptibles de se produire en matière de transparence et de gouvernance financière.

#### La détérioration des finances publiques est demeurée limitée

L'accroissement modéré du déficit en 2010 résulte de l'impact différé de la crise sur les recettes publiques et de la mise en œuvre d'un plan de relance. Il devrait se résorber en partie en 2011 sous l'effet de la progression des recettes fiscales (notamment du produit de l'impôt sur le revenu des ménages) et d'un ralentissement des dépenses. La réforme de la santé, menée en 2010, et celle des retraites, attendue en 2011, vont dans le sens d'une consolidation. La dette publique reste inférieure à 19% du PIB, un des taux les plus faibles de la zone euro.

# Modification de note

## Grèce

### Déclassement de la note A4 (depuis juin 2010) en B

Le processus d'ajustement budgétaire pèse fortement sur la demande intérieure. En 2011, et pour la troisième année consécutive, l'activité économique connaîtra un recul. Le vote de nouvelles mesures d'austérité permet le déblocage de la cinquième tranche du prêt accordé à la Grèce en mai 2010 par le FMI et l'UE. L'Etat grec évite à nouveau la cessation de paiement. Néanmoins, compte tenu des fondamentaux du pays, cette accalmie semble précaire.

#### Des risques financiers très élevés

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 ne suffira pas car le pays ne parviendra pas à revenir sur les marchés, comme prévu, en 2012. L'aggravation de la situation économique, financière et sociale porte les taux longs obligataires à de nouveaux records et le scepticisme gagne de plus en plus les créanciers, alors que les autorités européennes peinent à mettre sur pieds un nouveau plan d'aide. Le FMI et l'UE conditionnent le déblocage de la cinquième tranche du prêt accordé à la Grèce en 2010 et la mise en place de cette aide au vote d'un nouveau programme d'austérité qui comprend des privatisations massives et de nouvelles mesures d'économie. Le plan pourrait dépasser 100 Mds €

y compris une participation des créanciers privés sous forme d'un renouvellement à l'échéance, sur la base du volontariat, des achats d'obligations grecques. Le remaniement ministériel auquel vient de procéder le premier ministre Georges Papandréou, en vue de resserrer les liens au sein du parti gouvernemental, a facilité l'adoption au Parlement des nouvelles mesures en juin. Les Européens se sont donnés jusqu'à mi-septembre 2011 pour valider le second plan de sauvetage. L'Etat grec évite à nouveau la cessation de paiement, un défaut qui aurait eu de graves effets sur les banques et investisseurs grecs, en raison de leur détention de titres de la dette publique. Néanmoins, compte tenu des fondamentaux grecs, cette accalmie semble précaire.

#### La récession se prolongera en 2011

En 2010, la récession s'est amplifiée sous l'effet conjugué de la dépression des demandes interne, externe et publique. La contraction du PIB devrait se poursuivre en 2011. Après un recul de 7,4% sur un an au quatrième trimestre de l'année dernière, celui-ci s'est contracté de 5,5% au premier trimestre 2011. La consommation privée et l'investissement ont poursuivi leur chute. Les exportations ont marqué le pas. Le



commerce extérieur a cependant contribué positivement à l'activité du fait de la forte contraction des importations. Les sacrifices demandés aux ménages affecteront la consommation, qui devrait reculer de plus de 6% en 2011 sous l'effet de la baisse de l'emploi et des revenus réels, ainsi que de la hausse des impôts. L'investissement des entreprises affichera toujours une contraction à deux chiffres, du fait d'un faible niveau de confiance, d'une taxation accrue et du durcissement de la politique de crédit de la part des banques, confrontées elles-mêmes au manque de liquidité et à la hausse des créances douteuses. Les exportations devraient soutenir l'activité, mais la reprise limitée de la croissance dans l'UE (63% des exportations) en limitera le rebond. Le contenu de plus en plus technologique des exportations 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, sous l'effet, principalement, de la faiblesse des importations.

### Les 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 risquent de s'accumuler. 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 risquent également de faire face à 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 se contractait de 8% à fin avril 2011.



# Focus sur les principales économies européennes

## Allemagne

La note A2  (depuis décembre 2009) reste inchangée

### Bonne performance au 1<sup>er</sup> trimestre ; ralentissement attendu au 2<sup>e</sup> trimestre

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, la croissance de l'économie a été de 1,5% par rapport au dernier trimestre 2010. Elle a même été de 5,2% si on la compare au premier trimestre 2010. Cette performance trimestrielle s'explique, il est vrai, en partie par la nette décélération au trimestre précédent, provoquée par de mauvaises conditions climatiques. Mais la performance reste tout de même remarquable.

A partir du deuxième trimestre 2011, l'activité ralentira sans doute. L'effet de rattrapage va disparaître. Les marges de progression des moyens de production et de débouchés vont se réduire. Pour preuve, les derniers indicateurs de confiance quant à l'évolution de l'activité baissent, même s'ils confirment l'excellence de la situation présente. Cela étant, les niveaux de confiance dans l'avenir restent élevés et la croissance sera sans doute encore robuste en 2011.

### Les exportations : toujours le maillon fort de l'économie

Elles ont enregistré un record au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, avec une progression de 20% par rapport à la même période de l'an passé. Une des explications réside dans la spécialisation dans des créneaux porteurs :

voitures particulières haut de gamme, véhicules utilitaires, machines, produits chimiques, équipements électriques, électroniques et optiques. L'ensemble de ces secteurs représentent 66% des exportations allemandes en 2010. La forte progression s'explique aussi par l'orientation géographique des exportations, très largement tournées vers les pays émergents qui absorbent 37% des exportations allemandes, dont 6% pour la Chine.

Dans les mois à venir, la situation sera un peu moins favorable. La demande extérieure va ralentir dans la zone euro, mais aussi au Japon et aux Etats-Unis, qui absorbent 55% des ventes. La demande des pays émergents baissera également, mais moins. D'un autre côté, les importations diminueront aussi, mais moins fortement en raison de la résistance de l'investissement et de la consommation.

Au total, la contribution positive du commerce extérieur à la croissance sera moindre.

### Le dynamisme de la demande interne se poursuit

La fin du restockage et le ralentissement de la dépense publique seront contrebalancés par la résistance de l'investissement et de la consommation privés.

### L'investissement des entreprises tout en ralentissant, va rester soutenu

Le taux d'utilisation des capacités de production est remonté à 86% début 2011, soit proche des 88% d'avant la crise. Les conditions de financement sont encore avantageuses. Les entreprises estiment à 78% (sondage d'avril 2011) disposer d'un accès au crédit plus facile. Et une majorité d'entre elles a une capacité d'autofinancement qui va les aider à soutenir leurs dépenses d'investissement.

### La construction : un secteur qui progressera encore en 2011

Fort d'une évolution favorable de l'emploi et de conditions de financement encore avantageuses, l'immobilier résidentiel devrait confirmer sa reprise modérée entamée en 2010. L'immobilier non résidentiel privé (usines, entrepôts, magasins et bureaux) restera dynamique, compte tenu du retard accumulé durant la crise et d'une croissance encore soutenue. Seule ombre au tableau : la construction publique qui sera contrainte par le resserrement budgétaire.

### Des indicateurs mitigés pour la consommation des ménages

#### Trois indicateurs au vert

- Le chômage ne représentait plus que 7% de la population active en avril 2011. Il devrait encore se réduire en 2011.
- Le nombre d'heures travaillées et les éléments de rémunération exceptionnels augmentent.
- Des augmentations salariales générales qui restent toutefois modérées. Cette modération risque d'être confortée par l'arrivée de travailleurs en provenance des nouveaux pays membres de l'Union européenne qui à compter du mois de mai 2011 peuvent librement postuler à des emplois dans les pays.

### Deux indicateurs au rouge

- Une inflation qui a atteint 2,7% en rythme annuel en mai 2011.
- Les différentes mesures d'économie budgétaire (augmentation des cotisations d'assurance maladie, diminution des aides aux chômeurs de longue durée, baisse de l'emploi et des rémunérations dans le public, réduction des subventions à l'investissement dans les énergies renouvelables) pourraient représenter 0,7% du PIB cette année. Elles interviennent dans le cadre du mécanisme de réduction de l'endettement public (*Schuldenbremse*) inséré dans la constitution en 2009 et qui commence à s'appliquer cette année. Avec un déficit général de 1,8% prévu en 2011, une grande partie du chemin a déjà été parcourue. Les autorités n'en sont pas moins résolues à maintenir l'effort, d'autant que le coût du soutien aux pays périphériques est incertain.

### L'amélioration de la rentabilité des entreprises allemandes se poursuit

La rentabilité des entreprises s'est redressée grâce à l'accroissement de la production et des ventes ainsi qu'aux gains de productivité. Elle n'a toutefois pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise. En 2010, les profits, avant paiement des dividendes, représentaient 21% du PIB contre 24% avant la crise. Malgré cela, le nombre de faillites et le montant des créances produites lors des procédures sont revenus au niveau antérieur à la crise.

En dépit des augmentations des coûts de production attendues (salaires et plus encore matières premières) cette année, la rentabilité devrait néanmoins continuer de se redresser grâce à une accélération des gains de productivité.

# France

## La note A2 ↗ (depuis décembre 2009) reste inchangée

### 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 attendue en 2011

La croissance devrait s'accélérer en 2011 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 été plus dynamique (rebond des dépenses en services et bonne tenue des achats de produits manufacturés). Les dépenses d'investissement des entreprises ont nettement augmenté, notamment en information-communication, de même que ceux des administrations publiques, du fait de la reprise des dépenses de

construction. 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. Le rythme de la reprise a probablement atteint son pic au 1<sup>er</sup> trimestre et la croissance devrait ralentir sur le reste de l'année en raison du resserrement de la politique budgétaire - guidée par la nécessité de limiter la hausse d'une dette publique estimée à plus de 80% du PIB -, de la fin de la prime à la casse - dont les effets de « traîne » se sont faits sentir en début d'année - d'une moindre expansion du commerce mondial et d'un euro relativement fort. Les prix élevés du pétrole, de l'alimentation et des matières premières pèseront également sur le pouvoir d'achat des consommateurs et les coûts de production des entreprises.

### Une perte de parts de marché

Le niveau élevé de l'endettement des entreprises et leur faible capacité d'autofinancement freineront malgré tout le renforcement de l'investissement productif. Les conditions de financement restent encore difficiles. Les primes de risque des obligations d'entreprises ont augmenté et les flux de crédit restent inférieurs aux niveaux d'avant la crise, la frilosité des banques affectant en premier lieu les PME. 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 dans les pays émergents, elles profitent insuffisamment du dynamisme économique de ces derniers. En dépit d'une compression des marges bénéficiaires, l'industrie a perdu des parts de marché.

