

Panorama des risques

Avril 2011

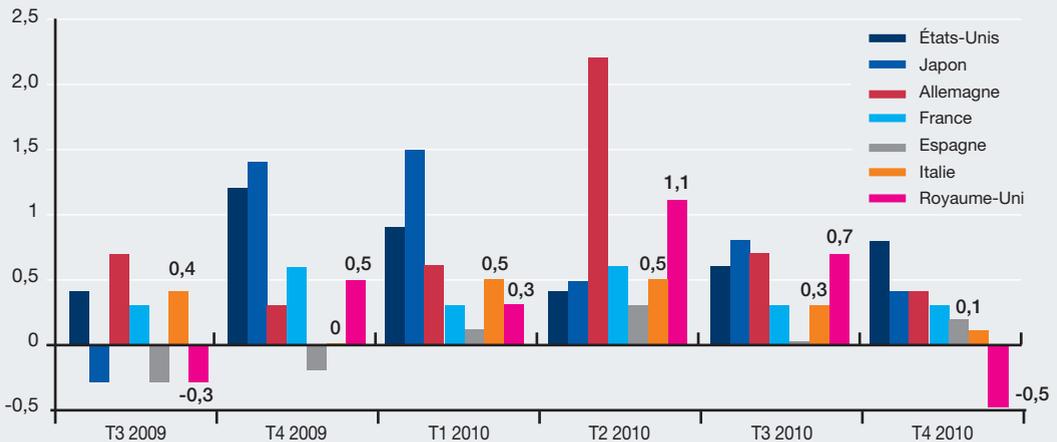


Scénario de croissances 2011

Scénario de croissances 2011 et évolution des risques

Divers évènements survenus au premier trimestre 2011 poussent Coface à réviser à la baisse sa prévision de croissance mondiale à 3,2% en 2011 contre 3,4% précédemment. Par ailleurs, avec les données quasi définitives du quatrième trimestre 2010, la croissance en 2010 ressort à 4,2%.

Croissance du PIB (% T/T-1)



Entre 2010 et 2011, le ralentissement de l'économie mondiale devient substantiel avec 1 point de pourcentage de PIB.

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

Le ralentissement économique est dû à une conjonction de facteurs négatifs affectant l'économie mondiale. Deux facteurs étaient déjà pris en compte dans la précédente prévision de Coface.

La crise souveraine dans la zone euro

se poursuit avec le recours du Portugal à l'Europe. Le pays est plongé dans une crise politique (dont l'origine est le plan de rigueur budgétaire) et la récession attendue en 2011 est révisée à -1,3%. Coface révisé également à la baisse la croissance de l'Italie (affectée entre autres par la crise libyenne) à 1%. Les performances de l'Allemagne devraient rester satisfaisantes, mais légèrement en retrait par rapport à ce qui était attendu, à 2,3%, en raison de la hausse des prix des intrants. Au total, la zone euro afficherait une crois-

sance de 1,3% en 2011, une perte de seulement 0,1 point de PIB par rapport à la prévision précédente. Un résultat toujours peu brillant, marqué par la poursuite des politiques budgétaires restrictives dans de nombreuses économies et des spreads toujours élevés pour de nombreux pays jugés fragiles au plan financier.

Il faut ajouter qu'une restructuration de la dette souveraine d'un pays membre ne peut pas être écartée : le début de l'année 2011 a été marqué par des rumeurs récurrentes s'agissant de la Grèce. Les mécanismes

d'aide de l'UE – en cours de finalisation – prévoient la possibilité d'une « participation du secteur privé », par exemple sous la forme d'un abandon partiel de la dette (au pire), **mais seulement à partir de la mi-2013**.

La Grèce a déjà renégocié les conditions de son aide octroyée par l'UE en mai 2010 (baisse des taux, allongement des maturités). Les capacités de soutien des mécanismes européens devraient être augmentées pour « acheter du temps » pour les 4 pays supposés fragiles (Grèce, Portugal, Irlande et Espagne). Le nouveau gouvernement irlandais tente d'ailleurs de renégocier les conditions de l'aide multilatérale, selon l'exemple grec. Il n'a pas pu obtenir de tels aménagements pour le moment en raison du blocage entourant la question de la hausse de son taux d'imposition des sociétés. Tout sera fait par les institutions européennes pour éviter une réduction de valeur de la dette qui

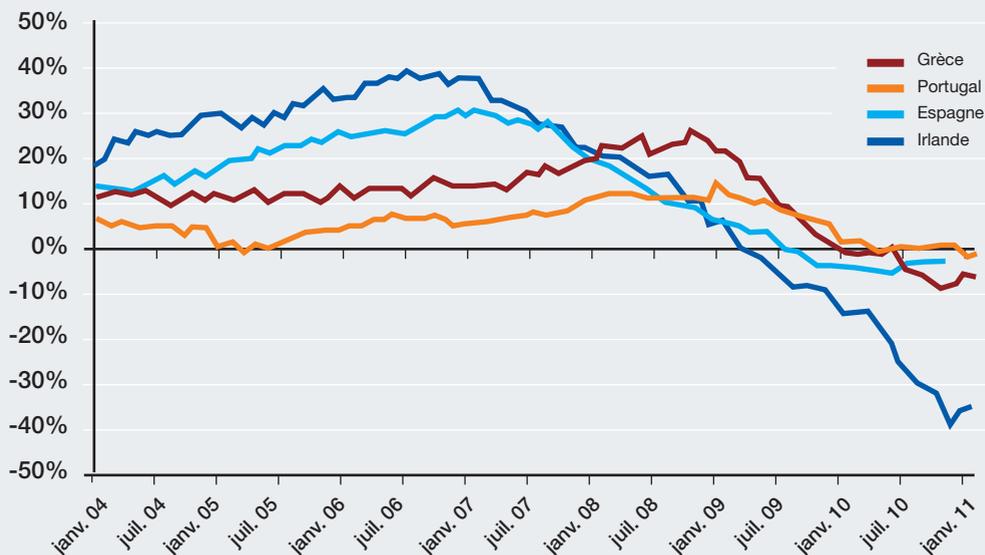
affecterait sensiblement les banques européennes, très exposées au risque souverain de la zone euro.

La montée du risque souverain dans la zone euro aura un coût avec un accès plus difficile au crédit alors que la confiance des investisseurs et des ménages est encore fragile. Le crédit bancaire reste un des vecteurs de transmission de la crise souveraine vers les entreprises. Or ce dernier connaît un point bas en Europe, alors qu'avec la reprise, il devrait accompagner le redémarrage de l'investissement. Or les banques, entravées par leur forte exposition au risque souverain, seront réticentes à financer la croissance. Dans certains cas tels que le Portugal et l'Irlande, on observe actuellement **une contraction de l'offre de crédit**, susceptible de s'accroître dans les mois à venir, provoquant de nouvelles défaillances d'entreprises.

**Crédit bancaire aux entreprises
(taux de croissance, %)**



**Crédit bancaire aux entreprises
(taux de croissance, %)**



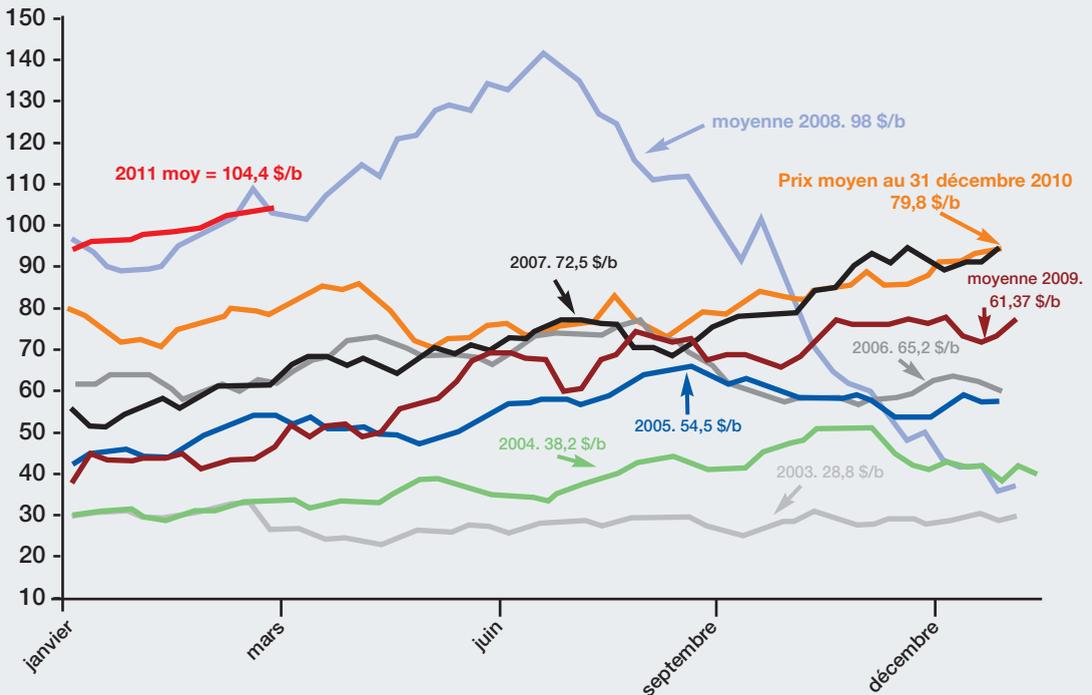
Hors zone euro, la croissance du Royaume-Uni est également revue à la baisse à 1% (contre 1,3%), compte tenu d'un quatrième trimestre 2010 en récession.

