

2
Pas de décollage de la croissance mondiale, malgré un prix du pétrole au plus bas

5
Entreprises des pays émergents : les nouveaux subprimes de l'économie mondiale ?

6
Renouveau du paysage politique en Amérique latine, quels changements à attendre pour la région ?

PANORAMA

Baromètre risque pays Les grands enjeux 2016

Janvier 2016

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Après les ménages américains en 2007-2008 et les États de la zone euro en 2011-2012, c'est désormais au tour des pays émergents de se retrouver dans l'épicentre de la tempête, en partie en raison d'un endettement excessif. Comment en est-on arrivé là ? Une croissance divisée par deux dans le monde émergent entre 2010 et 2015, des politiques monétaires très expansionnistes après la crise de *Lehman Brothers* et la chute des prix des matières premières depuis mi-2014 sont toutes en cause.

Dans ce contexte de hausse des risques pour les entreprises, Coface décline ou met sous perspective négative bon nombre d'évaluations de pays émergents, à la fois en Amérique latine (Brésil pour la 2^{ème} fois en moins d'un an), en Afrique (Afrique du Sud, Algérie, Zambie,

Tanzanie, Gabon, Namibie, Madagascar), au Moyen-Orient (Bahreïn) et en Asie (Kazakhstan).

Maigre lot de consolation : beaucoup d'économies ont aujourd'hui davantage de capacités de résistance (flexibilisation des régimes de change, réserves de change abondantes, meilleure capitalisation des banques, faible dette publique comparée à celles des économies avancées...) qu'au cours des années 1990 marquées par de nombreuses crises émergentes. Et toutes les régions ne sont pas affectées de la même manière par ce double choc sur la croissance d'une part, et l'endettement des entreprises d'autre part. L'Europe centrale reste par exemple peu touchée à ce stade, ce qui conduit d'ailleurs Coface à reclasser l'évaluation de la Hongrie (de B à A4) et à mettre sous perspective positive celle de la Lettonie.

Toujours au rayon des bonnes nouvelles, la zone euro continue de se rétablir graduellement, comme en atteste la mise sous perspective positive de l'évaluation de l'Italie. Mais le pétrole bon marché, l'euro faible et la lente décline du chômage ne doivent pas faire oublier les nombreuses sources possibles de risque cette année, au premier rang desquelles figure le risque politique (Espagne, Grèce, Portugal). Hormis celles dont l'activité dépend beaucoup du secteur de l'énergie (Canada déclassé en A2) et/ou de la croissance chinoise (perspectives négatives pour les évaluations du Japon, de Taïwan et de Hong Kong), les économies avancées dans leur ensemble profiteront sans doute encore d'une croissance modérée en 2016. Mais ces quelques bonnes nouvelles ne seront malheureusement pas suffisantes pour faire redémarrer la croissance mondiale cette année !

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE
<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

JANVIER 2016

Pas de décollage de la croissance mondiale, malgré un prix du pétrole au plus bas



Marie ALBERT
Economiste,
responsable
risque pays



Julien MARCILLY
Economiste en chef

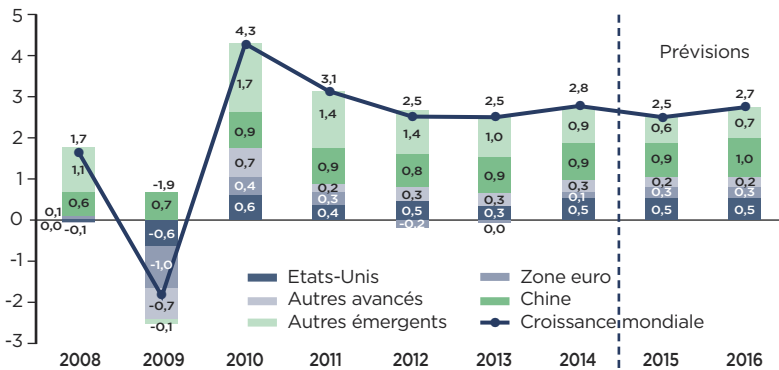
Avec la participation de l'équipe de la direction de la recherche économique du Groupe

États-Unis et Royaume-Uni : le pic de croissance est passé...