### De meilleurs comportements de paiement et une baisse des défaillances d'entreprises

Après avoir amorcé un recul à l'été 2009, les incidents de paiement enregistrés par Coface sont retombés à un faible niveau, même si l'on constate, à l'heure actuelle, une légère progression des retards de paiement dans le secteur de la construction, traditionnellement le plus sinistrogène. Globalement, les entreprises ont mieux géré leur trésorerie et leurs stocks et réduit leurs délais de paiement dans le cadre de loi de modernisation de l'économie (LME). En outre, elles ont bénéficié d'un fort soutien public (fonds de soutien à l'industrie, dispositifs d'aide à l'assurance crédit). Le niveau des défaillances des entreprises reste encore élevé comparé aux années d'avant crise, mais le repli, amorcé depuis le mois de septembre 2010 est net. La baisse du nombre des faillites a atteint 4% sur l'an-

née 2010 et 5% à fin avril 2011 sur 12 mois. Le coût de ces défaillances pour les fournisseurs, en décreu depuis l'automne 2009, a, quant à lui, plus fortement diminué. Ce recul était de 15% à fin avril 2011 sur 12 mois - après avoir atteint 22% en 2010 - porté par la baisse plus rapide des faillites des PME et grandes entreprises que des faillites des TPE. Six secteurs sont à surveiller : la distribution, les services aux particuliers et les services collectifs, dont les défaillances continuent de croître ; les moyens de transport, les services aux entreprises et les médias & loisirs, qui n'affichent pas de repli significatif. Le BTP, qui contribue pour près du tiers aux résultats nationaux et a connu une des plus fortes augmentations pendant la crise, accompagne jusqu'à présent le mouvement global de baisse.

## Italie

### La note A3 (depuis mars 2009) reste inchangée

#### Une croissance modeste fondée sur l'exportation et l'investissement

En 2011, la croissance restera modeste et légèrement inférieure au rythme, pourtant modéré, observé avant la crise. Les chiffres du premier trimestre ont été décevants, légèrement en deçà des prévisions et inférieurs à la moyenne de la zone euro. La crise semble avoir durablement affaibli le potentiel de l'économie. Les éléments porteurs demeureront les exportations et l'investissement. Malgré un manque récurrent de compétitivité et un ralentissement de la conjoncture chez les principaux partenaires commerciaux, les exportations progresseront encore confortablement. La demande en provenance des pays émergents d'Asie et d'Allemagne restera dynamique. L'investissement des entreprises gardera sa progression modérée grâce au développement des exportations et à l'effet d'obsoles-

cence. Mais il restera contraint par la faible utilisation des capacités de production (à 71% fin 2010 contre une moyenne historique de 76%) et une situation financière des entreprises non encore revenue à la normale. L'investissement dans le logement devrait repartir, 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 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 grandissantes concernant les finances publiques, malgré les restrictions budgétaires**

La politique budgétaire sera modérément restrictive. 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 4% en 2011 et à 3% dès 2012, avec un solde primaire proche de zéro. Une diminution des transferts aux régions et aux municipalités, des économies sur les dépenses de médicaments et sur le fonctionnement sont prévues. La lutte contre la fraude sera accentuée. Malgré ces mesures, les revers politiques subi par Silvio Berlusconi en mai et juin 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) pourraient ralentir le rythme des réformes. Signe d'inquiétude, les agences de notation envisagent à l'heure actuelle de dégrader la note de la dette italienne.

### **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 restera, dans l'ensemble, fragile. Après une progression de 25,5% en 2009 et de 19,8% en 2010, les faillites augmentaient encore de 20,6% sur 12 mois à fin mars 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.

## Espagne

### **La note A3📉 (depuis mars 2009) reste inchangée**

#### **Une reprise molle**

Le pays est sorti de la récession au premier semestre 2010. La consommation a repris, en partie soutenue par l'anticipation du relèvement de la TVA en juillet et la prime à la casse. Le lent redressement de la croissance s'est confirmé au quatrième trimestre 2010 et au début de 2011. Toutefois, l'investissement est demeuré handicapé par l'absence de redémarrage de l'immobilier résidentiel et la demande intérieure est res-

tée en recul. En revanche, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été positive du fait d'une reprise des exportations plus soutenue que celle des importations. En 2011, la consommation devrait progresser mollement en raison de l'assainissement budgétaire engagé, du niveau très élevé du chômage (20% de la population active) et de la poursuite du désendettement des ménages. L'investissement continuera à reculer du fait de l'ajustement toujours à

l'œuvre dans le secteur de la construction, de conditions de financement difficiles, d'un faible taux d'utilisation des capacités de production et de la baisse des dépenses publiques. Le commerce extérieur demeurera le principal moteur de l'activité. Alimentée par la hausse du prix des matières premières et le redressement progressif de la demande intérieure, l'inflation restera, en 2011, supérieure à la moyenne de la zone euro.

### Un ajustement rendu indispensable

Le boom économique qu'a connu le pays de 1997 à 2007 s'est accompagné d'une hausse excessive de l'endettement privé et de l'investissement immobilier, d'une perte importante de compétitivité et d'un élargissement du déficit courant. Les entreprises et les ménages sont aujourd'hui contraints de se désendetter. Dans le secteur immobilier, la baisse des prix se poursuit. Elle a toutefois été, jusqu'ici, limitée grâce à des mesures fiscales et au fait que les banques, propriétaires d'une bonne part du parc, ont retardé les mises sur le marché. Le nombre de logements invendus demeurant important, le processus d'ajustement dans le secteur devrait se poursuivre. Par ailleurs, du fait de la baisse des recettes fiscales et des mesures de soutien à la croissance prises initialement par les autorités, les finances publiques sont devenues déficitaires à compter de 2008 et le poids de la dette publique, jusqu'alors modeste, a fortement augmenté (de 36% du PIB en 2007 à environ 60% en 2010). Dans le contexte actuel de crise, au sein de la zone euro, cela oblige à un effort soutenu de redressement même si le niveau de la dette reste inférieur à la moyenne européenne. Par ailleurs, le secteur financier est fragilisé. Les caisses d'épargne (50% du total) sont particulièrement exposées aux crédits immobiliers accordés aux promoteurs. Elles ont été poussées à

fusionner et à se recapitaliser. En outre, le secteur détient un important volume de titres publics et est exposé à la dette portugaise. Néanmoins, en dépit de faibles perspectives de croissance, d'une dette extérieure importante et d'une forte dépendance à l'égard des financements étrangers, les marchés ont eu tendance, jusqu'ici, à différencier l'Espagne des autres pays de la périphérie de la zone euro en raison des efforts entrepris par les autorités pour réduire le déficit budgétaire et réformer profondément le secteur des caisses d'épargne en difficulté. Cependant, la réduction du déficit est le fait du seul gouvernement central alors que les objectifs budgétaires au niveau local peinent à être respectés. De surcroît, le revers subi en mai 2011 par le parti socialiste lors des élections municipales et régionales laisse craindre la découverte, à cet échelon, de situations budgétaires plus dégradées qu'annoncées.

### Des entreprises en convalescence

Le nombre d'impayés enregistrés par Coface, après avoir atteint un pic durant l'été 2009, s'est sensiblement réduit et tend à retrouver son niveau d'avant la crise. Le nombre des défaillances d'entreprises comptabilisées par l'Institut national des statistiques a reculé de 3% en 2010 après avoir connu une explosion en 2009 (+97%). La très lente décrue se poursuivait en début d'année 2011. Les défaillances ont surtout concerné le secteur de la construction et des services immobiliers (près d'un tiers des procédures) et, dans une moindre mesure, l'industrie et le commerce. Les régions de Catalogne, de Valence, de Madrid et d'Andalousie ont été les plus affectées.

# Irlande

## La note A4 (depuis décembre 2010) reste inchangée

### La récession risque de se poursuivre en 2011, pour la quatrième année consécutive

La crise, déclenchée par une correction brutale du marché immobilier et aggravée par la crise financière mondiale, est à l'origine d'une forte contraction du PIB, de près de 12% sur la période 2008-2010. La perte de confiance des investisseurs, liée au dérapage des comptes publics, à la révision à la hausse des pertes des banques et aux retraits de dépôts bancaires, a contraint les autorités à recourir à l'aide du FMI et de l'Union européenne fin 2010 (85 Mds € y compris une contribution du pays lui-même). Pour bénéficier de ce soutien et éviter la faillite de ses banques, l'Irlande a dû se résoudre à accepter un nouveau plan d'austérité, plus sévère encore que les précédents. La progression du chômage, la perte de richesse liée à la baisse des prix de l'immobilier, le désendettement des ménages, l'effondrement du secteur de la construction et la raréfaction du crédit ont continué à faire reculer la consommation et l'investissement en 2010. Les performances enregistrées au quatrième trimestre ont été décevantes du fait d'un essoufflement des exportations, pourtant devenues plus compétitives. La poursuite de la récession en 2011 semble assez probable. Le recul de la consommation privée devrait même être plus accentué qu'en 2010 du fait d'une forte baisse du revenu disponible des ménages, entraînée par la réduction des retraites et des salaires du secteur public, et par une nouvelle progression du taux de chômage. L'investissement continuera à pâtir du marasme du secteur de la construction, bien que les achats de biens d'équipement soient en passe d'amorcer une reprise. Les exportations devraient demeurer le moteur essentiel

de l'activité. Le pays a toutefois la capacité de retrouver à long terme une économie relativement dynamique du fait de gains de productivité et de sa spécialisation dans des secteurs à forte valeur ajoutée (pharmacie, autres produits chimiques, équipements et machines, services informatiques).

### Un risque de défaut écarté à court terme

Le pays est avant tout victime d'une crise immobilière et bancaire, générée par la faiblesse des taux d'intérêt, dont il a bénéficié à compter de son entrée dans la zone euro, et par un contrôle défaillant du secteur financier. Toutefois, le gonflement du déficit public, attribuable en grande partie au soutien exceptionnel octroyé au secteur bancaire (20,4% du PIB sur un déficit total de 32,4% du PIB en 2010), le place désormais dans une situation difficile. Partie d'un faible niveau, la dette publique est en forte augmentation (115% du PIB prévus en 2011). Dans les circonstances actuelles, le pays risque de ne pas être en mesure de retourner sur les marchés obligataires en 2013, ce qui pourrait l'amener à solliciter une nouvelle aide, voire une restructuration de sa dette. Grâce à l'intervention de l'Etat, au travers de recapitalisations et transferts d'actifs douteux à une structure de défaillance, ainsi qu'aux apports de liquidités de la BCE, le secteur bancaire a évité un naufrage général. Après les dernières injections de capital, dont le montant a été arrêté à la suite des stress tests réalisés en mars 2011, le secteur bancaire domestique sera entièrement nationalisé. La dette extérieure des établissements bancaires et financiers, même si l'on en retire la part due par le centre financier international de Dublin, ressort à un niveau élevé. Si les difficultés de finance-



ment devaient persister au-delà de 2012, se poserait également pour les banques la question d'un reprofilage de la dette.

Le nouveau gouvernement, qui rassemble le Fine Gael et le Labour, est entré en fonction en mars 2011. Il espère obtenir une baisse du taux d'intérêt du plan de sauvetage mais s'est engagé à respecter les objectifs du programme négocié avec le FMI et l'UE par son prédécesseur. La coalition bénéficie à l'heure actuelle d'un certain état de grâce mais la poursuite de la rigueur pourrait, à terme, lézarder la cohésion sociale.

### Une économie à deux vitesses

La faiblesse persistante de la demande interne induit

une baisse des prix préjudiciable aux marges des entreprises, malgré un rabotage des salaires. Leur situation financière reste durement affectée dans de nombreux secteurs centrés sur le marché local, tels que l'immobilier (qui ne devrait pas se redresser avant 2012), l'équipement du logement, le transport de marchandises et le commerce d'automobiles. En revanche, l'industrie exportatrice, dominée par les filiales de multinationales, tire son épingle du jeu. La pharmacie, la chimie, l'agroalimentaire et internet tirent profit de la baisse des salaires et des loyers, d'une taxation toujours avantageuse et de la bonne tenue de la demande en provenance des pays européens hors zone euro et des marchés émergents.