Le commerce mondial ralentit après le rebond extraordinaire de 2010. On reviendrait selon l'OMC à un rythme de 6,5%, qui reste très porteur contre 14,5% en 2010 et -10,7% en 2009.

Mais des éléments nouveaux viennent assombrir la conjoncture de 2011

La hausse des prix de l'énergie affectera l'activité. Pour 2011, la prévision du prix moyen du baril de Brent est de l'ordre de 100\$/b, soit une hausse de 25 % par rapport à 2010. Le prix moyen du baril s'est établi à 79,8 \$ en 2010. Il s'est établi à 104,45 \$ de janvier à fin mars 2011.

Prix du Brent (dollar/baril)



Coface estime que les événements du Moyen-Orient, et notamment les troubles politiques à Bahreïn dans lesquels l'Arabie saoudite s'implique, l'intervention militaire en Libye et la possibilité que le mouvement de révolutions politiques s'étende à d'autres pays de la zone devraient maintenir les cours à un niveau élevé. La catastrophe naturelle au Japon en mars 2011, suivie d'une crise nucléaire, devrait avoir, dans un premier temps, un effet dépressif sur les cours en raison du recul à court terme de la croissance dans ce pays, 3^{ème} importateur de pétrole dans le monde.

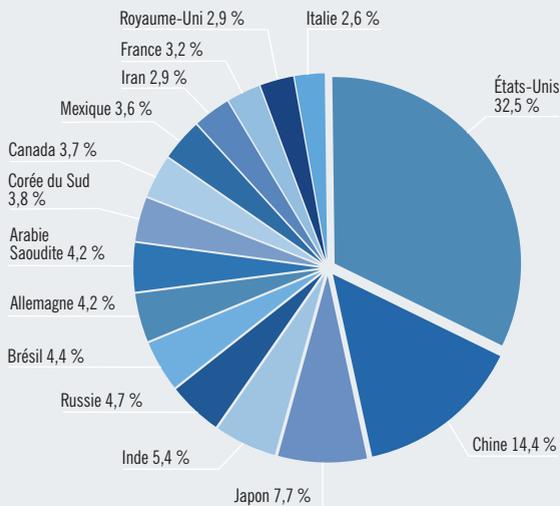
Au-delà, cependant, la reconstruction et la nécessité de trouver des énergies de substitution à la capacité nucléaire manquante, dans un Japon pauvre en ressources énergétiques, devraient pousser les prix mondiaux du pétrole à la hausse, de même que ceux du gaz et du charbon. Dans ce contexte, la révision des prix du brut est de 25% par rapport à la prévision précédente. En gros, cette hausse du brut grignoterait 0,1 à 0,2 point de PIB de croissance pour les grands pays importateurs, notamment aux Etats-Unis (désormais à 2,5%), en Allemagne (2,3%), en Corée du Sud (3,5%) ou en Inde (8%).

Aux plans géopolitique et économique, l'Arabie saoudite est l'économie déterminante pour l'évolution à long terme des prix du pétrole.

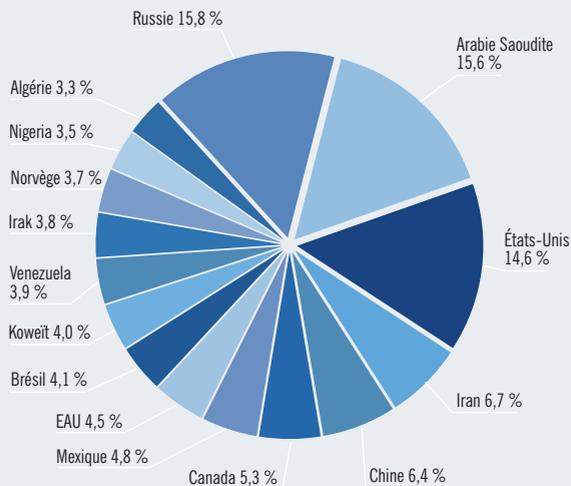
Il est le premier producteur de pétrole du monde (certaines années devancé par la Russie), captant 16% de la production mondiale.

Membre-phare de l'OPEP, l'Arabie Saoudite est capable d'ajuster sa production en volume pour orienter les cours. Il a annoncé une hausse de la production de 500 000 b/j à 900 000 de b/j pour stabiliser les cours et compenser la perte de production libyenne.

Principaux pays consommateurs de pétrole (données 2009 - Source BP - US EIA)



Principaux pays producteurs de pétrole (données 2009 - Source BP - US EIA)



Les catastrophes en chaîne survenues au Japon (tremblement de terre, tsunami et crise nucléaire) auront un coût pour la croissance mondiale. Coface révisé la croissance du PIB japonais à 0,3%, alors que le pays représente tout de même

9% du PIB mondial (6% en PIB PPA). L'impact de ces événements dramatiques sur l'économie mondiale est difficile à mesurer : tout dépendra de l'évolution des accidents nucléaires. Il pourrait être de courte durée mais sera tangible.

Le séisme et le tsunami au Japon pourrait être la catastrophe la plus coûteuse de l'histoire

Date	Catastrophe	Estimation du coût économique en Mds de dollars	En % du PIB
1995	Séisme Kobé (Japon)	100 Mds \$	1,9%
2004	Tsunami (Indonésie, Thaïlande, Sri Lanka)	10 Mds \$ (dont 4,5 Mds \$ pour l'Indonésie et 1 Md \$ pour la Thaïlande)	1,8% (Indonésie) / 0,6% (Thaïlande)
2005	Ouragan Katrina (Etats-Unis)	125 Mds \$ (Insurance Information Institute) - 140 Mds \$ (Carnegie)	Entre 1% et 1,1%
2008	Séisme Sichuan (Chine)	85 Mds \$	1,9%
2011	Séisme + tsunami (Japon)	235 Mds \$ (Banque Mondiale) 309 Mds \$ (gouvernement japonais)	entre 4,3% et 5,7%

Le rôle du Japon est important dans la chaîne de production mondiale, désormais très intégrée. Les processus productifs sont décomposés de manière internationale. Il y aura donc d'abord des ruptures d'approvisionnement de l'offre, et pas seulement au Japon. Le secteur automobile mondial sera directement affecté : le Japon représente 14% des exportations mondiales de véhicules et Toyota a annoncé des ruptures d'approvisionnement sur le marché américain. Le Japon est également un fournisseur majeur de pièces détachées du secteur. Ainsi, Peugeot prévoit des perturbations dans sa production de moteur diesel en Europe et l'unité de production Volvo en

Chine a déclaré qu'elle n'avait des stocks de composants en provenance du Japon que jusqu'à début avril et que sa production pourrait être sérieusement affectée à court terme. Le Japon reste un exportateur essentiel de produits intermédiaires industriels : il exporte 10,7% des circuits intégrés, 8,5% des machines outils, 7,5% de l'acier et 7% des instruments d'optique.

Il est le premier fournisseur de batteries au lithium.

La très forte spécialisation du Japon dans les produits de haut de gamme, notamment dans les composants électroniques, rend difficile une diversification des sources d'approvisionnement.