Parmi les économies avancées, les États-Unis et le Royaume-Uni ont affiché de meilleures performances que celles de la zone euro en 2015

(hormis l'Espagne, voir graphiques n°1 et 2) et ce, malgré une appréciation marquée de leurs taux de change et l'anticipation de la remontée du taux directeur américain, qui a finalement eu lieu le 16 décembre 2015, et mis fin à sept ans de politique à taux zéro. Le dynamisme de la demande intérieure y est en effet encourageant, bien qu'un léger ralentissement soit à attendre en 2016. En outre, les incertitudes politiques pèsent pour ces deux pays en 2016, année marquée par de nouvelles élections aux États-Unis et surtout le risque de *Brexit* au Royaume-Uni susceptible de peser sur la confiance des entreprises. A contrario, les performances du Japon sont toujours décevantes, les « Abenomics » ne semblant pas porter suffisamment leurs fruits : le risque de déflation persiste et la consolidation budgétaire est loin d'être garantie. En outre, le pays demeure vulnérable au ralentissement chinois (18 % de ses exportations sont destinées à la Chine).

Graphique n°1
Contributions à la croissance mondiale



Sources : FMI, estimations Coface

Graphique n°2
Prévisions de croissance Coface (%)



Source : Coface

... et l'écart avec la zone euro se réduit pas à pas

La croissance devrait continuer de se raffermir en zone euro en 2016 (+1,7 %, après +1,5 %), toujours tirée par la consommation et l'investissement. L'amélioration graduelle du marché de l'emploi (taux de chômage à 10,7 % en octobre 2015, contre 12,1 % au pic en avril 2013), un euro toujours faible face au dollar ainsi qu'une facture énergétique réduite ne seront pas étrangers à cette embellie.

En France, la croissance devrait être plus dynamique, comme en atteste le recul du nombre de défaillances ou encore la forte progression du nombre de créations d'entreprises.

En Allemagne, l'activité devrait être aussi légèrement plus allante, malgré sa relative exposition au ralentissement des émergents. En effet, le faible taux de chômage et la progression des salaires induite favorise à la fois la consommation et l'investissement en immobilier des ménages. Par ailleurs, l'accroissement du nombre de réfugiés devrait engendrer une augmentation de la dépense publique, tandis que l'impact du scandale Volkswagen sur le PIB devrait être limité.

En Italie, la croissance rebondirait aussi, favorisée par le dynamisme de la consommation des ménages, et des progrès en termes de réformes structurelles : réforme du Sénat, paiement accéléré des arriérés publics, réforme du marché du travail. Les conditions de crédit resteront toutefois difficiles, les banques étant toujours pénalisées par leur stock important de créances douteuses.

En Espagne, l'économie devrait être la seule à ralentir quelque peu cette année, mais à partir d'un niveau de croissance nettement plus élevé que celui de ses voisins. Le risque que des incertitudes prolongées quant à la composition et la stabilité du futur gouvernement espagnol pèsent sur la confiance des entreprises n'est cependant pas à exclure.

Autre élément favorable : la situation des entreprises s'est globalement améliorée en zone euro sur la période récente. En effet, les défaillances d'entreprises ont baissé dans les grands pays européens, de manière modérée en France, en Allemagne et en Italie (entre 3,5 et 5 % sur les neuf premiers mois de l'année 2015 comparé à la même période en 2014), mais fortement en Espagne (-26 %). A contrario le Portugal enregistre une nette hausse des défaillances d'entreprises sur l'ensemble de l'année 2015 (+12 % par rapport à 2014).

Pas d'embellie en vue pour les pays émergents

Le concept de BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) comme synonyme de groupe de pays à forte croissance, apparaît aujourd'hui dépassé.

Seule l'Inde continue de se distinguer avec une croissance soutenue et stable, grâce à la faiblesse du prix des matières premières et aux réformes du gouvernement Modi.

En Chine, le ralentissement devrait se poursuivre (+6,2 %, après +6,7 % en 2015), les déséquilibres structurels de son économie continuant de peser sur les entreprises : endettement élevé (*voir Focus 1 page 5*), existence de surcapacités dans beaucoup de secteurs industriels, perte de compétitivité liée à l'appréciation passée du yuan, etc. Si l'État a continué à soutenir l'économie, à la fois via des politiques monétaire (baisse des taux d'intérêt et des ratios de réserves obligatoires) et budgétaire expansionnistes (impulsion de 0,9 point de PIB potentiel en 2015, une des plus fortes hausses depuis 2008), son intervention reste délicate dans un contexte de libéralisation financière progressive, qui comprend aussi la flexibilisation du yuan. De nouveaux soubresauts sur les marchés financiers ne sont donc pas à exclure, comme en témoigne la fermeture de la bourse chinoise le 4 puis le 7 janvier derniers, suite notamment à la parution d'un mauvais indicateur de confiance des entreprises et à l'entrée en vigueur le 4 janvier de la mesure prévoyant la fermeture de la bourse lorsque l'indice de référence chinois CSI 300 baisse de plus de 7 % (avant son abandon trois jours plus tard). Comme en 2015, la capacité des autorités à gérer les déséquilibres macroéconomiques, ainsi que la volatilité des marchés financiers sera un facteur clé.