## Portugal

### La note A4 (depuis mars 2011) reste inchangée

#### 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 même une baisse de l'activité économique au dernier trimestre. Les exportations ont conservé un rôle moteur. Le durcissement des mesures d'austérité budgétaire entraînera une récession en 2011 et l'on constate déjà un nouveau recul du PIB au premier trimestre. Dans un contexte déjà marqué par le niveau élevé de l'endettement des ménages et un taux de chômage important, la consommation amorce un recul. En outre un crédit atone, une faible rentabilité et une faible capacité d'autofinancement des entreprises ne laissent guère entrevoir un redressement de l'investissement, qui demeurera en territoire négatif pour la

quatrième année consécutive. Enfin, la demande étrangère devrait connaître un léger tassement. Toutefois, du fait de la contraction des importations, la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait être fortement positive.

#### 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

(plus de 11% sur les obligations à 10 ans courant juin 2011). Après la Grèce et l'Irlande, déjà secourues par l'Europe et le FMI en 2010, le Portugal a été contraint, à son tour, 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). 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. Conjuguée 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 sensiblement 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 José Socrates. Les élections de début juin 2011 ont vu la victoire des socio-démocrates, à qui il appartient,

à la tête d'une coalition de centre droit, de poursuivre le programme d'austérité et de mettre en place les réformes, au risque de fragiliser la cohésion sociale.

### Des entreprises fragilisées

La progression des faillites s'est maintenue à un rythme élevé en 2010. 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 souffriront de la récession en 2011.





# Pays hors zone euro

Des signes  
préoccupants  
aux Etats-Unis et  
au Royaume-Uni,  
le Japon au ralenti

# Focus sur les principales économies

## Japon

**La note A1 ↘ (depuis mars 2011) reste inchangée**

### **Vive croissance en 2010 portée par un rebond spectaculaire des exportations**

Le Japon a étonné par l'accélération, même limitée, de la consommation des ménages (1,9%), soutenue par la politique budgétaire très réactive des autorités, et par le rebond spectaculaire des exportations (24%) en 2010 qui ont profité de la demande dynamique des autres économies asiatiques (54% des expéditions). Les exportations ont ainsi retrouvé le niveau perdu pendant la crise. La croissance en 2010 a donc bondi à 3,9%, progression jamais atteinte depuis 1991.

### **Le séisme et le tsunami affecteront la croissance jusqu'à la fin de l'année**

Au 4<sup>ème</sup> trimestre 2010, la croissance s'est grippée, sous l'effet de la contraction à la fois des exportations et de la consommation des ménages. C'est dans ce contexte de fragilité de l'économie que se sont produits le séisme et le tsunami de mars. Ces cataclysmes, conjugués à la crainte nucléaire, ont provoqué une contraction de l'activité au premier trimestre (-0,9%). Les interruptions de fourniture d'électricité notamment pèsent sur la production des usines implantées dans les régions sinistrées mais également dans les départements alimentés par les centrales nucléaires du nord-est du pays, et davantage industrialisés (Kanagawa et Shizuoka). Les secteurs les plus touchés sont l'automobile, l'électronique, la sidérurgie, la pharmacie et l'agroalimentaire. Les exportations, dont on prévoyait déjà le ralentissement avant ces

événements en raison du change défavorable du yen, pourraient ainsi décélérer sur plusieurs mois. Cela concernera particulièrement les ventes de composants électroniques et d'autres produits intermédiaires à la Chine, à la Corée du Sud et à Taiwan, indispensables à l'assemblage de produits exportés par ces pays. Les ménages sont affectés par cette nouvelle crise et leur confiance pourrait être durablement ébranlée. Leurs dépenses devraient donc également reculer. Les effets négatifs de ces cataclysmes pourraient s'estomper, au mieux, vers la fin de l'année, pour donner lieu alors à un rebond de l'activité, tiré par la reconstruction. L'intensité de la reprise reste toutefois conditionnée par la capacité de Tepco (Tokyo Electric Power) à limiter la contamination radioactive à l'environnement et à rétablir l'approvisionnement en électricité. La fourniture d'électricité devrait néanmoins demeurer erratique, en particulier cet été. Le financement de la reconstruction ne devrait toutefois pas être source d'inquiétude, le Japon ayant les moyens financiers pour faire face à cette situation. La dette publique affiche certes un niveau très élevé (225% du PIB), mais elle est détenue à 95% par des résidents et les actifs de l'Archipel à l'étranger sont considérables (60% du PIB). Le gouvernement peut également s'appuyer sur une épargne nationale conséquente (25% du PIB) constituée principalement par les entreprises. Dans ce contexte, la croissance a été revue à la baisse en 2011 (-0,3%).

### **Les petites et moyennes entreprises apparaissent les plus vulnérables**

De grands groupes japonais et étrangers possèdent des unités de production dans les régions touchées, mais de nombreuses PME sous-traitantes y sont également implantées. Cette catégorie d'entreprises devrait être considérablement fragilisée par les perturbations dans les chaînes de fabrication. Leur situation financière contraste en effet avec celle des grandes entreprises qui ont reconstitué leurs capacités d'auto-financement (autour de 60% mi-2009, il est repassé fin 2010 à 115%). De plus, la persistance du niveau élevé

du yen ainsi que les leçons tirées du cataclysme pourraient servir de catalyseur au mouvement déjà large de délocalisation de la production manufacturière, ce qui constitue une menace pour les entreprises sous-traitantes. Enfin l'impact de ces désastres sur l'environnement (émanations radioactives et complexes pétrochimiques en feu), outre le problème de santé publique qu'il génèrera, affectera très durablement l'activité agricole. Le nombre des faillites a reculé en 2010 (-12,4%) et au premier trimestre 2011 (-5,3%), mais reste supérieur au niveau d'avant la crise. L'expérience de paiement de Coface reste bien orientée.

## Etats-Unis

### **La note A2 (depuis mars 2010) reste inchangée**

#### **La croissance en 2010 a regagné le terrain perdu en 2009 mais a été décevante au premier trimestre 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. Elles ont conduit la Fed et l'Administration Obama à poursuivre des politiques pragmatiques de soutien à l'économie. La croissance a ralenti au premier trimestre à +0,4% (t/t), après un dernier trimestre 2010 encourageant à +0,7%.

#### **Attitude prudente des ménages et des entreprises tout au long de 2011**

L'accord conclu à la fin de l'année dernière entre le Parti Républicain et l'Administration Obama permet-

tront aux Etats-Unis de limiter le ralentissement de la croissance (+2.2%). Ce stimulus vient compléter les mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire de la Fed. Ces dernières ont pour objectifs d'améliorer les anticipations d'inflation et de pousser les taux longs à la baisse via l'achat de bons du Trésor par la Fed jusqu'au 30 juin 2011. La question d'un quantitative easing n°3 ou d'une autre forme de soutien monétaire à l'économie est clairement posée, alors qu'un bras de fer s'est engagé au Congrès entre les Républicains et les Démocrates sur le relèvement, avant le 2 août prochain, du plafond de la dette fédérale. Un accord devrait intervenir avant le 2 août, plusieurs facteurs continuant de peser sur l'activité : fin de la phase de restockage, niveau de chômage élevé et marché de l'emploi toujours mal orienté, profonde morosité du marché immobilier, désendettement des ménages américains et poursuite de la reconstitution de leur épargne. Dans ce contexte, les ménages restent prudents dans leurs dépenses et l'investissement

résidentiel ne se redresse pas. Cette situation continue donc de peser sur les prix qui pourraient encore baisser de 10% cette année. 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. De leur côté, les exportations continuent de bénéficier d'un dollar faible et de la demande en provenance des pays émergents, asiatiques notamment (20%), même si on attend une moins forte progression cette année.

#### **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 du recul 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 trimestre 2011, comparé à la même période de 2010 (-15,3%) mais le niveau est néanmoins encore très élevé, le double de celui observé avant la crise. L'expérience de paiement de Coface sur les entreprises américaines reste bien orientée.

## Royaume-Uni

### **La note A3 (depuis mars 2011) reste inchangée**

#### **Dégradation de la confiance des ménages au quatrième trimestre 2010 et au premier trimestre de cette année**

L'activité s'est bien redressée l'année dernière (+1,3%), tirée principalement par la bonne tenue de la demande domestique, liée à la reconstitution des stocks. Les exportations ont profité de la dépréciation de la livre sterling, mais leur progression n'a pas été aussi dynamique qu'attendu, notamment dans le secteur des services. Les perspectives de durcissement de la politique budgétaire ont fortement affecté la confiance des consommateurs à la fin de l'année dernière et au début de 2011. Après une contraction de

0,5% de l'activité au quatrième trimestre, la croissance n'a été que de 0,5% (t/t) sur les trois premiers mois de l'année. Le solde extérieur a été le principal contributeur à l'activité.

#### **La progression de la croissance sera modeste en 2011**

L'activité ralentira très légèrement cette année (+1,2%). Plusieurs éléments conduisent les ménages à réduire leur consommation : les coupes claires réalisées dans les dépenses publiques, la hausse de la TVA de 2,5 points de pourcentage en janvier 2011,

L'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires qui pousse l'inflation au-dessus de 4% (avril), la quasi-stagnation des salaires réels, la détérioration du marché du travail avec un taux de chômage élevé (8%). Dans ce contexte, les ménages, très endettés, ont amorcé un mouvement de désendettement. Néanmoins, ils pourraient encore cette année tirer sur leur épargne (5,4% du RD au premier trimestre 2011). Cela s'est d'ailleurs vérifié au mois de mai. La valeur du patrimoine immobilier s'est peu ou prou maintenue en 2010. Cette année, les prix devraient baisser d'environ 10% par rapport au point haut de 2010. L'investissement public devrait chuter de manière très prononcée, et celui des entreprises, qui s'est contracté au premier trimestre, devrait ne progresser que faiblement sur l'ensemble de l'année. Le déficit de la balance courante se réduira grâce au ralentissement significatif des importations. Malgré la persistance probable d'un taux de change favorable, le dynamisme des exportations de biens et services sera partiellement enravé par le ralentissement attendu de la demande des principaux clients du Royaume-Uni, la zone euro en particulier (50% des exportations). Grâce à la réduction des dépenses de l'Etat, le déficit budgétaire se contractera. En revanche, la dette publique continuera de grimper, à plus de 80% du PIB (contre 52% avant la crise). La politique monétaire devrait, quant à elle, rester accommodante, avec un taux directeur de 0,5%, malgré le relèvement du taux directeur de la BCE. Dans ce contexte de détérioration de l'activité, la Bank of England pourrait décider de maintenir ses mesures d'assouplissement quantitatif permettant d'injecter des liquidités dans l'économie, malgré les pressions inflationnistes.