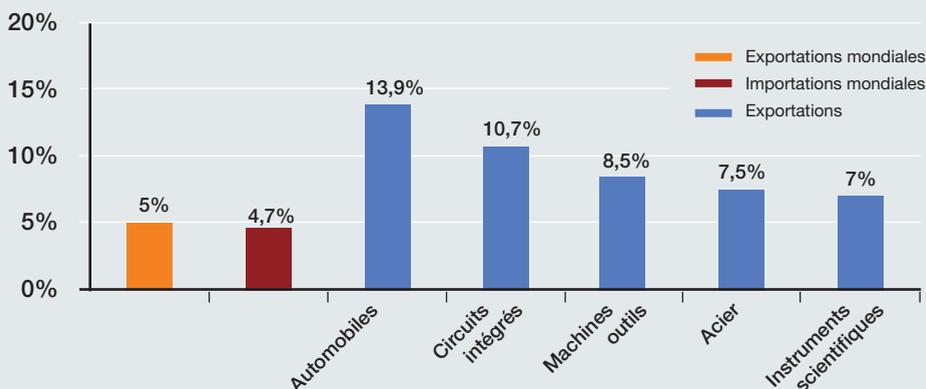
L'impact de la crise japonaise sur le reste du monde peut donc se faire via **le canal de l'offre qui semble a priori prépondérant sur celui de la demande** : le Japon représente environ 5% des importations mondiales de biens. La demande intérieure japonaise était structurellement anémique avant cette crise mais il est bien clair qu'elle sera atteinte. Les touristes japonais se feront plus rares (en Europe et en Asie). La demande mondiale pourrait être très affectée par le canal psychologique, si le désastre nucléaire venait à s'aggraver.

Impact sur l'Asie émergente

Si la Corée, Taiwan ou la Thaïlande sont peu dépendants du Japon comme marché d'exportation (le Japon ne représente que 8% des exportations chinoises, 6% des exportations coréennes, 7% des exportations taïwanaises et 12% des exportations thaïlandaise),

ces pays sont en revanche dépendants des importations en provenance du Japon, notamment de biens intermédiaires utilisés dans la chaîne d'assemblage, principalement dans le secteur électronique. Ainsi, 15% des importations coréennes, 21% des importations taïwanaises, 20% des importations thaïlandaises et 13% des importations chinoises viennent du Japon. Ces pays pourraient donc être affectés par une éventuelle pénurie de composants électroniques. L'impact négatif sur la production manufacturière asiatique pourrait toutefois être atténué par la réorientation des sources d'approvisionnement. Ce mouvement serait en effet favorisé par l'existence de surcapacités dans les usines des pays avancés. Néanmoins, comme indiqué précédemment, la très forte spécialisation du Japon dans les produits de haut de gamme, notamment dans les composants électroniques, rend cet exercice de diversification des sources d'approvision-

Poids du Japon dans les exportations et les importations mondiales (%)



nement complexe, d'autant qu'il existe plusieurs rangs de sous-traitance. Par ailleurs, le secteur du tourisme de la région, et surtout de Taiwan, devrait pâtir de la situation. En revanche, l'impact sur l'économie indienne – peu ouverte – et l'économie vietnamienne – qui exporte principalement des produits agricoles et à faible valeur ajoutée (pêche, textile) – sera faible. Enfin, le Japon est un fournisseur essentiel de produits chimiques, de papiers, d'acier, de pièces pour engins de travaux publics.

Impact sur les flux de capitaux vers l'étranger

Le Japon est le troisième exportateur mondial de capitaux avec 11,5% de l'ensemble des capitaux exportés, après l'Allemagne (13,3%) et la Chine (24,2%). Il est un gros acheteur d'obligations du trésor américain (880 Mds USD) derrière la Chine (1160 Mds USD). La vente possible d'actifs de cette catégorie, accompagnée d'achats moins importants, pourrait pousser les taux américains à la hausse et faire s'apprécier le dollar.

Ce phénomène pourrait être concomitant à la fin du *quantitative easing* (QE2) de la Fed prévu fin juin, ce qui pourrait pousser la Fed à mettre en place un QE3 où a adopté d'autres mesures non conventionnelles. Les obligations d'Etats européens pourraient également pâtir de tels mouvements. En revanche, l'impact sur les IDE vers la Thaïlande, le Vietnam ou sur les transferts des travailleurs philippins expatriés au Japon devrait être marginal dans ces trois pays.

Impact sur le yen

Le cataclysme a poussé momentanément le yen à la baisse le 12 mars, puis son appréciation est repartie significativement, en raison des anticipations des marchés sur les rapatriements d'actifs au Japon par les assureurs et les entreprises, mais aussi par le dénouement de positions de carry trade par les particuliers

japonais. Le yen devrait donc s'apprécier à court terme. Sa tendance à plus long terme est difficile à mesurer au-delà des effets techniques. D'autant qu'une coordination des banques centrales les plus importantes s'est mise en place pour limiter l'appréciation de la devise nippone sur les marchés et soutenir les exportations japonaises. Dans ce contexte, l'excédent de la balance courante japonaise pourrait se réduire sensiblement. Il était de près de 5% du PIB avant la crise et de 3,6% en 2010.

La gestion de la surchauffe dans les pays émergents implique de réviser leur taux de croissance à 5,6% en 2011 après 6,9% en 2010

Les perspectives restent les mêmes s'agissant de l'Amérique latine où un atterrissage en douceur est à l'œuvre, singulièrement au Brésil (4%), mais aussi en Argentine (5,5%), car la croissance de 2010 était très au-dessus du potentiel. Le continent passerait donc de 6,2% en 2010 à 4,2% en 2011. La CEI et l'Afrique pourraient plutôt profiter de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières minérales avec des croissances respectivement de 4,7% et 4,8% en 2011. Le Moyen-Orient, qui concentre une grande partie des réserves de pétrole, bénéficierait assez peu des hausses de cours dans la mesure où les bouleversements politiques les empêcheront d'en profiter. Au total, la zone Moyen-Orient Afrique du Nord afficherait 3,8% en 2011 contre 3,9 en 2010, malgré la hausse substantielle des cours des hydrocarbures.

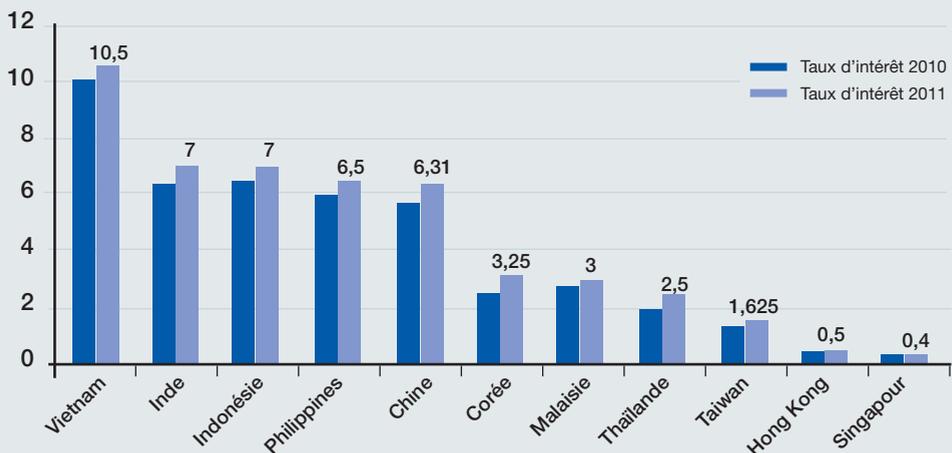
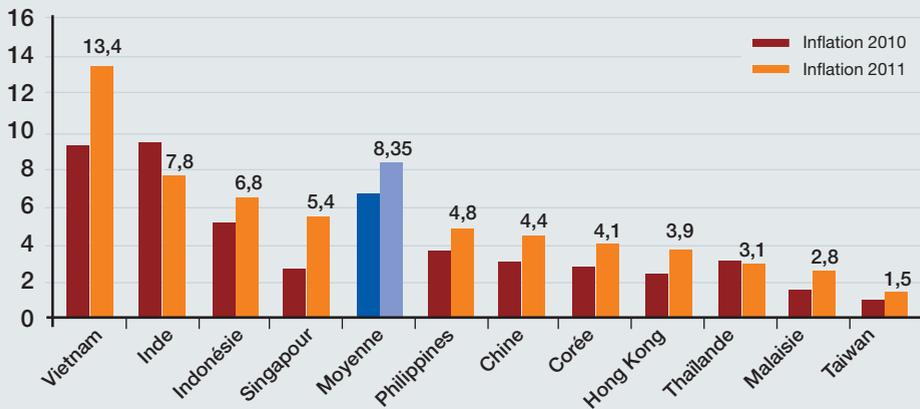
C'est l'Asie émergente qui ralentit le plus parmi les pays émergents (à 7,2%, ce qui reste très porteur, contre 9% en 2010) avec des révisions des croissances de la Chine (8,8% contre 10,3% en 2010) et de l'Inde (8% contre 8,8% en 2010) en raison de la hausse des prix de l'énergie et des mesures de politique monétaire (hausse de taux d'intérêt, appréciation du taux de change et contrôle quantitatif du crédit

dans le cas chinois) destinées à lutter contre la surchauffe. C'est également le cas en Corée, en Thaïlande et en Indonésie.

