

Direction des Études Économiques du Groupe Euler Hermes

Le Bulletin Économique

www.eulerhermes.com | N° 1195-1196 | Mai-Juin 2013



EULER HERMES
Our knowledge serving your success*

Conjoncture, risques économiques et défaillances

Le monde à la croisée des chemins

Membre d'Allianz 

* notre savoir au service de votre succès

Sommaire

n° 1195-1196

Conjoncture, risques économiques
et défaillances | Mai-Juin 2013

Le Bulletin économique d'Euler Hermes | N° 1195-1196 | Mai-Juin 2013

Éditorial
page 3

Vue d'ensemble
page 4

Analyse par grandes zones
page 12

Risques
par grandes zones
page 38

Annexes 1 et 2
Méthologie
des risques pays
et des défaillances
page 43

Annexe 3
Commerce mondial
page 44

Les Bulletins
économiques
de l'année
page 45

Implantations
page 46

► **Région Euler Hermes Amériques**
États-Unis ► Où va-t-on ? page 12
Canada ► Balloté par les courants mondiaux page 14
Brésil ► Vents contraires page 15

► **Région Euler Hermes Europe du Nord**
Royaume-Uni ► Reprise chahutée page 16
Belgique ► Zéro pointé page 18
Pays-Bas ► Marée haute page 19
Suède ► Bon équilibre page 20
Russie ► Croissance décevante page 21

► **Région Euler Hermes France**
France ► Toute vérité n'est pas bonne à dire page 22

► **Région Euler Hermes DACH***
Allemagne ► Dans l'œil du cyclone page 24
Suisse ► Solide mais inégale page 26
Autriche ► À l'arrêt page 27

► **Région Euler Hermes Pays méditerranéens**
Italie ► Rome ne s'est pas faite en un jour page 28
Espagne ► Verre à moitié... page 30
Grèce ► Pas (encore) de remède miracle page 32
Portugal ► Saudade page 33

► **Région Euler Hermes Asie-Pacifique**
Japon ► Tout ou rien page 34
Chine ► Restructurer, rééquilibrer page 36
Inde ► Pas d'été indien page 37

* Allemagne, Autriche, Suisse

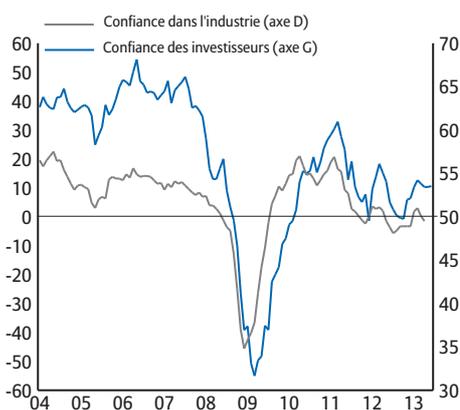
Le Bulletin Économique est publié mensuellement par la Direction des Études économiques du Groupe Euler Hermes. Il est destiné aux clients du Groupe Euler Hermes, mais est aussi disponible sur abonnement pour des entreprises ou organismes extérieurs. Reproduction autorisée sous réserve de mention de la source. Se renseigner auprès de la Direction des Études économiques • **Directeur de la publication et Chef Économiste** : Ludovic Subran • **Études macroéconomiques et risque pays** : David Atkinson (Responsable), Andrew Atkinson, Ana Boata, Romeo Grill, Mahamoud Islam, Dan North, Manfred Stamer (Économistes pays), Clémentine Cazalets, Laura Pagès (Assistants de recherche) • **Études sectorielles et défaillances d'entreprises** : Maxime Lemerle (Responsable), Bruno Goutard, Yann Lacroix, Marc Livinec, Didier Moizo (Conseillers sectoriels), Virginie Reboul (Chargée d'études), Morgane Gaudiau (Assistante de recherche) • **Édition** : Martine Benhadj • **Conception graphique** : Claire Mabille • Administration et documentation : Valérie Poulain • **Pour tous renseignements** : Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92048 Paris La Défense Cedex – Tél. : +33 (0)1 84 11 50 46 – **Courriel** : research@eulerhermes.com ► Euler Hermes – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 14 451 032,64 €, RCS Paris B 388 236 853 • Impression : Évreux Compo à Évreux – Dépôt légal Mai-juin 2013 ; **issn 1 162 – 2 881** • *Achévé de rédiger le 27 juin 2013*