### **Le crédit bancaire tarde à redémarrer et les faillites se maintiennent à un niveau élevé**

La décélération de la distribution du crédit affecte particulièrement les petites et moyennes entreprises dont les trésoreries restent tendues. Face à la prudence des ménages, la distribution, qui est fortement secouée en ce début 2011, pourrait être amenée à mettre en place des politiques commerciales plus agressives qui détérioreraient ses marges. Les fabricants et détaillants de produits durables, les restaurants, agences de voyage, distribution de produits de loisirs devraient être les plus touchés par le ralentissement des dépenses privées. Le secteur manufacturier subit la hausse des prix de l'énergie et de divers intrants, ce qui devrait entamer ses marges également, dans la mesure où ces augmentations ne pourront probablement pas être répercutées en totalité sur les clients. Les interruptions de livraisons de produits intermédiaires engendrées par les événements au Japon touchent particulièrement l'électronique et l'automobile. Les constructions résidentielle et commerciale pâtissent d'une demande beaucoup moins soutenue et doivent donc être surveillées cette année. Les faillites ont recommencé à progresser au premier trimestre 2011 (+2,1% par rapport à la même période de 2010) et se maintiennent à un niveau élevé.





# Europe émergente

Reprise toujours  
plus lente que  
dans les autres zones  
émergentes

# Modification de note

## Chypre

### Déclassement de la note pays A3 (depuis mars 2011) en A4

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.

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

En 2011, la croissance restera atone, inférieure à 2%. 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.





# Asie émergente

Léger ralentissement  
attendu en Chine  
et en Inde

# Focus sur les principales économies

## Hong Kong

### La note A1 (depuis septembre 2010) reste inchangée

#### Croissance forte attendue en 2011 mais risque de bulle sur le marché immobilier à surveiller

La croissance a significativement rebondi en 2010, portée par la reprise du commerce international et par un regain de la demande interne soutenue par des politiques expansionnistes. Les exportations (qui représentent 350% du PIB) sont repartiées à la hausse (en particulier les biens d'équipements et l'électronique). L'investissement a bénéficié de vastes projets d'infrastructures, de conditions de crédit favorables et du boom de la construction. La consommation privée, principal moteur de l'activité, a été soutenue par l'amélioration des conditions sur le marché du travail, par les mesures de soutien aux ménages et par l'effet de richesse positif induit par la hausse de l'indice Hang Seng de la Bourse de Hong Kong et du marché immobilier. Malgré un très bon 1<sup>er</sup> trimestre 2011 (7,2%), l'activité devrait décélérer sur l'ensemble de l'année en raison de la fin du processus de reconstitution des stocks et des mesures prises par les autorités pour freiner le boom du marché immobilier. La consommation privée restera dynamique, portée par la hausse des salaires nominaux, notamment suite à l'introduction d'un salaire minimum en mai 2011. L'investissement demeurera bien orienté, soutenu par la poursuite des projets d'infrastructure (à l'instar du pont Hong Kong-Macau-Zhuhai) et par le maintien de taux d'intérêt bas. Enfin, les exportations bénéficieront de la forte croissance en Chine continentale. Du côté de l'offre, les services financiers, le transport maritime, la logistique, la vente de détail et le tourisme continueront de progresser rapidement. L'inflation (notamment la hausse du prix des actifs immobiliers) est à surveiller. Pour enrayer les hausses de prix, les autorités ont des marges de manœuvre très limitées en raison du régime de change fixe (ancrage sur le dollar) et

de la libre circulation des capitaux contraignant la politique monétaire hongkongaise. Cette dernière suit les évolutions de la politique monétaire américaine (maintien de taux d'intérêt bas), ce qui se traduit par un accroissement de la masse monétaire alimentant le crédit. En 2010, la moitié des crédits octroyés a été captée par le secteur immobilier. Face à la hausse des prix immobiliers de 20%, les autorités sont intervenues pour limiter la spéculation et protéger les banques contre une baisse de la valeur des hypothèques. En 2011, le risque d'éclatement de la bulle immobilière est donc à surveiller. Dans ce contexte, l'expérience de paiement Coface devrait rester stable. Toutefois, les informations sur les comptes des entreprises peuvent être éparpillées dans le cas d'entreprises non cotées qui n'ont pas l'obligation de publier leur bilan. Mais cette lacune est compensée par les possibilités de recouvrement de créances, permises par un système juridique performant, hérité du droit anglo-saxon.

#### Système bancaire et financier solide

Sur le plan financier, l'excédent courant est resté stable en 2010 et pourrait augmenter en 2011 en raison du dynamisme attendu de la Chine continentale et de l'essor des services (tourisme, services financiers, merchandising et logistique). Dans ce contexte, le niveau des réserves de change restera satisfaisant. Par ailleurs, l'ancrage du dollar hongkongais au dollar américain devrait être maintenu en 2011, même si le Chef de l'Exécutif a évoqué la possibilité à long terme d'établir un lien entre le yuan et le dollar hongkongais. Enfin, le système bancaire est demeuré solide grâce à des bons ratios de capitalisation, à un niveau de créances douteuses faible et à une supervision efficace.

# Chine

## La note A3 (depuis septembre 2009) reste inchangée

### Léger ralentissement de la croissance en 2011

La Chine a remarquablement traversé la crise grâce à l'efficacité des politiques économiques mises en place : ouverture des vannes du crédit (+33% en 2009), large plan de relance et stabilisation du yuan par rapport au dollar.

Néanmoins, dans un contexte de hausse de l'inflation (5,5% en mai 2011) et d'envolée du crédit, les autorités ont opéré un resserrement des politiques économiques : retrait du stimulus budgétaire, hausses des taux d'intérêt et des réserves obligatoires des banques, réintroduction des quotas sur le montant de prêts que les entreprises peuvent octroyer. Par ailleurs, des mesures ont été mises en place pour limiter la spéculation suite aux fortes hausses des prix sur le marché immobilier haut de gamme, notamment dans les grandes villes du pays. Enfin, la People's Bank of China a réintroduit une relative flexibilité du régime de change : le yuan s'est ainsi apprécié de 5,3% entre juin 2010 et juin 2011.

Malgré ces mesures, la croissance est restée dynamique au 1er trimestre 2011, atteignant 9,7%. Sur l'ensemble de l'année cependant, la croissance sera en légère décélération (8,8% attendu) en raison de la poursuite du durcissement des politiques économiques. L'investissement public notamment des collectivités locales devrait en effet décélérer.

L'investissement des entreprises privées restera en revanche dynamique, soutenu par les solides performances de la consommation privée tirée par l'amélioration du marché du travail et l'augmentation des salaires suite aux mouvements de grève de 2010.

### Des fragilités persistantes au niveau des entreprises, des banques et des collectivités locales

En 2011, les entreprises font face à plusieurs chocs : retrait des subventions et des mesures fiscales, infla-

tion et hausse des prix des intrants, resserrement de la politique monétaire et ralentissement du crédit bancaire (+18% en avril 2011), appréciation du yuan et pressions salariales importantes. Ces changements – favorables au rééquilibrage du modèle de croissance vers davantage de consommation à moyen terme – engendrent toutefois des risques à court terme. Les entreprises privées les plus fragiles, notamment les PME, sont à surveiller. En effet, ces mesures - nécessaire au renforcement du poids du salarié chinois dans le PIB - affecteront les secteurs à faible valeur ajoutée (textile, chaussure, jouet) et ceux en surcapacités (automobile, construction, sidérurgie).

Par ailleurs, l'endettement des collectivités locales s'est significativement accru dans le sillage du plan de relance. Ne pouvant s'endetter à leur propre titre, les entités sub-souveraines ont emprunté via des plateformes de financement locales (PFLs) au fonctionnement opaque. Les banques ont massivement prêté aux PFLs alors que ces dernières étaient faiblement capitalisées. En 2011, le risque de défaut en chaîne devrait être évité grâce à l'intervention de l'Etat qui dispose d'une épargne élevée et d'une dette publique faible. Cependant, ceci n'exclut pas des défauts ponctuels de collectivités locales : l'Etat, souhaitant éviter le risque d'aléa moral, pourrait être tenté de faire quelques exemples isolés.

Enfin, le développement rapide des prêts hors bilan et du crédit informel est à surveiller. Les officines bancaires ont proliféré en 2010 en dehors de tout contrôle prêtant de l'argent aux entreprises de manière non officielle. Le principal risque associé à ces sources de financement alternatives est que les taux sont usuraires. En outre, les prêts interentreprises constituent un risque important, puisque la faillite d'entreprise peut – par effet domino – provoquer des faillites de ses clients et de ses fournisseurs.



## Inde

**La note A3 (depuis décembre 2004) reste inchangée****Croissance forte en 2010/2011 et léger ralentissement attendu en 2011/2012**

L'économie indienne a rebondi en 2010/11, grâce à la reprise de la demande interne soutenue par des politiques économiques qui restent accommodantes malgré les hausses de taux d'intérêt. Elle a crû de 7,8% entre janvier et mars 2011. L'investissement a été soutenu par les vastes projets d'infrastructures tandis que la consommation a été tirée par la hausse des revenus liée aux bonnes performances agricoles dont dépend 70% de la population. Du côté de l'offre, les secteurs secondaire et tertiaire ont affiché un fort dynamisme, les entreprises privées indiennes bénéficiant d'avantages comparatifs dans les services (informatique, outsourcing) et l'industrie (biens d'équipement, vente de détail, pharmacie, automobile, textile, électronique, électroménager).

Par ailleurs, l'inflation a augmenté du fait du maintien de taux d'intérêt réels négatifs, de la hausse du prix des matières premières et de la baisse des subventions au prix du pétrole, du diesel, du kérosène et du gaz. La hausse des prix alimentaires se transmet à l'inflation sous jacente (hors prix énergétiques et alimentaires) à travers des hausses de salaires et engendre une hausse des prix finaux. Cette inflation élevée conjuguée au creusement du déficit courant témoigne d'une surchauffe avérée de l'économie indienne. La progression rapide de la demande interne ne peut être satisfaite par l'offre domestique, et l'économie croît plus vite que son potentiel ne le permet. En effet, les lacunes du pays en termes d'éducation et d'infrastructures constituent d'importants goulets d'étranglement.

En 2011/12, la Banque centrale devrait poursuivre ses hausses de taux d'intérêt ce qui pourrait entraîner un ralentissement de la croissance. Cette dernière restera néanmoins à un niveau satisfaisant grâce à de solides fondamentaux : large marché domestique, taux d'épargne et d'investissements élevés, production

diversifiée et performante, évolution démographique favorable, croissance équilibrée, portée à la fois par les investissements, les exportations et le développement rapide de la consommation de la classe moyenne. Par ailleurs, l'inflation restera élevée, les hausses de taux d'intérêt entraînant des afflux de capitaux spéculatifs, une accélération du crédit et ainsi des hausses de prix.

**Les finances publiques contraignent toujours les infrastructures**

En 2010/11, le déficit budgétaire s'est légèrement réduit avec la sortie progressive du plan de relance. Cette tendance devrait se confirmer en 2011/12. Il restera néanmoins substantiel, alimentant une dette publique déjà élevée. De plus, le lourd service de la dette devrait continuer de pénaliser les investissements publics en capital (notamment en infrastructures).

En revanche, la situation financière extérieure du pays reste solide. Le déficit courant devrait légèrement augmenter en raison de la reprise plus rapide des importations, tirée par le dynamisme de la demande interne, par rapport aux exportations. Néanmoins, le besoin de financement restera largement couvert par les IDE. Ainsi, les ratios d'endettement extérieurs resteront modérés. Par ailleurs, l'afflux massif de capitaux volatils en 2010/11 a poussé la roupie à la hausse et pose des défis à la politique monétaire. Des contrôles de capitaux pourraient être mis en place en 2011/12. Enfin, les réserves de change resteront élevées conférant au pays une bonne capacité de résistance face à des retraits brutaux de capitaux.

**Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires**

Des lacunes en termes de gouvernance demeurent, notamment en ce qui concerne la corruption. Plusieurs affaires ont éclaté fin 2010 et début 2011, notamment dans l'organisation des « Jeux du Common Wealth » et dans l'octroi des licences de téléphonies mobiles.

# Indonésie

## La note B (depuis mars 2004) reste inchangée

### Dynamisme ininterrompu par la crise

L'Indonésie a affiché une très bonne capacité de résistance à la crise grâce aux politiques économiques expansionnistes et, dans une moindre mesure, au dynamisme de la consommation des ménages.

En 2010, l'activité a retrouvé son rythme de croissance d'avant crise, tirée par un rebond de l'investissement (grâce à la reprise du crédit), des exportations vers l'Asie, des IDE et de la consommation des ménages (soutenue par l'amélioration du marché du travail et les hausses de salaires). L'inflation s'est accélérée en 2010, en raison de la reprise des flux de capitaux entrants et de la hausse des prix des produits alimentaires.

Malgré le resserrement de la politique monétaire, l'activité demeurera bien orientée en 2011, tirée par la demande interne. La croissance a d'ailleurs été de 6,5% au premier trimestre 2011. La consommation privée restera le principal moteur de la croissance et soutiendra les ventes de détail. L'investissement affichera un fort dynamisme (notamment dans le secteur de la construction et des infrastructures). Enfin, les exportations bénéficieront de la reprise des économies asiatiques et du maintien des prix des matières premières à un niveau satisfaisant. Toutefois, les industries exportatrices (notamment caoutchouc) sont affectées par le tremblement de terre au Japon, deuxième destination d'exportation de l'Indonésie. Les premiers chiffres pour 2011 laissent toutefois présager d'un fort dynamisme de l'industrie automobile, et des secteurs à faible valeur ajoutée. Enfin, l'inflation devrait se maintenir à un niveau élevé, en raison des tensions sur les marchés de l'énergie et du dynamisme de la demande interne.

Dans ce contexte, l'indice de défaillance de paiement Coface devrait rester stable en 2011. Toutefois, des

fragilités en termes de transparence des entreprises persistent. Les comptes sont rarement disponibles et, lorsqu'ils le sont, leur fiabilité est douteuse. En outre, les problèmes de corruption demeurent et le système judiciaire reste lent et coûteux.

### Situation financière solide

Sur le plan financier, malgré le plan de relance, l'amélioration continue du risque souverain se poursuit, comme en témoigne la diminution des ratios de dette et de déficits publics. En outre, la part de la dette libellée en devises tend également à reculer. Les ratios d'endettement extérieur devraient demeurer contenus même si l'excédent courant se réduira en 2011 en raison de la croissance très rapide des importations dans un contexte de reprise de la demande interne.

Après les importantes sorties de capitaux du quatrième trimestre 2008, les investissements de portefeuille ont significativement rebondi en 2009-2010, mais devraient légèrement reculer en 2011. Face aux risques associés à ces capitaux volatils (appréciation de la rupiah affectant la compétitivité des exportations, hausse rapide de la masse monétaire), les autorités ont mis en place en juin 2010 des contrôles de capitaux (période de détention minimum des certificats de la Banque centrale) qui n'auront cependant qu'un impact marginal sur ces flux entrants déstabilisateurs (la rupiah s'est appréciée de 14,4% face au dollar en 2010). Les réserves de change resteront donc à un niveau satisfaisant en 2011, rendant le pays peu vulnérable à des sorties brutales de capitaux volatils.

Enfin, le système bancaire indonésien est resté solide malgré la crise, grâce à la réduction du taux de créances douteuses, au système d'assurance des dépôts et aux bons ratios de capitalisation et de profitabilité.



# Amérique latine

Atterrissage  
en douceur

# Focus sur les principales économies

## Brésil

**La note A3 (depuis septembre 2010) reste inchangée**

### Croissance plus modérée en 2011

Le rebond de la consommation des ménages et des investissements privés a été particulièrement robuste au premier semestre 2010, stimulé par le maintien de mesures fiscales incitatives, un crédit plus accessible et un niveau élevé de dépenses publiques dans la perspective des élections présidentielles au mois d'octobre. L'économie a montré des signes de surchauffe au second semestre, avec notamment une remontée des tensions inflationnistes.

La fin de certains allègements fiscaux, la remontée du taux Selic en juillet et des mesures de resserrement du crédit ont ramené la croissance à un taux plus réaliste au second semestre.

La nouvelle administration Rouseff poursuit une politique de resserrement monétaire et budgétaire qui semble porter ses fruits. En glissement annuel, l'activité a continué de ralentir au premier trimestre 2011, la croissance devrait ainsi retrouver sur l'ensemble de l'année un rythme plus soutenable. L'inflation cède du terrain. Cela étant le marché du travail reste tendu ce qui contribue à une persistance des tensions inflationnistes. L'activité est portée par les investissements compte tenu des besoins infrastructures, en vue de la Coupe du Monde de Football en 2014 et des Jeux Olympiques en 2016. La consommation privée est

affectée par la hausse des taux d'intérêt qui alourdit la charge de la dette des ménages, 60% d'entre eux étant endettés.

### Le comportement de paiement des entreprises se maintient au niveau de la moyenne mondiale

Tous les secteurs ont affiché de bonnes performances en 2010, en particulier le secteur industriel et la distribution qui ont tiré l'expansion. Ils sont de ce fait plus directement affectés par le tassement de l'activité en 2011. Les grandes firmes devraient continuer de se financer sur les marchés extérieurs tandis que les petites et moyennes entreprises qui ne peuvent s'auto financer, pourraient avoir plus de difficultés compte tenu du resserrement du crédit et de son renchérissement. Les entreprises exportatrices qui sont pénalisées par l'appréciation du real auront tendance à se recentrer sur le marché domestique, qui malgré le ralentissement de la demande intérieure, présente toujours de bonnes perspectives de croissance. Le comportement de paiement des entreprises brésiliennes a été dans l'ensemble moins affecté par la crise que la moyenne mondiale. L'amélioration des paiements observée en 2010 est corrélée à la moyenne mondiale et la tendance devrait se poursuivre en 2011.

### Situation financière à surveiller

Les objectifs de la nouvelle administration, de contention de l'inflation et de la dette publique, devraient conduire à un ralentissement des dépenses budgétaires courantes. Il pourrait cependant lui être difficile de rompre brutalement avec des politiques qui ont conduit à un renforcement de la consommation domestique. Le déficit public pourrait donc se maintenir à un niveau comparable à celui de 2010.

La situation financière extérieure reste à surveiller. En tenant compte de l'amortissement de la dette, le besoin de financement est très important et en forte hausse. Le pays ne devrait pas avoir de difficultés pour le couvrir mais une part importante des capitaux étrangers est constituée de capitaux volatils et vulnérables à un retournement de confiance des marchés. Un retrait brutal de capitaux pourrait faire chuter le réel. Les réserves en devises présentent de bonnes capacités de résistance à une telle éventualité, mais le

risque reste à surveiller compte tenu des conséquences sur la capacité des entreprises privées à rembourser leur dette.

### Continuité politique

Comme cela était largement anticipé, Dilma Rousseff candidate du Partido dos Trabalhadores (PT) a gagné l'élection présidentielle le 31 octobre 2010. Cette nouvelle présidence se présente sous l'angle de la continuité de politiques économiques prudentes, ce qui rassure les marchés. Elle hérite d'un pays qui est passé au rang de 8<sup>ème</sup> économie mondiale et figure parmi les premières économies émergentes, avec la Russie, l'Inde et la Chine. Il est probable que les politiques en matière de réformes resteront conservatrices. Le siège temporaire du Brésil aux Nations Unies jusqu'à la fin de l'année 2011 devrait contribuer à assoir davantage sa stature et son influence géopolitique.

## Mexique

### La note A4 (depuis mars 2010) reste inchangée

#### Ralentissement lié à l'activité des Etats-Unis

Après une profonde récession en 2009 (-6,1%), la remontée des cours du pétrole et la reprise de la demande des Etats-Unis, qui absorbent près de 80% des exportations mexicaines, ont facilité le rebond de l'économie en 2010, qui n'a pas pour autant retrouvé son niveau d'avant crise. La reprise de la demande américaine a dopé l'industrie manufacturière et le tourisme. Les comptes extérieurs ont eu néanmoins un impact nul sur la croissance compte tenu de la progression des importations de biens et services. L'activité a été portée par la demande intérieure et

notamment par la demande privée ainsi que par les investissements domestiques et étrangers. La consommation des ménages a bénéficié d'une baisse du chômage et de l'augmentation des salaires, mais elle est restée bridée en raison d'une faible progression des remises de la main d'œuvre émigrée. En 2011, la reprise se confirme, malgré un ralentissement attendu de l'activité. L'augmentation des prix des carburants et une modération de la croissance aux Etats-Unis freinent les exportations de véhicules automobiles vers ce pays. Le secteur automobile, en forte croissance fin 2010 et début 2011, souffre également de

ruptures d'approvisionnement des usines de marque japonaise Nissan et Honda. L'activité reste tirée par la demande interne et notamment par les investissements. La confiance des consommateurs s'améliore bien que les ventes de détails restent en dessous de leur niveau avant crise. Le secteur industriel et la construction sont les secteurs les plus dynamiques.

### Stabilité de l'expérience de paiement

Le marché de l'emploi s'est redressé mais les emplois sont souvent temporaires ce qui reflète les incertitudes des entreprises quant aux perspectives, en liaison avec l'activité américaine. Confrontés en outre à la concurrence asiatique, les secteurs à faible valeur ajoutée (dans les maquiladoras notamment) sont affectés par une perte de compétitivité en raison notamment des rigidités du marché du travail. Les PME restent pénalisées par une politique restrictive des banques qui préfèrent concentrer leur portefeuille sur les grandes firmes. Dans ce contexte, l'expérience de paiement devrait rester stable, se maintenant dans la moyenne mondiale.

### Situation financière à surveiller

La remontée des prix pétroliers en 2010 ainsi que la croissance ont incité les autorités à réviser à la hausse les dépenses et en particulier les investissements de la compagnie nationale Petroleos de Mexico (Pemex), les IDE étant exclus de ce secteur. Le maintien des capacités de production de PEMEX est en effet stratégique car les revenus qui en sont issus représentent environ un tiers des recettes de l'Etat. La bonne tenue des prix pétrolier devrait permettre de ramener le déficit public autour de 2,5% du PIB en 2011. L'endettement public extérieur est en hausse, le Mexique profitant de l'appétit des marchés pour les pays émergents, pour couvrir ses besoins de financement par des crédits à long terme voire à très long terme.

Du côté des comptes extérieurs le déficit de la balance courante pourrait légèrement se creuser en 2011, du fait de la dégradation de la balance des invisibles en l'absence de reprise des transferts de la main d'œuvre émigrée. Afin de couvrir un important besoin de financement en progression, le pays devrait pouvoir compter sur les flux d'investissements directs étrangers ainsi que sur des crédits extérieurs à long terme. Mais compte tenu de la vulnérabilité de la situation extérieure, à titre de précaution les autorités ont demandé et obtenu du FMI le renouvellement sur deux années de la Ligne de Crédit Modulable accordée en avril 2009 (lorsque le peso se dépréciait). Celle-ci a été portée de 43 à 73 Mds\$ ce qui accroît les capacités de résistance du pays à une crise de liquidité.