En Turquie, la croissance restera modérée, mais les entreprises continueront de souffrir d'un endettement élevé et de leur exposition aux fluctuations de la livre (*voir Focus 1 page 5*), d'autant plus que le contexte politique domestique et régional est toujours difficile, même si les élections législatives de décembre ont apporté plus de visibilité. Enfin, notons l'impact négatif de l'embargo russe sur l'activité économique, autour de -0,7 point de PIB.

En Afrique du Sud, la croissance devrait rester atone bien loin de ses niveaux pré-crise, dans un contexte de coupures d'électricité, de remontée du taux directeur, d'accroissement des déficits jumeaux, de dépréciation du rand et d'instabilité politique.

Les perspectives resteront très dégradées au Brésil et en Russie, pays toujours marqués par la récession : le premier sera toujours dans une situation économique et politique difficile (*voir Focus 2 page 6*), tandis que le second restera considérablement affecté par le niveau bas du prix du baril. Le rouble, dont l'évolution est très corrélée à celle du prix du pétrole, a d'ailleurs atteint un nouveau point bas face au dollar en janvier 2016, soit une dépréciation autour de 50 % en un an et demi.

La faiblesse du prix du baril devrait rester de mise en 2016

En début d'année 2016, le prix du pétrole a atteint un nouveau point bas depuis douze ans (30 dollars). La volatilité des prix s'est récemment nettement accrue, le « Oil VIX » dépassant 50 début 2016⁽¹⁾ (voir graphique n°3). Prévoir l'évolution du prix du baril reste ainsi un exercice périlleux.

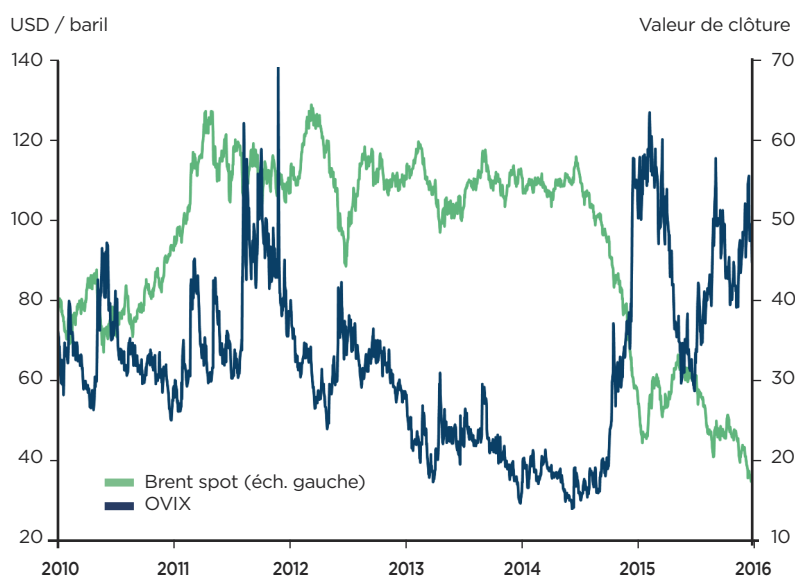
Il devrait rester faible en 2016. En effet, les fondamentaux indiquent que l'offre est toujours abondante mais celle en provenance des pays n'appartenant pas à l'OPEP devrait se réduire selon l'Agence internationale de l'énergie -AIE- (notamment l'offre américaine de pétrole de schiste⁽²⁾), alors que l'OPEP n'a pas donné de quota chiffré lors de sa dernière réunion (qui était fixé à 30 Mbj auparavant), mettant en avant l'incertitude concernant le nombre de barils supplémentaires que l'Iran apportera sur le marché cette année. Néanmoins, la demande mondiale de pétrole devrait légèrement augmenter (+1,2 Mbj pour atteindre 94,6 Mbj en 2016), mais le marché pétrolier resterait globalement excédentaire (avec notamment des stocks bien supérieurs à leur moyenne historique). En outre, le retour de l'Iran sur le marché suite à la levée des sanctions pourrait induire une baisse de prix de l'ordre de 5 à 15 \$ en 2016 selon l'*Energy Information Administration* -EIA-. L'agence considère que le pays détient 30 millions de barils de brut en stock et qu'il pourrait faire croître sa

production pour atteindre au moins 700 000 barils par jour d'ici la fin 2016, soit le même ordre de grandeur que celui avancé par la Banque mondiale. Par ailleurs, alors que la liquidité sur les marchés est ample et entraîne une forte volatilité, l'influence des facteurs financiers brouille la visibilité sur l'évolution du prix du pétrole.