Éditorial

Let's talk about Fed baby, let's talk about Q&E

Certes le titre de cet édito est un peu osé, surtout lorsqu'on connaît la chanson. Mais blague à part, discuter du *tsunami* de liquidité qui s'est abattu sur les marchés - et de sa fin annoncée - semble incontournable. Pourquoi ne pas le faire en chanson ? En effet, alors que la zone euro continue son bonhomme de chemin, se rapprochant dangereusement de la croisée des chemins, les États-Unis eux ont un virage difficile à négocier. En Europe, l'usure est à l'honneur et l'on se demande combien de temps les tissus industriel et social vont résister face aux politiques publiques haletantes et aux limbes économiques. De l'autre côté de l'Atlantique, c'est la politique monétaire qui est au centre des préoccupations. La Fed va 'taper' mais de combien et surtout quand ? La fin du déluge en dollar (le fameux *Quantitative easing* - QE), celui-là même qui a permis de sortir l'économie américaine de l'ornière, ne se fera pas sans laisser des traces sur le canal du crédit et sur l'économie réelle. L'expérimentation économique grandeur nature des banques centrales (américaine, mais aussi anglaise, japonaise et européenne) rassure certains et en inquiète d'autres. Les Cassandre crient tantôt à la bulle, tantôt au *credit crunch*, les pragmatiques rappellent qu'il n'y avait pas d'autre solution de toutes les façons. Ce qui est intéressant reste en effet le choix lourd de conséquence, au-delà des frontières américaines d'une politique monétaire de la Fed moins accommodante. Les marchés émergents se rappellent bien trop douloureusement la crise du milieu des années 90 et, même si ces mêmes pays ont bien changé, ces deux dernières années, infrastructures, marchés financiers et financement de l'économie ont été grassement alimentés par la liquidité (peu chère) en dollars. Les risques inflationnistes se sont envolés, et dans un pays comme le Brésil, on se rend compte bien tristement de l'équilibre instable que cela représente, entre risque sociétal et besoins d'émergence industrielle. Au final, nombre de BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), de CIVETS (Colombie, Indonésie, Vietnam, Égypte, Turquie, Afrique du Sud), de 'Next-11' se retrouvent confrontés à la dure réalité de continuer les réformes domestiques nombreuses (le modèle de croissance chinois, le financement de la balance courante turque, les négociations salariales sud-africaines pour n'en citer que quelques-unes) tout en acceptant l'hyper dépendance économique qui peut (souvent) venir compliquer la donne. La bonne nouvelle dans tout cela ? Cela permet peut-être de relativiser la crise en zone euro, et d'enfin refaire de l'économie, et moins de *RealPolitik*. *Ludovic Subran*

Indicateurs du cycle économique mondial



Sources : Markit, Sentix, Euler Hermes

Vue d'ensemble

Le monde à la croisée des chemins

La croissance mondiale ralentira à +2,4% en 2013 avant de se reprendre légèrement en 2014 (+3,1%). Elle sera marquée par : (1) un décrochage entre les régions notamment les États-Unis en croissance modérée face à une zone euro davantage en contraction, (2) un renversement des rythmes de croissance au sein des régions (rebond du Japon, ralentissement de la Chine), (3) une déconnexion globale entre performances financières et faiblesses de l'économie réelle. Dans ce contexte, la balance bénéfiques-risques reste globalement défavorable du fait d'une intensification du risque politique et social, de perspectives macroéconomiques et financières encore teintées d'incertitudes. À court terme, des choix politiques et économiques s'imposeront: profondeur de l'intégration en zone euro, politiques publiques au Japon et aux États-Unis, modèle de croissance en Chine et enfin amélioration du cadre des affaires pour le Brésil, la Russie et l'Inde.