Les graphiques ci-dessous montrent que c'est surtout au Vietnam et en Inde que l'inflation atteint des niveaux inquiétants. En moyenne, pour les 11 principales économies d'Asie, l'inflation annuelle passerait de 6,7% en 2010 à 8,4% en 2011 ce qui constitue une montée des prix substantielle. Les prévisions de Natixis tablent sur une (relative) efficacité de la politique de hausse de

taux en Inde (l'inflation passerait de 9,5% en 2010 à 7,8% en 2011) alors que la hausse des prix continuera à s'accélérer au Vietnam, atteignant 13,5% en 2011 en moyenne annuelle.

En moyenne, toujours selon Natixis, les hausses de taux d'intérêt en Asie ne seraient que de 0,4 point de base. Toutefois, les situations au regard de l'inflation sont très disparates. En Malaisie, à Taiwan ou à Hong Kong, l'inflation, même si elle augmente en 2011, n'atteindra pas des niveaux préoccupants.



L'inflation observée dans la plupart des pays émergents ne semble pas provenir d'un problème structurel de déphasage entre la demande et l'offre, mais plutôt d'une inflation importée, de biens alimentaires et énergétiques. En Chine, par exemple, l'inflation sous-jacente (hors prix alimentaire et énergétique) est restée inférieure à 2-3% en 2010 et au 1^{er} trimestre 2011.

Pour cette raison, l'IPC peut être un indicateur trompeur pour capter le risque social associé aux hausses de prix. En effet, les autorités des pays d'Asie ont conscience que les hausses des prix des produits primaires surviennent dans un contexte de croissance certes forte, mais souvent inégalitaire, et donc porteuse de risques de tensions sociales. Les populations les plus défavorisées sont plus sensibles aux prix des denrées alimentaires. En Inde toutefois, on détecte une corrélation entre l'inflation sous-jacente et l'indice IPC, les prix des biens alimentaires provoquant une hausse des coûts qui se transmet aux prix finaux. Toujours selon le FMI, l'inflation sous-jacente en Inde augmente ; elle était négative fin 2008 et est montée à 10% début 2010.

Les hausses de taux d'intérêt peuvent-elles être efficaces pour enrayer la hausse des prix si celle-ci provient en grande partie des hausses des cours de produits de base ? En fait, les autorités monétaires ont à cœur d'immobiliser la liquidité pour lutter contre les bulles. Ainsi, la politique de hausse de taux d'intérêt peut-elle avoir un effet attractif sur les dépôts et donc favoriser l'épargne au détriment de la consommation et empêcher un surcroît de demande qui viendrait renforcer l'inflation observée des biens alimentaires.

Dans un second temps, en outre, le ralentissement de la demande intérieure est rendu nécessaire, dans certains cas, par un creusement des déficits courants dans un contexte de reflux de capitaux. Ces déséquilibres courants concernent peu l'Asie, à l'exception notable de l'Inde et du Vietnam (dont la situation externe devient préoccupante). Au Brésil, en Turquie et en Afrique du Sud, les déficits courants se creusent. En tout état de cause, le ralentissement de l'économie chinoise (d'une certaine manière souhaité par les autorités) est très incertain car les instruments visant à refroidir l'économie n'ont pas, jusqu'à maintenant, fait leur preuve. Une croissance de 8,8% reste un taux élevé et il est possible que l'économie chinoise, comme chaque année, affiche au final un taux encore plus élevé.



Europe

Les mesures d'austérité affectent les demandes intérieures portugaise et britannique, et le dégonflement de la bulle immobilière à Chypre engendre des difficultés dans le secteur bancaire et chez les ménages.

Les notes @rating du Portugal et de Chypre sont déclassées en A4 et en A3, la surveillance positive sur celle du Royaume-Uni (A3) est levée.

Modification de note

Portugal

**Déclassement en A4 de la note A3⬇️
(depuis juin 2009)**

Le crédit bancaire reste atone, alors que les entreprises, dont les marges d'autofinancement sont faibles, en sont dépendantes. Le pays s'impose une sévère cure d'austérité, dictée par la nécessité de réduire un important déficit public, qui devrait entraîner une chute de la demande intérieure et le faire replonger dans la récession en 2011. En dépit des mécanismes de soutien mis en place au sein de la zone euro, les taux d'intérêt des obligations d'Etat portugaises ont atteint des niveaux record. Lourdemment endetté et confronté à de faibles perspectives de croissance, le pays a été contraint de recourir à l'aide de l'Europe, la crise politique actuelle ayant hâté le processus.

Une économie susceptible de replonger 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. Seules les exportations ont conservé un rôle moteur. Le durcissement des mesures d'austérité budgétaire risque de replonger le pays dans la

récession en 2011, dans un contexte déjà marqué par le niveau élevé de l'endettement des ménages, un taux de chômage important, un crédit atone, ainsi que par une faible rentabilité et une faible capacité d'auto-financement des entreprises. La consommation devrait retourner en territoire négatif, l'investissement reculant, quant à lui, pour la troisième année consécutive. En outre, la demande étrangère devrait connaître un léger tassement. Toutefois, la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait rester légèrement positive.

Des déséquilibres macroéconomiques qui se sont accumulés

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 80% du PIB. 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 atteignent des niveaux record, et la contraction du PIB va rendre plus compliquée l'atteinte des objectifs budgétaires du gouvernement. Après la Grèce et l'Irlande, déjà secourues par l'Europe et le FMI en 2010, le Portugal ressort à l'heure actuelle comme le pays le plus fragile de la zone euro. L'État portugais a été contraint, à son tour, de recourir à l'aide extérieure. 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 se double 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. Ceci ouvre la voie à des élections anticipées et a précipité le recours à une aide internationale.

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.

Modification de note

Royaume-Uni

Levée de la surveillance positive sur la note A3

L'économie britannique a affiché une récession au quatrième trimestre 2010, et la confiance des ménages s'est fortement dégradée. Les mesures d'austérité mises en place par le gouvernement de coalition vont contraindre les dépenses des Britanniques qui devraient reculer cette année. De plus, les exportations devraient ralentir sous l'effet de la demande moins dynamique en provenance des principaux partenaires commerciaux, notamment de l'Union européenne.

Malgré une croissance bien orientée en 2010, la confiance des ménages s'est dégradée au 4^{ème} trimestre

Après la forte récession de 2009, 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. Le quatrième trimestre a enregistré un recul de 0,5%, en grande partie dû aux mauvaises conditions climatiques.