Une année 2016 sous tension

Au final, l'activité mondiale ne devrait pas rebondir significativement en 2016 (+2,7 %, après +2,5 %). Des risques importants mais déjà connus subsistent : ralentissement plus prononcé qu'anticipé de l'activité chinoise et évolution des prix des matières premières. Sur le plan politique et géopolitique, les incertitudes demeurent élevées, que ce soit au sein des pays développés (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne) ou émergents (hausse récente de l'instabilité au Moyen Orient en raison des tensions entre l'Iran et l'Arabie Saoudite notamment). En outre, le risque terroriste s'est aussi accru dans le monde (France, Tunisie, Egypte, Liban etc...) et pourrait donner lieu à un renforcement des mouvements nationalistes. Enfin, la question des migrations devrait rester un enjeu essentiel après le niveau record de 2015⁽³⁾ (selon la Banque mondiale, le nombre de migrants auraient dépassé 250 millions).

Graphique n°3
Pétrole : prix du Brent et Oil VIX



Sources : CBOE et Datastream, dernier point : 7 janvier 2016

- (1) Le « Oil Vix » est un indice mesurant la volatilité « implicite » sur les marchés financiers. Il enregistre les mouvements anticipés du prix du baril à 30 jours. En atteignant 56,2 le 7 janvier, les participants anticipent donc que le prix du pétrole peut varier de plus ou moins 56,2 % dans les 30 prochains jours.
- (2) Le secteur américain de l'énergie continuera de pâtir de la baisse du cours du baril. Les producteurs de pétrole de schiste se sont recentrés sur les puits offrant les meilleurs rendements afin de limiter leurs coûts. Ainsi, en 2015, plus de 60 % des puits ont été fermés.
- (3) Migrations and remittances factbook 2016, Banque mondiale, décembre 2015.

FOCUS 1 : Entreprises des pays émergents : les nouveaux *subprimes* de l'économie mondiale ?

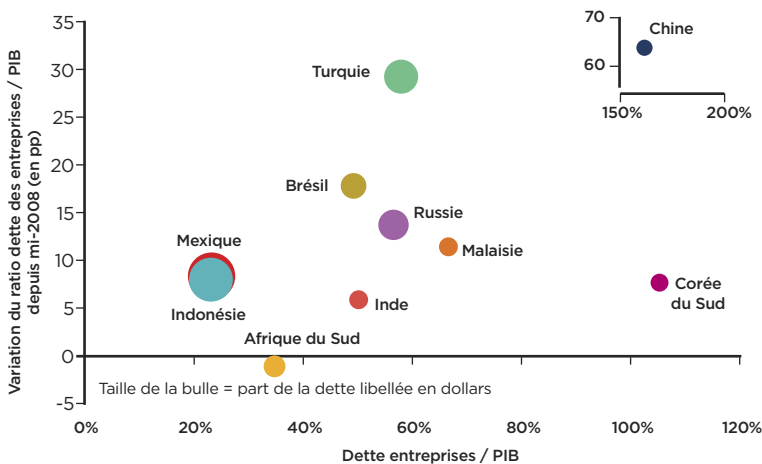
Outre une croissance du PIB en berne pénalisant leur profitabilité, les entreprises des pays émergents sont aujourd'hui confrontées à un second problème : leur endettement croissant. Celui-ci a en effet été multiplié par 4,5 entre 2004 et 2014

en valeur absolue. Relativement au PIB, il a progressé de 26 points de pourcentage au cours de la même période. Cette tendance haussière concerne la plupart des grands émergents, même si l'ampleur de la progression diffère d'un pays à l'autre. Les entreprises chinoises figurent en tête du peloton de la course à l'endettement : leur dette représente désormais plus de 16% du PIB, soit 60 points de plus qu'en 2008 (voir graphique n°4). Viennent ensuite la Turquie (+30 points environ), le Brésil, la Russie et la Malaisie. De la même manière, la progression de l'endettement touche les entreprises de tous les principaux secteurs d'activité. Elle est la plus marquée dans le secteur de la construction, suivie par celui de l'énergie (voir graphique n°5).