La divergence des performances économiques entre et au sein des régions se prolonge début 2013. La reprise de l'activité mondiale s'annonce plus lente que prévu (+2,4% en 2013 et +3,1% en 2014).

La croissance mondiale démarre l'année sur une note mitigée. Les écarts de croissance (i) au sein des pays avancés persistent avec une économie américaine résiliente et une zone euro qui s'affaiblit, (ii) entre les régions avec une performance satisfaisante de la région asiatique grâce à une reprise plus forte que prévu au Japon. Au premier trimestre de l'année 2013, la croissance mondiale est restée quasiment stable (à +0,6% t/t contre +0,5% t/t au T4 2012). La divergence des performances économiques entre et au sein des régions s'est poursuivie, notamment au sein des pays avancés : (i) Les États-Unis et le Japon se démarquent, le premier faisant preuve de résilience grâce au dynamisme de la consommation privée (+0,6% t/t contre +0,1% t/t au T4 2012) malgré l'accélération de la consolidation budgétaire, et le deuxième bénéficiant d'une reprise plus ferme (+1,0% t/t contre +0,3% t/t au T4 2012) suite aux mesures de relance budgétaire et monétaire. (ii) À l'opposé, la zone euro reste en

récession (-0,2% t/t) pour le 6ème trimestre consécutif. Les pays "cœurs" perdent leur résilience face à la crise : l'Allemagne et l'Autriche sont en stagnation (+0,1% t/t et +0% t/t respectivement) et la France (-0,2% t/t), la Finlande (-0,1% t/t) et les Pays-Bas (-0,4% t/t) demeurent en récession. (iii) De leur côté, les pays émergents continuent de soutenir la croissance mondiale, même si dans une moindre mesure en raison d'une modération de la croissance dans les grands pays émergents BRIC : Chine (+7,7% a/a), Inde (+4,8% a/a), Russie (+1,6% a/a) et Brésil (+1,9% a/a).

La zone euro (-0,6%) continuera de miner la croissance mondiale en 2013 avant une modeste reprise en 2014 (+0,8%). Les perspectives en zone euro restent assombries en raison de la poursuite de la consolidation budgétaire, de la faiblesse du climat des affaires et des conditions de crédit encore tendues (même si dans une moindre mesure depuis début 2013). Malgré l'assouplissement des cibles budgétaires de certains pays de la zone euro (France, Espagne, Portugal, Grèce et Pays-Bas), l'ajustement des finances publiques et le poids des stocks de dettes publiques retarderont la reprise

de l'activité. De plus, sans action significative de la part de la BCE ou des chefs d'État quant à la relance du financement des entreprises le cycle d'investissement peinera à reprendre. En effet, le crédit aux entreprises non financières reste fortement touché (au plus bas depuis février 2008) par le manque de demande mais également par l'offre restreinte en raison d'une perception du risque de crédit encore élevée et des contraintes réglementaires au niveau des banques (Bâle III). Du côté des ménages, le processus de désendettement est bien engagé, mais sa poursuite limitera le dynamisme de leur pouvoir d'achat, déjà touché par les mesures d'austérité et la hausse du chômage. À cela s'ajoute des changements météorologiques (inondations en Allemagne et France notamment, mauvais temps au mois de mai) dont les effets seront négatifs sur le T2 2013. Ainsi, la zone enregistrerait sa deuxième année de récession, une contraction plus sévère qu'en 2012 (-0,6% contre -0,5% en 2012), avant une reprise modeste et graduelle en 2014 (+0,8%). Toutes les économies de la région seraient affectées : l'Allemagne devrait enregistrer un maigre +0,3% en 2013 avant +1,5% en 2014 et la France tomberait en récession sur l'année