La progression de la croissance sera modeste en 2011

L'activité ralentira cette année (+1%), freinée par les mesures de rigueur économique mises en place par la coalition gouvernementale. Plusieurs éléments pousseront 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 poussera l'inflation

autour de 4%, la quasi-stagnation des salaires réels, la détérioration du marché du travail avec un taux de chômage autour de 8%. Dans ce contexte, les ménages très endettés (plus de 150% de leur revenu disponible), tenteront d'amorcer un mouvement de désendettement. Néanmoins, ils devraient encore cette année tirer sur leur épargne (5,4% du RD au premier trimestre 2011). La valeur du patrimoine immobilier s'est peu ou prou maintenue en 2010. Cette année, l'atonie des transactions immobilières devrait pousser les prix à la baisse, d'environ 10% par rapport au point haut de 2010. L'investissement public chutera de manière très prononcée, et celui des entreprises ne progressera que faiblement. Le déficit de la balance courante se réduira grâce au ralentissement marqué des importations, en ligne avec une demande domestique moins soutenue. Malgré la persistance probable d'un taux de change favorable, le dynamisme des exportations de biens et services sera partiellement enrayé par le ralentissement attendu de la demande des principaux clients du Royaume-Uni, la zone euro en particulier qui représente 50% des expéditions vers l'étranger. 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%. Néanmoins des interrogations subsistent quant aux décisions que pourrait prendre la *Bank of England* dans l'éventualité d'une augmentation du taux directeur de la BCE. En cas de détérioration plus marquée de l'activité, elle pourrait étendre les mesures non conventionnelles, tel le *quantitative easing* décidé en 2010.

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

L'assainissement des bilans bancaires et les nouvelles réglementations imposées par Basle III contraindront encore cette année le crédit. Cela affectera particulièrement les petites et moyennes entreprises dont les

trésoreries restent tendues. Cette situation pourrait faire courir un risque de rupture dans les stocks et les livraisons. Face à la prudence des ménages, la distribution pourrait être amenée à mettre en place des politiques commerciales plus agressives qui détérioreraient leurs marges. Les fabricants et détaillants de produits durables, les restaurants, agences de voyage, distribution de produits de loisirs seront les plus touchés par le ralentissement des dépenses privées. Les constructions résidentielle et commerciale pâtiront d'une demande beaucoup moins soutenue et devront donc être surveillées cette année. Les faillites ont baissé de plus de 12% en 2010, ce qui reflète l'expérience de paiement de Coface. Néanmoins, le niveau des défaillances demeure élevé.

Modification de note

Chypre

Déclassement en A3 de la note A2 (depuis décembre 2010)

La reprise est atone en raison du gonflement 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 privé et des finances publiques fragilisées

En 2011, la croissance restera atone, autour de 1%. Elle ne retrouvera pas ces 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. Les recettes touristiques devraient continuer de pâtir de l'atonie du marché européen et de la dégradation des infrastructures touristiques. De même, le secteur pharmaceutique et

de la chimie continueront de subir une érosion de leur compétitivité. L'investissement restera faible en raison de la difficile reprise du marché de l'immobilier et de la construction. En outre, 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% pourrait être augmentée de 1% 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.

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 10 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, elles prêtent également 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 efforts réalisés jusqu'à présent par les 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.

Asie

Au Japon, le séisme et le tsunami, conjugués à la crise nucléaire, auront un impact sur la chaîne de production mondiale et sur la croissance de l'Archipel qui est revue à la baisse (0.3%). La note A1, meilleur risque, est mise sous surveillance négative.

Au Vietnam, l'économie pourrait connaître un atterrissage brutal, dû à la forte détérioration de la situation financière du pays. La note @rating est déclassée en C.



Modification de note

Japon

Mise sous surveillance négative de la note A1

Rappel : la note du Japon a été dégradée en mars 2009 en A2, et a retrouvé sa note d'avant la crise A1 en septembre 2010, en raison du rebond de ses exportations dans un contexte régional dynamique et de la décélération des faillites.

Il est difficile à ce stade de déterminer précisément l'impact des trois chocs subis par l'économie japonaise. Néanmoins, il est certain que les entreprises (notamment les PME sous-traitantes de grands groupes) localisées dans les zones touchées et dans les départements dépendants pour la fourniture énergétique des centrales nucléaires sinistrées, seront très fragilisées. Elles doivent en effet faire face à la destruction des infrastructures, aux interruptions dans les chaînes de fabrication, et à l'approvisionnement erratique en électricité et en eau. Dans ce contexte, les exportations, moteur traditionnel de l'activité, devraient considérablement ralentir, alors que la consommation des ménages se contractera. La croissance a donc été revue à la baisse en 2011, à 0,3%.

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 sur plusieurs mois

Au 4^{ème} trimestre 2010, la croissance s'est grippée, sous l'effet de la contraction à la fois des exportations, handicapées par l'appréciation du yen, et de la consommation des ménages anticipant un retour à la stagnation, voire au recul, de leur revenu disponible. C'est dans ce contexte de fragilité de l'économie que se sont produits le séisme et le tsunami de mars 2011. Ces cataclysmes, conjugués à la crainte nucléaire,

ont porté un coup d'une violence inédite au pays. Les interruptions de fourniture d'électricité et d'eau, conjuguées à la destruction des infrastructures routières, portuaires et ferroviaires, pèseront sur la production des usines implantées dans les régions sinistrées (les quatre préfectures touchées représentent 6,2% du PIB) 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 dramatiques, 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 finis destinés au Japon, aux Etats-Unis et à l'Europe notamment. L'existence de surcapacités de production au Japon pourrait néanmoins atténuer cet effet négatif. Par ailleurs, le yen fort continuera d'handicaper la compétitivité-prix des produits nippons. Il devrait en effet se maintenir à un

niveau de change élevé, sous l'effet des rapatriements d'actifs détenus à l'étranger et du dénouement d'opérations de *carry trade* par les compagnies d'assurance, les entreprises et les ménages. Cette tendance sera toutefois atténuée par la politique monétaire de la *Bank of Japan* qui dispose de réserves de change très élevées pour stabiliser la devise nipponne et soutenir ainsi les exportations. Les ménages seront affectés par cette nouvelle crise sans précédent et, même si la solidarité et la cohésion nationales soutiendront les plus touchés d'entre eux, leur confiance pourrait être durablement ébranlée. Leurs dépenses devraient donc également reculer, d'autant que l'épargne des ménages s'est considérablement réduite au fil des années pour se situer en 2010 autour de 2,5% du revenu disponible. Les effets négatifs pourraient s'estomper autour de l'été, pour donner lieu alors à un rebond de l'activité, tiré par la reconstruction. L'intensité de la reprise sera toutefois conditionnée par la capacité de Tepco (Tokyo Electric Power co.) à limiter la contamination radioactive à l'environnement et à rétablir l'approvisionnement en électricité. Le coût des destructions à ce jour n'a pas été définitivement évalué. Le financement de cette 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, à 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

par le séisme et le tsunami, mais de nombreuses PME sous-traitantes et des pôles de haute technologie y sont également implantées. Le modèle de production japonais du juste à temps, qui élimine l'accumulation de stocks, amplifie l'impact des arrêts de production. L'absence de pièces indispensables à la fabrication entraîne l'arrêt des chaînes d'assemblage et le rationnement d'électricité mis en place pourrait entraîner des pertes lors de la fabrication des produits, par exemple, dans le secteur des pièces électroniques, dont le Japon assure 21% de la production mondiale et qui demande une précision extrême. De plus, les entreprises sous-traitantes pourraient voir un renchérissement des intrants qu'elles ne pourront probablement pas répercuter sur leurs clients, étant liées par des contrats annuels. Il s'en suivra des pressions sur leurs marges. Cette catégorie d'entreprises affichait même avant le début de la crise financière de grandes fragilités (faible rentabilité, forte dépendance à un seul grand client, accès difficile au crédit). Cette situation contraste d'ailleurs avec celle des grandes entreprises qui ont reconstitué leurs capacités d'autofinancement (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 fragiliserait encore davantage les entreprises sous-traitantes. Enfin, même si le risque de contamination nucléaire ne se concrétise pas ou reste de faible ampleur, les consommateurs exprimeront probablement une méfiance au regard des produits en provenance du Japon, quels qu'ils soient. Ce sera particulièrement le cas pour les industries agroalimentaires. L'impact de ces désastres sur l'environnement (émissions radioactives et complexes pétrochimiques en feu), outre le problème de santé publique qu'il génèrera, affectera très durablement l'activité agricole.

Modification de note

Vietnam

Déclassement en C de la note B (depuis juin 2008)

En raison de la détérioration de la situation financière du pays (creusement du déficit courant, défiance des résidents contre le dong, dévaluations plus fréquentes et plus prononcées, système bancaire dollarisé, réserves de change extrêmement faibles) et du risque d'atterrissage brutal.