Graphique n°4

Dette des entreprises en % du PIB

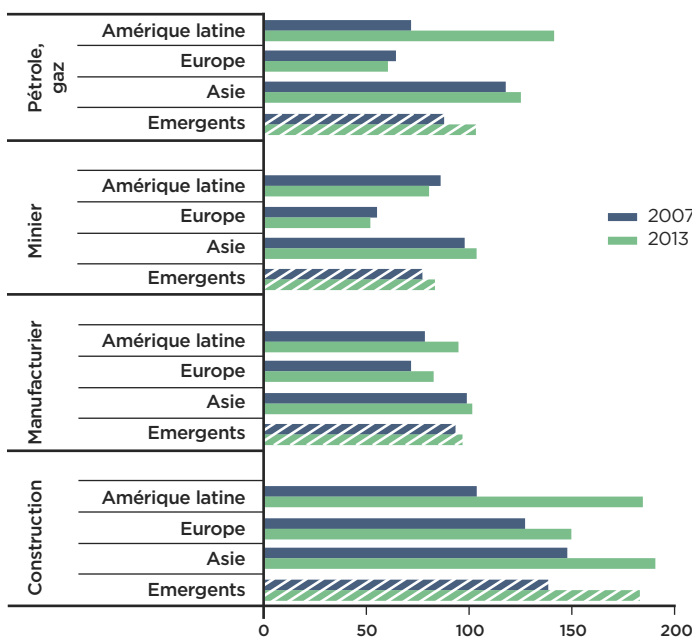
(Exemple : Corée du Sud : 8 % - Mexique : 66 %)



Sources : BRI, Coface

Graphique n°5

Dette des entreprises (ratio entre dette totale et capital total)



Source : FMI

Un endettement accru n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle, dans la mesure où il permet de financer davantage d'investissement et donc d'obtenir une croissance plus soutenue. Mais la période récente montre qu'endettement et croissance ne vont pas forcément de pair, cette dernière étant passée de 7,2 % en 2010 à 3,4 % en 2015 pour les émergents dans leur ensemble. Au-delà d'un certain seuil, une dette élevée implique en effet une charge d'intérêt plus forte et donc moins de capacités pour investir. Le FMI abonde dans le même sens en soulignant que les crises précédées par un excès de dette privée sont plus profondes et la reprise plus lente que pour les autres⁽⁴⁾.

Plus précisément, l'endettement en dollar des entreprises libellé focalise aujourd'hui toutes les attentions. Sa nature et son poids varient beaucoup d'un pays à l'autre. Il peut s'agir de crédits de banques internationales ou d'obligations émises sur les marchés internationaux par de grandes entreprises via leur filiale à l'étranger. Mais il s'agit aussi de crédits libellés en dollars obtenus par des PME auprès de leur banque locale. Si la dette massive des entreprises chinoises est essentiellement en monnaie locale,

(4) Bornhorst F. et Ruiz Arranz M. (2011) : « Growth and the Importance of Sequencing Debt Reduction across Sectors », Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, Chapitre 2, Fonds monétaire international.

ce n'est pas le cas pour la Turquie. Cela expose les entreprises locales au risque de change comme en 2015, la livre turque s'étant dépréciée d'environ 20 % face au dollar en 2015 comparée à 2014. Notons cependant que ce risque de change peut être limité par des instruments de couverture (dérivés). Les entreprises dont les revenus sont essentiellement libellés en dollar (énergie et secteur minier par exemple) bénéficient quant à elles d'une « couverture naturelle ». Dans un contexte de remontée graduelle des taux américains propice aux sorties de

capitaux des pays émergents et de prix bas des matières premières favorisant la dégradation de la balance commerciale de bon nombre d'entre eux, leurs banques centrales seront donc face à un choix cornélien en 2016 si les devises émergentes continuent de se déprécier. Elles devraient augmenter leurs taux afin de limiter ces pressions baissières, au risque d'augmenter la vulnérabilité des entreprises déjà très endettées, ou laisser la monnaie se déprécier, au risque de pénaliser les firmes endettées en devise étrangère.



FOCUS 2 :

Renouveau du paysage politique en Amérique latine, quels changements à attendre pour la région ?

L'année 2015, et en particulier le mois de décembre, a été caractérisée par des changements politiques historiques en Amérique latine.