### Lenteur des réformes et insécurité persistante

Le PAN (Partido Accion Nacional), parti conservateur du président Calderón, a perdu sa majorité relative lors des élections législatives de mi-mandat de juillet 2009, au profit du PRI (Partido Revolucionario Institucional). D'ici les prochaines élections présidentielles (juillet 2012), l'avancement des réformes va donc se heurter à de plus fortes résistances politiques et sociales. En outre, l'aggravation du climat d'insécurité et de violence, résultant de la criminalité organisée liée au narcotrafic, représente un défi grandissant pour l'autorité de l'Etat et a un impact négatif sur l'environnement des affaires.

# CEI

La croissance  
ne rejoint pas  
son niveau  
d'avant la crise



# Focus sur les principales économies

## Russie

### La note B (depuis septembre 2010) reste inchangée

#### Croissance plus faible qu'avant la crise mais qui bénéficie des prix élevés du pétrole

L'économie russe a renoué avec la croissance en 2010 après avoir enregistré une récession très sévère en 2009. D'abord initiée par le rebond du prix du pétrole et de la demande extérieure, et amplifiée par des effets de base très favorables, la croissance est désormais soutenue par le regain de consommation des ménages. La vague de sécheresse et d'incendies de l'été a eu un impact temporaire et relativement limité sur le rythme de croissance. Effet revenu lié aux prix élevés du pétrole et raffermissement de la demande interne dynamisent la croissance début 2011 (+4,1% au 1er trimestre). La politique active du gouvernement en termes de retraites (+10% en avril 2011) et de salaires des fonctionnaires, la reprise des crédits à la consommation et la baisse du taux d'épargne soutiendront la consommation domestique même si la hausse des cotisations sociales et l'inflation galopante pèsent sur le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, la croissance ne rejoindra pas ses niveaux d'avant-crise et devrait souffrir de sa trop forte dépendance au pétrole à moyen terme. La persistance des faiblesses structurelles (environnement des affaires difficile, vieillissement démographique...) continue de nuire également à l'investissement et contraint la modernisation de l'économie. En effet, malgré le retour

progressif du crédit domestique, l'investissement tarde à redémarrer et reste contraint par l'entrée en vigueur d'une disposition fiscale rendant moins attractif l'endettement extérieur. Les flux entrants d'IDE seraient également limités étant donné l'environnement politique relativement instable dans l'attente des prochaines échéances électorales.

#### Déficits publics et privatisations

Le gouvernement devrait lancer en 2011 un vaste plan de privatisations concernant certains fleurons de l'économie tels que Rosneft, RusHydro, Sberbank, VTB et Russian Railways. Ces privatisations, partielles, devraient rapporter 10 milliards de dollars par an à l'Etat, pendant cinq ans, et couvrir ainsi 15% des déficits publics des prochaines années. Les finances publiques se sont en effet dégradées depuis la crise et s'inscrivent désormais dans le rouge. La hausse des dépenses, qui témoigne de la politique sociale de l'Etat et de son soutien à des secteurs clés de l'économie, ne pourra être remise en cause avant les élections de 2012 et ne sera que faiblement compensée par les nouvelles recettes fiscales. Le déficit budgétaire hors pétrole continue alors de se creuser. En 2011, il faudrait un baril de pétrole à 110 dollars pour équilibrer le budget alors que le seuil s'établissait à 34 dollars en 2007.

Le gouvernement a abondamment tiré sur ses fonds souverains pour financer les déficits et retourne désormais sur les marchés de capitaux, en privilégiant le marché domestique. Si l'impact sur la dette est limité, l'effet d'éviction du secteur privé est important car les banques russes privilégient la liquidité de la dette souveraine.

Les banques sortent de la crise confortablement capitalisées, désendettées et avec de nouveau des actifs disponibles. Le marché du crédit a, quant à lui, repris progressivement en 2010. Le secteur est pourtant toujours risqué et polarisé par un nombre trop important de banques autour d'un noyau de 5 banques publiques ou para-publiques au sommet, et de 20-25 banques privées toujours menacées par des risques de liquidité (marché bancaire inefficace, manque de confiance) et de créances douteuses, de taille insuffisante par rapport au marché et affectées de maux endogènes : manque de stratégie à long terme, mauvaise maîtrise des risques, fonds propres peu transparents, déficit de supervision...

### En perspective des prochaines échéances électorales

Si la politique russe sous la présidence de D. Medvedev s'est révélée dans la droite lignée de celle menée par V. Poutine, l'approche des élections présidentielles en 2012 pourrait être favorable à des dissensions au sein du tandem. D'autant qu'ils vont devoir se confronter au mécontentement croissant d'une classe moyenne active qui se sent prise dans l'étau des appareils répressifs du gouvernement central, alors que le « printemps arabe » a mis au pilori un certain nombre de régimes autocratiques. Enfin, la Russie espère faire fructifier l'amélioration des relations diplomatiques avec le monde occidental afin d'attirer les investissements et transferts de technologie nécessaires à la modernisation de l'économie, chère au président D. Medvedev. Cependant, les lacunes en matière de climat des affaires n'y sont pas favorables et l'amélioration de la gouvernance tarde à se réaliser. La Russie a toutefois adhéré en mai 2011 à la convention anti-corruption de l'OCDE. Enfin, malgré une amélioration de l'expérience de paiement de Coface, le risque d'impayés reste néanmoins élevé du fait du manque de transparence des entreprises et des lacunes en matière de droit des créanciers.



## Biélorussie

### La note D (depuis mars 2000) reste inchangée

#### Détérioration significative de la situation financière et dévaluation du rouble

Après avoir affiché une croissance robuste en 2010, l'économie fait face aujourd'hui à d'importants déséquilibres macro-économiques qui ont conduit à une grave crise de liquidité. Les comptes extérieurs biélorusses sont structurellement déséquilibrés, affichent des déficits abyssaux, notamment en 2010 (-15,6% du PIB) sous l'effet de la hausse de la facture énergétique suite à l'entrée en vigueur du nouveau contrat pétrolier avec la Russie.

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, la situation s'emballé : le déficit commercial continue de se creuser (-2,4 milliards de dollars), encore aggravé par les largesses distribuées (larges augmentations salariales dans le secteur public, hausse des retraites, hausse du salaire minimum, octroi de prêts dirigés vers les secteurs en difficulté), avant l'élection présidentielle de décembre 2010, qui se sont traduites par un boom de la consommation, notamment de produits importés ; la dette extérieure atteint désormais 10 milliards de dollars. Dans le même temps, la population achète à profusion pour se constituer des stocks de précaution, créant par là-même pénuries et hausse des prix dans les circuits de distribution. Or, la faiblesse des IDE (inférieurs à 5% du PIB) rend la Biélorussie dépendante de l'accès aux marchés financiers pour boucler ses comptes extérieurs.

Ainsi, malgré l'émission réussie d'un Eurobond en 2010, la situation financière de la Biélorussie est devenue insoutenable sur les premiers mois de 2011. Le niveau des réserves a atteint un niveau extrêmement faible (4 Mds de dollars en mars 2011 soit environ 6 semaines d'importations) rendant le pays incapable de

couvrir ses engagements de court terme (déficit courant + dette court terme). Les mesures de contrôle de capitaux mis en place ces derniers mois n'ont pas permis d'enrayer les pressions sur le taux de change. Les autorités ont donc été conduites à dévaluer le 23 mai dernier le rouble plus de 50% par rapport au dollar afin d'aligner progressivement les différents cours en vigueur dans le pays.

#### Le pays au bord du précipice reçoit une aide de 3 milliards de dollars en échange de privatisations massives

Sur le reste de l'année 2011, le déficit courant substantiel et le service de la dette (1 Mds de dollars d'après les estimations) ainsi que l'inflation galopante (plus de 30% attendu) pourraient entraîner une grave crise économique et un défaut souverain. De même, les entreprises n'ont plus accès aux devises étrangères, des défauts sont donc attendus. Après le mouvement de grogne de la population provoqué par la hausse, finalement suspendue, de 30% des prix de l'essence, le gouvernement tente d'endiguer l'inflation par un resserrement de sa politique monétaire et une maîtrise de la hausse des prix supérieure à 5%, notamment sur les prix des biens de première nécessité.

La situation financière et économique de la Biélorussie est donc extrêmement précaire. Les spreads souverains ont fortement grimpé rendant très coûteuse toute nouvelle émission d'Eurobonds. Pour sortir de ce marasme, le pays a besoin de plus de 9 milliards de dollars de financement cette année. Le FMI ainsi que l'UE ont fermé leurs portes à la Biélorussie du fait

des violations flagrantes des droits de l'Homme, constatées notamment aux lendemains de la réélection de A. Lukachenko. Tout d'abord réticente à un quelconque soutien, la Russie lui a finalement octroyé un prêt de 3 milliards de dollars, au travers du Fonds anticrise de la Communauté économique eurasiatique (CEEAA). En 2011, 1,24 milliard de dollars seraient débloqués, puis 800 millions et un milliard respectivement en 2012 et 2013. La première tranche de 800 millions de dollars a été versée le 21 mai dernier. En contrepartie, les russes exigent une nouvelle dévaluation d'environ 40% ainsi que la privatisation des actifs biélorusses.

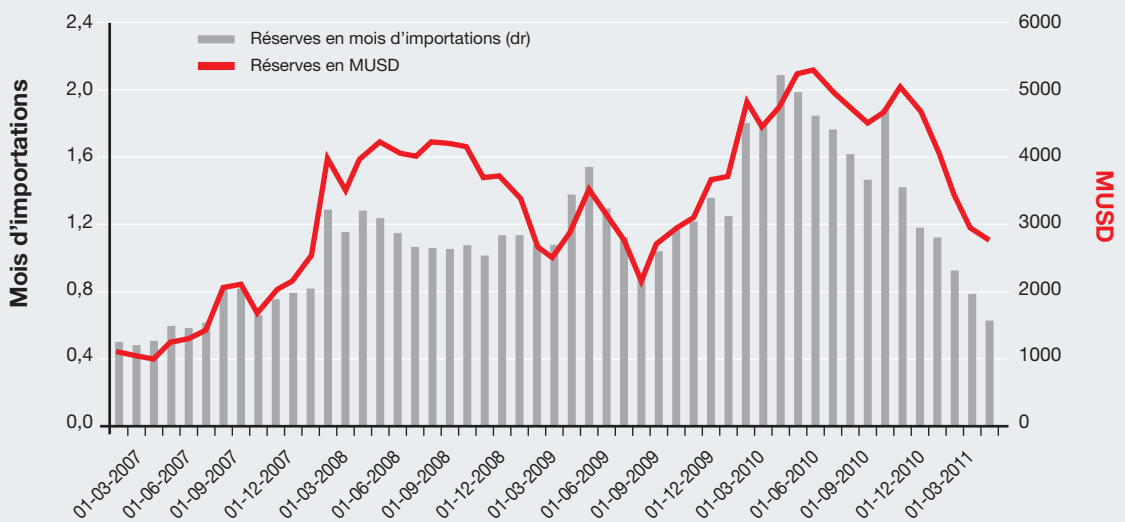
Le plan de privatisations prévoit la vente sur trois ans de près de 150 sociétés publiques et des parts de l'État dans des sociétés mixtes, soit un montant de 7,5 milliards de dollars. Le principal enjeu : le réseau de gazoducs de Beltransgaz dont la société russe Gazprom a déjà acquis 50% du capital en 2010, qui représente un intérêt stratégique pour le monopole

d'Etat russe. Les autres actifs les plus convoités sont les raffineries de pétrole, alimentées essentiellement avec du brut russe destiné à l'Europe dont 20% est acheminé par Beltransgaz ainsi que le géant des engrais, Belaruskali.