Détérioration significative de la situation financière : risque de change et de liquidité élevé

Depuis 2007, le déficit courant vietnamien se creuse (-9 % du PIB en 2010 contre -0,3% en 2006) en raison de l'ouverture de l'économie (entrée à l'OMC), du dynamisme de l'investissement qui a nécessité des importations massives de biens d'équipement et des rapatriements de profits des entreprises étrangères implantées au Vietnam. En 2011, le déficit courant pourrait encore s'accroître en raison de la hausse des prix alimentaires et énergétiques. Il sera couvert à hauteur de 80% par les IDE, le reste étant financé par de la dette bancaire.

Dans ce contexte d'insuffisantes entrées de capitaux et de forte inflation, les pressions à la baisse sur le dong ont été vives et ont poussé les autorités à dévaluer le dong à 6 reprises depuis juin 2008 dans le cadre d'un régime de taux de change fixe. Si en 2008-2009, les dévaluations étaient marginales, 2010-2011 a été marqué par des dévaluations plus fréquentes et plus prononcées (8,5% en février 2011). Malgré ces dévaluations, le risque de change reste élevé.

Anticipant de nouvelles dévaluations, les résidents convertissent leurs portefeuilles en or et en dollars. Sur le marché informel, le dong s'échange contre le dollar avec une décote considérable. Sur le reste de l'année 2011, le déficit courant substantiel et la forte croissance des agrégats monétaires (le crédit a augmenté de 45% en 2009 et de 35% en 2010) pourraient entraîner un nouveau décrochage de la monnaie.

Toutefois, les contrôles de capitaux en place (la convertibilité du dong est restreinte) limitant la possibilité des attaques spéculatives contre le dong, l'introduction des restrictions aux importations d'or, puisque l'or est habituellement une valeur refuge contre la dépréciation du dong pour les résidents, et le différentiel de taux important entre les contrats libellés en dong et ceux libellés en dollars (permettant de maintenir le carry trade) pourraient atténuer les sorties massives de capitaux de résidents et de non résidents.

Par ailleurs, le niveau des réserves a atteint un niveau extrêmement faible (entre 6 et 8 semaines d'importations selon les estimations) rendant le pays peu résistant face à un retrait brutal de capitaux.

Système bancaire fragile car peu capitalisé et fortement dollarisé

Les banques sont très vulnérables au risque de change du fait de leur forte dollarisation (16% des crédits domestiques sont libellés en dollars et 22% des dépôts sont en devises). Le crédit a connu une forte croissance (+150% à prix constants depuis 2005) passant de 48% du PIB en 2003 à 120% en 2010. En outre, malgré les progrès récents (ouverture plus franche aux capitaux étrangers et début de privatisations de banques publiques), le risque demeure élevé en raison de la faible capitalisation, du niveau important de créances douteuses (10% selon le consensus contre 2% officiellement) et du manque de transparence et de supervision.

Risque souverain significatif : dette publique élevée et manque de transparence

La dette publique devrait augmenter, alors même qu'elle est libellée pour moitié en devises étrangères, ce qui la rend vulnérable au risque de change. Par ailleurs, la pratique qui consiste à placer hors budget diverses dépenses rend les comptes publics opaques. Le risque de défaut de l'Etat s'accroît donc.

Il est cependant à noter que le gouvernement a réussi fin janvier 2010 une émission souveraine sur les marchés internationaux⁽¹⁾ pour un montant d'un milliard de dollars. Le placement de ces obligations de maturité 10 ans, à rendement 6,95% suggère que les marchés internationaux restent confiants dans la capacité du pays à honorer ses engagements. Même si elle a été sursouscrite, l'émission obligataire vietnamienne affiche cependant un spread de 333 points de base par rapport aux Bons du Trésor américain, au dessus des spreads indonésiens (228 points de base) ou des spreads philippins (184 points de base pour l'émission obligataire de 1,5 Md \$ de janvier 2010).

Ralentissement attendu de la croissance

Après avoir rebondi en 2010 portée par la reprise de la demande interne et des exportations, la croissance pourrait ralentir en 2011 (5% attendu contre 6,7% en 2010). La demande interne devrait en effet pâtir de la forte inflation (13,4% attendu en 2011) et du resserrement de la politique monétaire. Néanmoins, les flux d'IDE entrants devraient se maintenir en lien avec le mouvement de délocalisation qui conduit les entreprises asiatiques à développer des unités de production au Vietnam. En témoigne les délocalisations chinoises liées à la hausse progressive du yuan et à la progression récente des salaires : le salaire mensuel moyen d'un travailleur vietnamien est de 96 \$, soit environ les deux tiers du salaire moyen chinois.

Les secteurs exportateurs (textile, chaussure, électronique) devrait afficher un fort dynamisme. De même, le secteur des services (tourisme, transport, communication, services financiers) affichera de bonnes performances. Enfin, la croissance du secteur primaire – qui concentre 74% de l'emploi rural – devrait rester vive grâce aux meilleures conditions climatiques attendues.

Lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Le Parti Communiste continue de contrôler l'ensemble de la vie politique, économique et sociale du pays. Le 11^{ème} Congrès National, qui se tiendra en janvier 2011, sera marqué par de nombreux changements de personnes aux plus hauts échelons, sans toutefois remettre en cause la continuité des politiques économiques. Néanmoins, les problèmes de gouvernance et surtout de corruption demeurent le talon d'Achille du pays, comme en témoigne le scandale autour de la faillite du groupe public de construction navale Vinashin.

(1) Il s'agit de la deuxième émission sur les marchés internationaux, la première de 750 Mns \$ date de 2005.

Afrique du Nord Proche et Moyen-Orient

Transition politique en Tunisie et en Egypte, très grave détérioration en Libye et agitation sociopolitique au Bahreïn et en Syrie, autant d'événements qui auront des répercussions négatives sur la situation économique et financière de ces pays.

Les notes @rating sont mises sous surveillance négative, voire déclassées.



Modification de note

Tunisie

Mise sous surveillance négative de la note A4

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 présidentielle et législatives dans les mois à venir. Cette situation nouvelle est porteuse de nombreuses incertitudes, la transition vers un régime stable n'étant pas assurée au vu de la prééminence de l'ancien parti présidentiel, le Rassemblement constitutionnel démocratique, ainsi que des divisions et de l'affaiblissement de l'opposition.

Par ailleurs, les nouvelles autorités sont confrontées à de multiples défis sociaux et économiques. Le chômage, qui touche officiellement environ 15% de la population (mais jusqu'au double selon d'autres sources) 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'ex-président. En outre, se pose la question du devenir de pans de l'économie (distribution commerciale et automobile, hôtellerie, transport aérien, banques) qui étaient sous l'emprise du clan Ben Ali-Trabelsi. 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 indispensable.

Activité dépendante de l'évolution de la situation politique

Un rebond de la croissance s'est produit en 2010, l'activité ayant notamment bénéficié de la reprise modérée dans l'Union Européenne (UE), qui reste le partenaire le plus important de la Tunisie, représentant plus des trois quarts des exportations, des recettes touristiques, des envois de fonds des expatriés et des investissements directs étrangers (IDE).

La croissance devrait nettement se tasser en 2011 (autour de 0,5%), principalement en raison des incertitudes politiques, beaucoup dépendant de l'issue de la période de transition. L'activité sera également tributaire du ralentissement attendu dans l'UE et de l'impact des événements politiques sur le secteur du tourisme. On pourrait, cependant, assister à une relance des investissements. L'investissement public devrait bénéficier d'indispensables mises à niveau des infrastructures dans les régions les plus défavorisées. Quant à l'investissement privé, qui avait été freiné par le népotisme de l'ancien clan présidentiel, il devrait être relancé.

Par ailleurs, la Tunisie devrait continuer à chercher de nouveaux gisements de croissance, en diversifiant ses débouchés extérieurs et en développant la montée en gamme des secteurs, notamment dans le textile, en intégrant conception et design, mais aussi dans l'électronique, les technologies de l'information et les services (55% du PIB), avec le tourisme et la finance.

Détérioration des déficits jumeaux

La possible relance des investissements publics, diverses actions visant à améliorer le niveau de vie et à réduire le chômage, ainsi que les subventions aux prix de certains produits de base se traduiront par le creusement du déficit public. Néanmoins, depuis quelques années, le niveau de la dette publique s'est réduit par rapport au PIB (43 %) et avoisine désormais la moyenne des pays émergents comparables. En outre, cette dette est contractée à 70% auprès d'institutions multilatérales à des termes concessionnels, et le risque souverain s'en trouve donc atténué.