En Argentine, la victoire de Mauricio Macri aux présidentielles met fin à 12 ans de « kirchnérisme ». Au Venezuela, l'opposition aux élections législatives au Venezuela est, quant à elle, un signe fort de l'affaiblissement du « chavisme ». Mais au-delà de ces symboles, les changements concrets à attendre, notamment d'un point de vue économique, sont bien différents.

En Argentine, le président Macri a fait preuve d'un fort volontarisme dès son investiture le 10 décembre en mettant fin au contrôle de change (le taux de change a alors été dévalué d'environ 30 % face au dollar). Il a également annoncé la suppression de taxes à l'exportation pour plusieurs produits agricoles, le pays étant réputé pour figurer parmi les plus protectionnistes au monde. Néanmoins, à court terme, ces ajustements devraient être douloureux pour l'économie dans un contexte de faiblesse des réserves de change, dans la mesure où la dévaluation du peso est susceptible d'engendrer des pressions haussières supplémentaires sur les prix via les produits importés. Mais à moyen terme, la normalisation des politiques économiques devrait redonner de l'efficacité et accroître le potentiel de croissance du pays.

Au Venezuela, la victoire de l'opposition (la Table de l'unité démocratique -MUD-) met en évidence les limites du modèle « chaviste » et le ras-le-bol de la population fortement affectée par les conséquences de la chute du prix du pétrole (95 % des exportations), notamment via une hyperinflation. Les députés, qui ont pris leurs fonctions

le 5 janvier, devraient essayer de mettre fin au mandat actuel du président Maduro. Cependant, la coalition MUD est fragmentée et ne possède pas d'agenda économique clairement défini, rendant flou les futures orientations du gouvernement, dans un contexte où le risque de défaut du pays reste très élevé pour 2016.

Le Brésil semble s'enfoncer dans la récession et la crise politique. Le manque de crédibilité du gouvernement, notamment d'un point de vue budgétaire (qui a conduit les agences de notation S&P et Fitch à rétrograder le pays au rang d'investisseur spéculatif, respectivement en septembre puis en décembre 2015) nuit considérablement au pays. Le ministre des finances Joaquim Levy, nommé en début d'année et dont la réputation d'orthodoxie avait rassuré les investisseurs, a quitté le gouvernement en décembre. La présidente Dilma Rousseff, réélue il y a un peu plus d'un an, connaît des records d'impopularité. Elle est désormais visée par une procédure de destitution, en lien avec le scandale de corruption Petrobras et est également accusée de maquillage des comptes de l'Etat.

Cuba apporte une touche d'espoir. 2015 a été marquée par le dégel des relations avec les Etats-Unis (rupture diplomatique depuis 1961) avec l'ouverture de leurs ambassades respectives. L'embargo est encore en vigueur, mais sa levée entraînerait un retour des capitaux étrangers et un accroissement du tourisme, ce qui laisse présager un marché à potentiel. Principal bémol à souligner : le Venezuela demeure le premier partenaire commercial de Cuba, avec environ 40 % des transactions, tant à l'exportation qu'à l'importation, ce dernier est donc sensible à l'évolution de la situation au Venezuela.

MODIFICATION DES ÉVALUATIONS RISQUE PAYS

PROBABILITÉ DE DÉFAUT DES ENTREPRISES

A1 : TRÈS FAIBLE
A2 : PEU ÉLEVÉE
A3 : NIVEAU SATISFAISANT
A4 : NIVEAU CONVENABLE
B : ASSEZ ÉLEVÉE
C : ÉLEVÉE
D : TRÈS ÉLEVÉE

↗ Pays sous surveillance positive

↘ Pays sous surveillance négative

Reclassement, levée de la surveillance négative, mise sous surveillance positive

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Hongrie	B↗	A4
Italie	B	B↗
Lettonie	B	B↗
Côte d'Ivoire	C	C↗

Déclassement, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Hong Kong	A1	A1↘
Japon	A1	A1↘
Taïwan	A1	A1↘
Canada	A1↘	A2
Finlande	A2	A2↘
Namibie	A3	A3↘
Afrique du Sud	A4↘	B
Algérie	A4↘	B
Bahrein	A4↘	B
Kazakhstan	B	B↘
Brésil	B	C
Gabon	B↘	C
Tanzanie	B↘	C
Zambie	C	C↘
Madagascar	C↘	D

RESERVE

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

Photo : © Fotolia - Maquette : Les éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.fr