### Isolement politique du régime autoritaire du président Loukachenko

Plus que jamais isolé sur la scène internationale, la Biélorussie n'a plus beaucoup de marge de manœuvre. Le gouvernement a reconnu ne pas se faire d'illusions sur un éventuel crédit de huit milliards de dollars accordé par le FMI, jugeant qu'Américains et Européens allaient s'y opposer. M. Loukachenko, ne semble pas pourtant vouloir renoncer à son modèle économique-social ; il a nié que son pays était en crise et dénoncé une panique créée par les médias. Le régime autoritaire en place depuis 1994 sera-t-il en mesure de supporter encore une fois un choc d'une telle ampleur ?

### Les réserves de change s'effondrent : à peine 1 mois d'importations





# Afrique du Nord/ Moyen-Orient

Les incertitudes  
politiques  
pèsent sur la  
croissance

# Focus sur les principales économies

## Maroc

**La note A4 (depuis septembre 2007) reste inchangée**

### **Activité toujours dépendante du secteur agricole et de l'Union européenne, dans le contexte chahuté du « printemps arabe »**

La croissance de l'économie marocaine, en 2011, doit rester principalement portée par la demande interne, avec un relatif dynamisme des activités non-agricoles. Plusieurs secteurs devraient en bénéficier, notamment l'automobile et le bâtiment, sous l'impulsion du développement du logement social par le gouvernement, alors que la production céréalière se maintiendrait. La contribution déterminante de la demande interne explique, pour partie, que la croissance doit rester soutenue, en dépit d'une dépendance du Maroc vis-à-vis de l'Union Européenne (UE), où celle-ci restera molle. Néanmoins, les effets directs et indirects du « printemps arabe » sur l'économie marocaine - conséquences sur le tourisme, retour des marocains des pays connaissant des révoltes populaires - laissent prévoir un taux de croissance moindre que celui envisagé par les autorités (4,6%). S'y ajoute la flambée des cours internationaux des matières premières.

Dans ce contexte effervescent, l'économie demeure, également, tributaire des performances du secteur agricole et donc des aléas climatiques, malgré une diversification accrue dans des secteurs à plus haute valeur ajoutée.

### **Détérioration des déficits jumeaux, mais un endettement extérieur relativement modéré**

Un assainissement des finances publiques a été recherché ces dernières années et il en a résulté un endettement public gérable, essentiellement domestique. L'année 2011 devait être marquée par une certaine rigueur, les réformes en cours ayant pour but de réduire durablement le déficit budgétaire et la dette publique. Or, dans la foulée du « printemps arabe », des rallonges budgétaires ont été prévues afin d'acheter la paix sociale – mesures d'accompagnement social, compensation de l'alourdissement de la facture pétrolière – et il va en résulter un creusement déficit budgétaire et une hausse de la dette publique en 2011.

Les exportations doivent être dopées notamment par la progression des ventes de phosphates, mais la mollesse de la demande de l'UE et le niveau élevé des prix internationaux de l'énergie vont peser négativement sur la balance commerciale. En outre, les revenus du tourisme et les transferts des expatriés pourraient connaître un tassement et il en résultera un creusement du déficit des comptes extérieurs. Celui-ci ne devrait être qu'en partie couvert par les flux d'investissements directs étrangers, étant précisé qu'il semble que le Maroc bénéficie d'un transfert en sa faveur de projets qui, avant les révolutions arabes,

auraient été réalisés ailleurs. Ces investissements, provenant principalement de l'UE ou du Moyen-Orient, s'insèrent le plus souvent dans le cadre de partenariat publics-privés dans le cas des infrastructures routières, ferroviaires, portuaires ou touristiques.

Une grande partie de la dette extérieure, essentiellement publique et dont le poids est supportable, est due à des conditions concessionnelles, ce qui constitue un avantage certain. La capacité du pays à faire face à ses engagements extérieurs semble donc assurée, en dépit des chocs défavorables que subit l'économie.

Par ailleurs, avec un régime de change administré et un niveau de réserves assez confortable, le pays dispose d'une capacité de résistance satisfaisante à un retrait brutal de capitaux. De plus, le système bancaire est le plus développé d'Afrique (en dehors de l'Afrique du Sud), il demeure bien capitalisé, liquide et rentable, et l'amélioration de la réglementation macro prudentielle progresse.

### **Des réformes envisagées dans le sillage du « printemps arabe »**

En réponse à une insatisfaction politique et sociale grandissante et à des manifestations, dans le contexte du « printemps arabe », le Roi Mohammed VI a annoncé en mars et présenté en juin 2011 un projet de réforme constitutionnelle visant à un rééquilibrage au sein de la monarchie chérifienne, par un renforcement des pouvoirs du 1er ministre et du Parlement, une plus grande indépendance de la justice et une régionalisation accrue.

La quasi totalité des partis politiques a appuyé ce projet qui doit être soumis à un referendum en juillet 2011 et qui ne remet pas en cause l'essentiel des prérogatives d'un monarque qui reste populaire, les mouvements de contestation ne remettant pas en cause son rôle primordial. Beaucoup dépendra, cependant, des délais et de la mise en œuvre de ces mesures, mais aussi de progrès vers une plus grande justice sociale.

Dans ce contexte, les progrès réalisés en matière d'environnement des affaires semblent insuffisants, la population se plaignant de la corruption, du clientélisme et de la mal gouvernance, les mouvements de contestation mettant nommément en cause, à ce titre, certains membres du proche entourage du roi.



## Tunisie

### La note A4 (depuis mars 2011) reste inchangée

**Les incertitudes politiques devant peser négativement sur l'activité économique et entraîner une détérioration supplémentaire des finances publiques et des comptes extérieurs.**

#### **Incertitudes politiques et nombreux défis sociaux et économiques à relever**

Après l'éviction mi-janvier 2011 de l'ex président Ben Ali, au pouvoir depuis 1987, un gouvernement intérimaire d'union nationale a été formé dans le but notamment d'organiser des élections pour la formation d'une assemblée constituante.

L'issue de ces élections, reportées à fin octobre 2011, est incertaine, dans la mesure où environ 80 partis ont été constitués, dans le vide laissé par la dissolution de l'ancien parti présidentiel, le Rassemblement constitutionnel démocratique, avec l'éventualité que le parti islamiste Ennahda soit le principal bénéficiaire de la situation.

Par ailleurs, les nouvelles autorités sont confrontées à de multiples défis sociaux et économiques. Le chômage, qui touche officiellement environ 15% de la population et particulièrement les jeunes diplômés, demeure un enjeu majeur. Il nourrit un important sentiment de frustration et a conduit aux manifestations à l'origine de la chute de l'ancien régime. De plus, les fruits de la croissance ont été distribués inégalement, non seulement socialement mais aussi géographiquement, et une politique d'aménagement du territoire en faveur de l'intérieur du pays, défavorisé par rapport aux régions côtières, est prévue par les autorités.

#### **Activité dépendante de l'évolution de la situation politique**

L'activité a fortement baissé depuis le début de l'année 2011, en raison des incertitudes politiques, même

si le transfert des actifs du clan Ben Ali-Trabelsi (distribution commerciale et automobile, hôtellerie, transport aérien, banques) se fait sans la paralyser. Par secteurs, la dégradation la plus marquée concerne le tourisme (faisant vivre directement et indirectement 1,5 Mns de Tunisiens), avec une chute d'environ 45% au premier trimestre, puis l'industrie, avec un recul de près de 10% de la production. Par ailleurs, les investissements directs étrangers ont diminué d'un quart sur les quatre premiers mois de 2011. En revanche, le secteur agricole (8% du PIB) résiste bien, les récoltes s'annonçant bonnes. Au total, l'économie tunisienne pourrait échapper de justesse à la récession en 2011, en supposant un redémarrage progressif de l'activité à partir de la deuxième partie de l'année, avec notamment une possible reprise de l'investissement privé, qui avait été freiné par le népotisme de l'ancien clan présidentiel.

#### **Détérioration des déficits jumeaux atténuée par des aides financières internationales**

La Tunisie a obtenu fin mai 2011, à l'occasion du G8, des promesses de soutien financier supplémentaire pour couvrir l'accroissement prévu des déficits de ses comptes publics et extérieurs. A cet effet sont programmés des prêts totalisant 1,35 Md\$, la Banque mondiale et la Banque africaine de développement ayant chacune promis 500 Mns\$ et l'Agence Française de Développement l'équivalent de 275 Mns\$. A cela devraient s'ajouter des prêts de la Banque européenne d'investissement et du Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social. Dans ce contexte, le risque souverain et celui d'une crise de balance des paiements se trouvent atténués.

Le déficit budgétaire va se creuser en raison, d'une part, du recul de l'activité devant entraîner mécaniquement une baisse des recettes fiscales, et, de l'autre, d'une augmentation des dépenses, à la suite de diverses mesures visant à améliorer le niveau de vie et à réduire le chômage, de subventions aux prix de certains produits de base ainsi que, ultérieurement, de la possible relance des investissements publics. Néanmoins, depuis quelques années, le niveau de la dette publique - contractée majoritairement auprès d'institutions multilatérales à des termes concessionnels - s'est réduit par rapport au PIB et avoisine la moyenne des pays émergents comparables (de l'ordre de 45%).

Les exportations devraient se tasser en 2011, à cause des Incertitudes politiques, de la mollesse de la demande de l'UE, particulièrement de l'Italie et de l'Espagne, ainsi que de la guerre en Libye, alors que ces

pays figurent parmi les principaux partenaires commerciaux du pays, et l'exploration de nouveaux marchés, notamment en Afrique, sera vraisemblablement repoussée. En revanche, la relative robustesse de la demande intérieure pourrait se traduire par une progression des importations, notamment de produits bruts ou semi-finis, et donc par le creusement du déficit commercial. En outre, si les transferts des expatriés devaient se maintenir, les recettes touristiques devraient chuter de façon catastrophique (de l'ordre de 50% par rapport à 2010) et, au total, le déficit courant devrait se dégrader très fortement. De plus, ce déficit ne devrait être que très partiellement couvert par les flux d'investissements directs étrangers, la Tunisie risquant de constituer un cadre moins attractif pour ceux-ci, temporairement du moins.

## Egypte

### La note B (depuis mars 2011) reste inchangée

**En raison des répercussions défavorables d'une transition politique relativement incertaine, notamment sur la croissance économique, les finances publiques et les comptes extérieurs.**

#### Transition politique relativement incertaine

La transition politique, initiée par la démission du président Moubarak le 11 Février 2011 sous la pression populaire, reste incertaine.