Les exportations pourraient stagner en 2011, à cause des Incertitudes politiques et de la mollesse de la demande de l'UE, l'exploration de nouveaux marchés, particulièrement en Afrique, risquant d'être repoussée. En revanche, la robustesse de la demande intérieure, et notamment de l'investissement, pourrait se traduire par une légère progression des importations et donc par le maintien d'un déficit commercial significatif. Celui-ci ne serait qu'en partie atténué par les transferts des expatriés et, à un bien moindre degré, par des recettes touristiques en chute et, au total, le déficit courant devrait se dégrader sensiblement. De plus, ce déficit ne devrait être que partiellement couvert par les flux d'IDE, la Tunisie risquant de constituer un cadre moins attractif pour ceux-ci, temporairement du moins.

Modification de note

Bahreïn

Déclassement en A4 de la note A3 (depuis septembre 2003)

La très forte agitation sociopolitique depuis la mi-février 2011 a conduit à une intervention militaire de l'Arabie Saoudite sous l'égide du Conseil de Coopération du Golfe et à la proclamation de l'état d'urgence le 15 mars 2011. Ces événements devraient avoir une incidence négative sur la situation économique et financière de l'archipel et notamment sur son rôle de place financière régionale.

Climat sociopolitique problématique

Dans le sillage des révolutions tunisienne et égyptienne, l'agitation sociale et politique s'est intensifiée depuis la mi-février 2011, les chiïtes, représentant environ 70% de la population, s'estimant marginalisés économiquement et politiquement par les sunnites. Les manifestants, à majorité chiïte, demandent un changement politique, et notamment une réforme constitutionnelle axée sur un renforcement des pouvoirs du Parlement. Lors des élections législatives d'octobre 2010, Al-Wefaq, principal groupe d'opposition chiïte, était arrivé en tête sans obtenir la majorité, devant le mouvement d'indépendants pro-gouvernementaux, allié à des partis sunnites.

Dans ce climat très tendu, s'ajoutant aux incertitudes géopolitiques, principalement liées à la proximité de l'Iran, des troupes saoudiennes ont été déployées à Bahreïn le 14 mars 2011, à la demande des autorités de Manama, sous l'égide de la force commune du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) et le roi de Bahreïn, Hamad Ben Issa Al-Khalifa, d'obédience sunnite, a proclamé le 15 mars l'état d'urgence pour trois mois.

Ce contexte pourrait influencer négativement sur un environnement des affaires jusqu'ici favorable, en raison d'efforts déployés pour stimuler le secteur privé, attirer davantage d'investissements étrangers et améliorer les compétences locales, efforts motivés par la nécessité de diversifier l'économie.

Recul prévisible de la croissance en 2011 en raison des tensions politiques

L'impact sur l'économie de cette crise devrait conduire à une croissance limitée à environ 3% en 2011, au lieu de 5% initialement prévu.

La situation d'instabilité a d'ores et déjà des répercussions négatives sur le secteur touristique et commercial, traditionnellement bénéficiaire de la venue de Saoudiens. Cela est également illustré par l'annulation du Grand prix de F1 (qui était prévu mi-mars 2011) et d'autres grandes manifestations commerciales (salons, congrès).

De plus, le risque de nouvelles confrontations ternit la réputation de stabilité financière de Bahreïn et des institutions financières sont enclines à transférer leurs activités à Doha ou Dubaï, considérées comme des localisations moins risquées. Or, le secteur financier offshore de Bahreïn, dont le rôle est jusqu'ici préémi-

ment à l'échelon régional, constitue la principale composante de l'économie au plan de l'offre. L'activité va donc sérieusement souffrir en 2011 du recul des services financiers.

Néanmoins, le secteur des hydrocarbures devrait continuer d'apporter une contribution déterminante, en dépit de la faiblesse des réserves. La production de pétrole devrait peu évoluer, mais celle de gaz augmenterait légèrement, et les efforts se portent sur des activités à plus forte valeur ajoutée comme le raffinage.

L'économie va, en outre, bénéficier d'une amélioration de la demande. En effet, à la suite des manifestations de février-mars 2011, l'augmentation du salaire minimal dans le secteur public, l'allocation ponctuelle accordée à chaque famille bahreïnienne et le maintien de subventions soutiendront la consommation privée.

Apparition d'un déficit courant et détérioration du déficit public

Malgré de faibles réserves, les hydrocarbures demeurent la principale source des recettes d'exportation, environ les trois quarts. S'y ajoutent les exportations de produits pétroliers raffinés et d'aluminium, qui doivent permettre de compenser la facture des importations et d'aboutir au maintien d'un excédent commercial stable. En revanche, la balance des services devrait se détériorer, en raison d'un moindre recours des entreprises régionales au secteur financier bahreïni. En outre, les rapatriements des bénéfices des firmes étrangères et les transferts de fonds des expatriés surpasseront les dividendes provenant des actifs à l'étranger et creuseront le déficit des revenus. Au final, on observerait un déficit courant (estimé à -3% du PIB).

Les recettes budgétaires devraient progresser sous l'effet des cours élevés du pétrole, mais les dépenses publiques continueront de croître, en raison notamment du maintien d'une politique d'investissement et de subventions au profit des bahreïnites les plus nécessiteux (eau, électricité, essence, produits alimentaires), ainsi que des mesures spécifiques pour éviter l'intensification des revendications. Cette combinaison entraînera une détérioration du déficit public (à environ -2,5% du PIB), dont le financement par l'émission de titres sur les marchés internationaux devrait être repoussé en raison de la forte hausse des spreads souverains du pays. Dans ce contexte, et du fait, en outre, que les actifs du fonds souverain sont peu liquides et d'un montant relativement limité (9 Mds\$), le pays a fait appel en mars 2011 au soutien financier du Conseil de Coopération du Golfe, à hauteur de 10 Mds\$.

Modification de note

Egypte

Mise sous surveillance négative de la note B

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

Une transition politique relativement incertaine

Les troubles politiques, qui ont conduit à la démission du président Moubarak le 11 Février 2011, vont avoir un impact fortement négatif sur l'activité économique, du moins durant le premier semestre de 2011.

Le Conseil suprême des forces armées, présidé par le maréchal Mohammed Tantawi, a prévu de diriger le pays pendant au moins six mois. Les prochaines étapes comprennent la nomination d'un Comité de révision de la Constitution, la suppression de l'état d'urgence et la mise en œuvre d'élections présidentielle et législatives libres, conduisant à un gouvernement civil. Il devrait ainsi y avoir une participation accrue de l'éventail des mouvements politiques, incluant notamment les Frères musulmans précédemment interdits. Il subsiste, toutefois, un risque que l'insatisfaction de la population dégénère et remette en cause une transition en douceur.

Une forte décélération de la croissance

L'ampleur des répercussions sur l'activité économique dépendra de la façon dont la période de transition se déroule. A ce stade, il semble que l'économie ne devrait pas connaître de récession mais un faible taux de croissance (de l'ordre de 1,5%).

Presque tous les secteurs sont susceptibles d'être affectés durant les premiers mois de 2011, en particulier le commerce de gros et de détail, le tourisme, les services financiers et commerciaux, les transports, les télécommunications et l'industrie manufacturière. Le secteur du pétrole et du gaz ainsi que le trafic du canal de Suez seront probablement moins affectés.

La plupart des secteurs devraient repartir dès le retour à la normale, mais l'industrie du tourisme (6% du PIB) sera probablement plus lente à se rétablir, la période de troubles coïncidant avec la haute saison touristique.

Dans cet environnement politique et économique incertain, les pressions déjà élevées sur les prix ne vont faire que s'accroître, conduisant à la hausse de l'inflation, avec un taux à deux chiffres.

Des finances publiques encore plus préoccupantes

Les événements vont donner lieu à des déficits budgétaires plus élevés que prévu pour les exercices 2010/11 et 2011/12. L'objectif était de réduire progressivement le déficit et la dette publique, à l'aide d'un programme de réforme des impôts et de diminution des subventions, mais il a du être constamment reporté.

Le produit des taxes sur les ventes et celui des droits de douane vont baisser fortement, du fait des perturbations. Parallèlement, les dépenses seront 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).

Le financement du déficit constituera un défi, le risque perçu comme plus élevé devant faire grimper les coûts d'emprunt et la charge des intérêts. Le système financier dispose, cependant, d'abondantes liquidités. La dette publique va probablement passer de 75% à plus de 80% du PIB cette année.

Des comptes extérieurs sous pression

Les exportations de biens doivent ralentir, mais le niveau des importations sera également plus faible, entraînant un déficit commercial globalement inchangé par rapport à l'année précédente. 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 sera une forte baisse du tourisme dans la première moitié de 2011, entraînant un net creusement du déficit du compte courant.

La moitié des flux d'investissements directs étrangers (IDE), portant sur les industries manufacturières, le tourisme ou l'immobilier, risque d'être affectée. En revanche, le reste, destiné au secteur du pétrole et du gaz, est moins susceptible d'être touché par les événements.

En outre, étant donné l'incertitude, des fuites substantielles de capitaux sont prévisibles à court terme et les non-résidents sont également susceptibles de rapatrier des capitaux en vendant des bons du trésor.

Une livre égyptienne soumise à rude épreuve

Dans les circonstances actuelles et dans le cadre du régime de flottement administré avec ancrage informel au dollar, maintenir la stabilité des taux de change sera un défi majeur. Toutefois, le risque de dépréciation importante de la livre égyptienne sera tempéré par les interventions de la Banque centrale, qui a accumulé suffisamment de réserves de change (35 Mds\$) et dispose aussi d'importants dépôts en devises dans le système bancaire. Les autorités seront sans doute amenées à puiser dans ces réserves et dépôts pour soutenir la monnaie et les réserves officielles de change devraient sensiblement diminuer.

Un secteur bancaire relativement épargné

Le secteur bancaire, dominé par les grandes banques d'État, reste faiblement capitalisé, inefficace et plombé par un taux élevé de créances douteuses (15%). Depuis 2004, cependant, ce système s'est engagé sur la voie des réformes et il a émergé de la crise financière mondiale dans une situation assez satisfaisante. Il est, par ailleurs, suffisamment liquide, en particulier les banques d'État.

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.

Modification de note

Syrie

Mise sous surveillance négative de la note C

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

Contestation politique dans un environnement des affaires déficient

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, alors que jusqu'ici l'importance du système sécuritaire et la prédominance de son parti Baas lui permettaient de conserver une emprise sur le pays.

L'annonce 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 de réformes politiques limitées ne semble pas suffisante pour répondre aux attentes d'une démocratisation, au moins graduelle, d'une partie de la population. Cela d'autant que le président Assad n'a pas annoncé la levée, pourtant attendue, de l'état d'urgence en vigueur depuis 1963 et que tout sera fait pour que les élections législatives, toujours prévues en avril 2011, aboutissent à une large victoire du parti Baas.

Par ailleurs, les résistances aux changements demeurent importantes en matière de libéralisation progressive de l'économie, bien que les autorités aient déjà commencé à rénover les secteurs commercial et bancaire et prévoient une loi sur les partenariats

public-privé. En outre, l'environnement des affaires souffre d'importantes fragilités, faible transparence des entreprises, bureaucratie, népotisme, 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.

Une croissance moins élevée que prévu en raison des tensions politiques

En 2011, la croissance 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'Etat. 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 pourrait cependant être affectée à court terme 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'engrais et à des cimenteries. En revanche, les services, dont la part est passée à 45% du PIB, et en particulier le tourisme, devraient 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 risquent de repousser 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.

Maintien 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, en raison des tensions politiques, la mise en place progressive, à compter de 2011, d'une taxe sur la valeur ajoutée pourrait être retardée et les produits alimentaires devraient en être 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 absence de réduction 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 le déficit commercial, bien que le pays importe autant de produits pétroliers qu'il exporte de pétrole brut. Par ailleurs, le tassement probable des recettes du tourisme et la possible stagnation des transferts des expatriés ne devraient pas contribuer à une diminution, même légère, du ratio du déficit courant sur PIB.

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.



Modification de note

Libye

Déclassement en D de la note C

La très grave détérioration de la situation politique et militaire entraîne une chute dramatique de l'activité économique, une dégradation des comptes publics et extérieurs, et une détérioration supplémentaire de l'environnement des affaires, déjà très difficile.

Un soulèvement populaire ayant dégénéré en conflit militaire

Au pouvoir depuis près de 42 ans, Mouammar Kadhafi fait face depuis la mi-février 2011 à un soulèvement populaire sans précédent, parti de l'est du pays, dans la lignée des révolutions tunisienne et égyptienne. L'opposition armée s'est, cependant, heurtée à une forte résistance puis à une contre-offensive des forces du pouvoir en place. Par ailleurs, le régime du colonel Kadhafi s'est retrouvé isolé sur la scène internationale, la Libye ayant été évincée des instances de la Ligue arabe et, surtout, le Conseil de sécurité des Nations unies a adopté le 17 mars 2011 une résolution autorisant l'usage de la force pour protéger les civils, notamment par la mise en place d'une zone d'exclusion aérienne. Des frappes aériennes ont été effectuées depuis par une coalition essentiellement américano-franco-britannique, mais les risques d'un enlèvement sur le terrain, d'une guerre civile ou d'une partition en deux du pays (est et ouest) sont élevés face à la détermination du régime du colonel Kadhafi.

En 2011, des conséquences économiques dévastatrices

Quelle que soit l'issue du conflit militaire, les conséquences économiques seront dévastatrices, du moins à court terme. L'activité doit très fortement se contracter en 2011, d'au moins 15% selon des estimations, en raison de la totale désorganisation de la production et des exportations de pétrole résultant de ce conflit. In fine, le niveau d'activité dépendra de la possibilité de redémarrage de la production pétrolière par les compagnies pétrolières étrangères, qui gèrent une part très significative des ressources. De plus, la reprise des exportations de pétrole sera dépendante de la sécurisation des voies d'acheminement et de la réouverture des principaux ports.

Des comptes publics et extérieurs très négativement impactés

Le pays a présenté jusqu'en 2010 d'importants excédents public et extérieur, grâce à l'exploitation des ressources en hydrocarbures (90% des recettes budgétaires et 95% des exportations).

Les finances publiques vont très fortement pâtir du quasi-tarissement de la production pétrolière, représentant l'essentiel des recettes budgétaires, et la mise en œuvre de programmes de développement et le maintien des subventions publiques, en particulier pour les denrées alimentaires, la santé et le logement, devront être reportés. Après un excédent budgétaire de 13 % du PIB en 2010, les comptes publics pourraient afficher un déficit de l'ordre de 25 % selon certaines estimations, étant cependant précisé que jusqu'ici la dette publique était nulle.

Les comptes extérieurs vont, également, se détériorer significativement, passant d'un excédent de 20% du PIB en 2010 à un déficit d'au moins 1% en 2011. La raison principale en est la chute de la production pétrolière, et s'y ajoute l'augmentation du prix des importations de denrées alimentaires et de produits de consommation semi-durables.

Dans ce contexte, les très importantes réserves de change (représentant plus de trois années d'importation en 2010) devraient fondre et de fortes tensions sur le change sont à prévoir. En outre, le sort du fonds souverain *Libyan Investment Authority*, équivalant au montant du PIB, est en question à la suite de l'intensification des sanctions financières internationales à l'encontre du régime du colonel Kadhafi, se traduisant par un gel des actifs à l'étranger de ce fonds souverain.

Un environnement des affaires encore plus catastrophique

Les problèmes institutionnels et de gouvernance ont continué de peser au cours du boom pétrolier des années 2000 et ont freiné la diversification du tissu industriel. De fait, les projets visant à libéraliser l'économie et à privatiser des entreprises publiques se sont heurtés à de fortes résistances au sein de la classe dirigeante.

En outre, l'environnement des affaires était très difficile, compte tenu d'une réglementation incertaine et de l'inefficacité de l'administration, qui ralentissent fortement les processus de décision.

Dans le contexte actuel, tous ces problèmes vont dramatiquement s'intensifier et être à l'origine de longs retards de paiement et de difficultés de recouvrement des créances.

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

SA au capital de 107 120 298,36 euros
RCS Nanterre B 552069791 00481 - NAF 660 E