Le Conseil suprême des forces armées, présidé par le maréchal Mohammed Tantawi, a prévu de diriger le pays jusqu'à la tenue d'élections législatives et présidentielle libres, respectivement programmées en septembre et décembre 2011, conduisant à une révision de la Constitution et à un gouvernement civil. Il doit y avoir une participation accrue de l'éventail des mouvements politiques, incluant notamment

la puissante confrérie des Frères musulmans précédemment interdite. Subsiste, toutefois, le risque que l'insatisfaction de la population remette en cause une transition en douceur, l'armée semblant devoir rester l'ultime arbitre.

#### Forte décélération de la croissance

L'ampleur des répercussions sur l'activité économique dépendra du déroulement de la période de transition. A ce stade, il semble que l'économie devrait échapper à la récession sur l'année fiscale juillet 2010-juin 2011, compte tenu de l'acquis de croissance antérieur aux événements.

L'activité dans le tourisme, secteur clé pour le pays (6% du PIB au sens strict et 12% avec les retombées indirectes), aurait chuté de moitié, la période des troubles ayant coïncidé avec la haute saison touristique. D'autres secteurs ont été touchés durant les premiers mois de 2011, le commerce de gros et de détail, les services financiers et commerciaux, les transports, les télécommunications et l'industrie manufacturière. En revanche, le secteur du pétrole et du gaz ainsi que le trafic du canal de Suez n'ont pas été vraiment affectés.

La plupart des secteurs devraient repartir dès le retour à la normale, mais l'industrie du tourisme sera probablement plus lente à se rétablir.

Dans cet environnement politique et économique incertain, les pressions sur les prix devraient rester élevées, avec le maintien d'un taux d'inflation à deux chiffres.

### **Dérapiage des finances publiques atténué par des aides financières internationales**

Les événements vont donner lieu à des déficits budgétaires plus élevés que prévu pour les exercices 2010/11 et 2011/12, principalement en raison de la chute de la croissance, et donc des recettes, et de dépenses plus élevées que prévu. Le produit des taxes sur les ventes et celui des droits de douane vont baisser fortement, du fait des perturbations.

Parallèlement, les dépenses sont plus élevées que prévu, en raison d'une augmentation des salaires du secteur public et de l'aide sociale, ainsi que de subventions plus importantes (25% des dépenses totales).

Toutefois, traditionnellement, le financement du déficit de l'Etat égyptien est majoritairement assuré par le marché domestique. De plus, les aides financières internationales annoncées fin mai 2011, à l'occasion du G8, doivent amplement faciliter la couverture du besoin de financement résiduel en 2011 et en 2012.

### **Pression sur les comptes extérieurs également atténuée par les aides financières internationales**

Les exportations de biens doivent progresser modérément, en raison de la hausse des prix du pétrole, et d'importantes sources de devises, comme les recettes du Canal de Suez ou les transferts des travailleurs, ne sont pas susceptibles d'être affectées significativement. La principale raison de la détérioration est la forte baisse du tourisme dans la première moitié de 2011, entraînant un net creusement du déficit du compte courant.

Les flux d'investissements directs étrangers portant sur les industries manufacturières, le tourisme ou l'immobilier (la moitié du total) sont affectés par les événements. En revanche, ceux destinés au secteur du pétrole et du gaz ont été moins touchés. En outre, étant donné l'incertitude, des fuites de capitaux se sont produites et des non-résidents ont également rapatrié des capitaux en vendant des bons du Trésor.

Toutefois, les ratios d'endettement extérieur doivent se maintenir à des niveaux modérés et le déficit des comptes extérieurs devrait être en grande partie couvert par les aides financières internationales prévues, aide saoudienne, prêts des Etats-Unis, de la Banque mondiale et du FMI (ce dernier étant évalué à 3 Mds\$).

### Livre égyptienne soumise à rude épreuve

Dans les circonstances actuelles et dans le cadre du régime de flottage administré avec ancrage informel à l'US \$, maintenir la stabilité des taux de change sera un défi majeur. Toutefois, le risque de dépréciation importante de la livre égyptienne devrait être tempéré par les interventions de la Banque centrale, qui avait accumulé des réserves de change et dispose aussi d'importants dépôts en devises dans le système bancaire. Les autorités ont été amenées à puiser dans ces réserves et dépôts pour soutenir la monnaie et les réserves officielles de change vont sensiblement diminuer.

### Secteur bancaire relativement épargné

Le secteur bancaire, dominé par les grandes banques d'État, est suffisamment liquide mais il reste faiblement capitalisé, inefficace, plombé par un taux élevé de créances douteuses (15%) et peu rentable.

Depuis 2004, cependant, des réformes ont été engagées afin d'améliorer son efficacité et les règles de gouvernance, particulièrement dans le secteur public.

La Banque centrale d'Égypte a pris des mesures pour éviter tout mouvement de panique bancaire, en plafonnant les retraits sur les dépôts en monnaie locale et en devises fortes, et la situation devrait évoluer d'une manière relativement ordonnée.

## Syrie

### La note C<sub>+</sub> (depuis mars 2011) reste inchangée

**En raison des répercussions défavorables d'une situation politique tendue sur la croissance économique, les finances publiques, les comptes extérieurs et l'expérience de paiement.**

### Contestation politique grandissante dans le contexte du « printemps arabe »

Le président Bachar al-Assad, qui a entamé un deuxième mandat de sept ans en 2007, se heurte depuis la mi-mars 2011 à une contestation grandissante de son régime. Le pouvoir essaye de contenir les soulèvements populaires, encore localisés, au prix d'une violente répression, alors que jusqu'ici l'importance du système sécuritaire et la prédominance du parti Baas lui permettaient de conserver une emprise sur le pays. Les annonces fin mars 2011 de la formation d'un nouveau gouvernement - chargé notamment de promouvoir la création d'emplois et de combattre la corruption - ainsi que, fin juin, d'élections législatives

en août 2011 et de réformes politiques limitées n'ont pas répondu suffisamment à l'aspiration de démocratisation d'une partie de la population et les soutiens au régime pourraient s'éroder.

### Faible croissance en raison des tensions politiques

En 2011, la faible croissance escomptée devrait être soutenue par les mesures sociales annoncées par le pouvoir à la suite des mouvements de contestation et par les dépenses d'investissement prévues par l'État. De plus, la consommation des ménages devrait profiter de la reprise attendue dans le secteur agricole, qui stimulera les revenus de même que les mesures

sociales, et du soutien des transferts des émigrés. Cette consommation devrait cependant être affectée par les fortes tensions politiques prévalant dans le pays.

Du côté de l'offre, le secteur des hydrocarbures, malgré une diminution de la production de pétrole, devrait apporter une contribution positive à la croissance grâce à la hausse des cours du baril et à la montée en puissance de la production de gaz d'une unité nouvelle près de Homs, gaz destiné à des usines d'en-grais et à des cimenteries. En revanche, les services, dont la part est passée à 45% du PIB, et en particulier le tourisme, vont pâtir de la détérioration de la situation politique, alors que le but était de doubler la capacité hôtelière en cinq ans, avec pour conséquence une expansion du secteur de la construction. Par ailleurs, les événements politiques repoussent un des principaux objectifs des autorités, qui est de renforcer le rôle de la Syrie comme pays de transit (hub régional), en intensifiant les liens routiers et ferroviaires avec les pays voisins, en améliorant les infrastructures portuaires, et en libéralisant le transport aérien.

### **Détérioration des déficits jumeaux**

Au plan des finances publiques, les autorités cherchent à diversifier les recettes en raison de la diminution de la rente pétrolière. Toutefois, du fait des tensions politiques, la mise en place progressive, à compter de 2011, d'une taxe sur la valeur ajoutée va être retardée, les produits alimentaires en étant exemptés. De plus, les autorités ont été amenées à interrompre, du moins temporairement, leurs efforts de réduction des subventions. Il devrait résulter de ce nouveau contexte troublé une détérioration du déficit budgétaire en 2011. Néanmoins, l'annulation en 2005 de la dette bilatérale avec la Russie a permis de ramener le ratio de la dette publique à environ un cinquième du PIB en 2010.

S'agissant des comptes extérieurs, la hausse des cours du baril et une légère remontée de la production de céréales et de coton devraient permettre de contenir la dégradation du déficit commercial, étant précisé que le pays importe autant de produits pétroliers qu'il exporte de pétrole brut. Par ailleurs, la chute des recettes du tourisme et la possible stagnation des transferts des expatriés doivent conduire à une détérioration du déficit courant, tandis que les investissements directs étrangers vont fondre et que la livre syrienne subit une forte dépréciation à cause des tensions politiques.

Toutefois, la situation financière extérieure du pays ne présente pas de difficulté majeure compte tenu d'un endettement modéré et de réserves de change confortables.

### **Environnement des affaires déficient**

La transformation d'une économie dirigée en une économie plus libéralisée est peu avancée, bien que les autorités aient commencé à rénover les secteurs commercial et bancaire et prévu une loi sur les partenariats public-privé. En outre, l'environnement des affaires souffre d'importantes fragilités, faible transparence des entreprises, bureaucratie, népotisme, corruption, insuffisance de personnel qualifié, absence d'un cadre cohérent pour les investissements directs étrangers. Tous ces facteurs, combinés à la forte dégradation de la situation politique, risquent d'être à l'origine d'une augmentation des retards de paiements et de difficultés de recouvrement des créances.

# Afrique subsaharienne

La reprise économique  
demeure fragile

# Focus sur les principales économies

## Afrique du Sud

**La note A3  (depuis juin 2008) reste inchangée**

### **L'activité a nettement accéléré au 1<sup>er</sup> trimestre 2011**

Même si un ralentissement est prévisible au cours des mois suivants, la croissance devrait rester confortable sur l'ensemble de l'année. Cette tendance repose largement sur le dynamisme de la consommation des ménages et de la dépense publique. Les ménages, confortés par la progression de leurs rémunérations et le coût toujours modéré du crédit, ont sensiblement accru leurs dépenses, notamment en matière d'habillement et de soins pour la personne. Malgré l'atonie persistante de l'emploi et une inflation qui a atteint 4,6% en rythme annuel en mai 2011, leur consommation devrait rester porteuse. La South Africa Reserve Bank ne semble pas disposer, pour l'instant, à relever ses taux directeurs. L'inflation, très largement importée, se concentre sur le carburant, l'électricité, les produits alimentaires et les loyers. Elle n'affecte pas les produits manufacturés.

La dépense publique s'est particulièrement accrue dans les domaines de la santé, de l'éducation et de la défense. Toutefois, elle pourrait faiblir avec les contraintes budgétaires.

### **Si l'investissement des entreprises publiques Eskom et Transnet dans l'énergie et les transports est considérable, celui du secteur privé conserve un faible niveau**

La production manufacturière se situe toujours à un niveau très en deçà de celui d'avant la crise et les capacités de production disponibles sont encore très importantes. Par ailleurs, dans le secteur minier, les investisseurs sont circonspects face aux incertitudes sur l'évolution du droit foncier et minier. Une embellie devrait toutefois intervenir au fur et à mesure de la remontée du taux d'utilisation des capacités de production.

### **L'industrie manufacturière profite insuffisamment de la croissance**

En effet, la production locale de biens d'équipement (véhicules commerciaux, machines) et de matériaux de construction pâtit de l'atonie de l'investissement des entreprises. Celle de biens de consommation bénéficie peu du dynamisme de la consommation en raison du recours accru aux importations. Elle est de plus confrontée à la fermeté du rand et au relèvement des minimaux salariaux.

## 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