Prévisions économiques

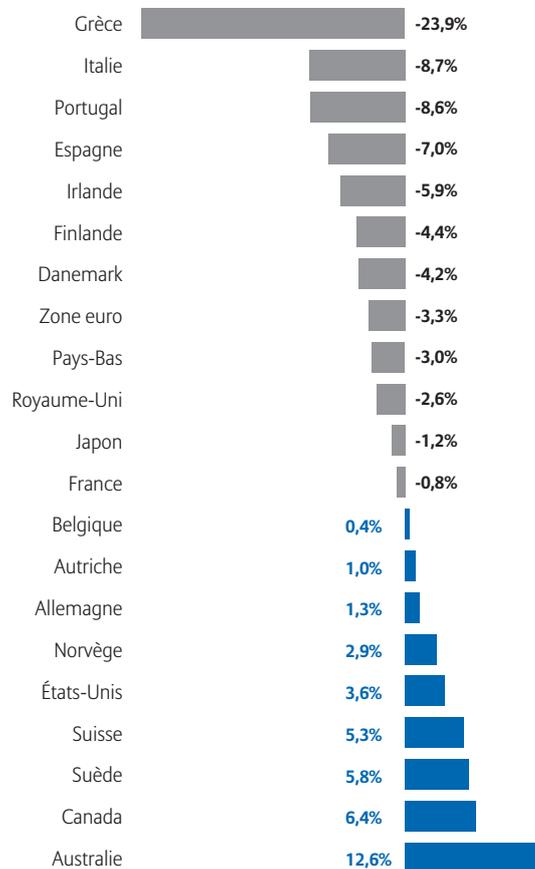
PIB	poids*	2011	2012	2013	2014
Monde	100	2,9	2,5	2,4	3,1
Pays avancés	62	1,6	1,3	1,1	1,9
Pays émergents	38	5,1	4,5	4,4	4,9
Amérique du Nord	24	1,9	2,2	1,8	2,7
États-Unis	22	1,8	2,2	1,8	2,7
Canada	3	2,6	1,7	1,9	2,3
Amérique latine	8	4,2	2,6	3,0	3,5
Brésil	3	2,7	0,9	2,7	3,3
Europe de l'Ouest	23	1,5	-0,2	-0,2	1,0
Suède	1	3,8	1,1	1,3	2,2
Royaume-Uni	3	1,0	0,3	0,8	1,4
dont zone euro	17	1,5	-0,5	-0,6	0,8
Allemagne	5	3,1	0,9	0,3	1,5
France	4	1,7	0,0	-0,3	0,4
Grèce	0	-7,1	-6,4	-4,2	-0,3
Irlande	0	1,4	0,9	1,0	1,8
Italie	3	0,5	-2,4	-1,8	0,3
Pays-Bas	1	1,1	-1,0	-1,0	0,6
Portugal	0	-1,6	-3,2	-2,5	0,4
Espagne	2	0,4	-1,4	-1,6	0,3
Europe centrale et orientale	6	4,7	2,1	2,4	3,1
Russie	3	4,3	3,4	3,2	3,8
Turquie	1	8,8	2,2	4,0	4,0
Pologne	1	4,5	2,0	1,3	2,2
Asie	29	4,8	4,9	4,8	5,1
Chine	11	9,3	7,8	7,7	7,9
Japon	8	-0,5	2,0	1,6	1,4
Inde	3	6,3	5,0	6,0	7,0
Océanie	2	2,3	3,3	2,4	2,8
Australie	2	2,4	3,6	2,7	3,1
Moyen Orient	4	4,6	3,5	2,5	3,8
Arabie Saoudite	1	8,5	6,8	4,0	4,5
Émirats Arabes Unis	1	4,2	4,5	3,5	4,0
Afrique	2	1,1	5,8	4,5	4,8
Maroc	0	5,0	2,7	4,5	4,5
Afrique du Sud	1	3,5	2,5	2,5	3,5

* variation d'une période sur l'autre

Sources : FMI, IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

Niveaux de PIB trimestriel

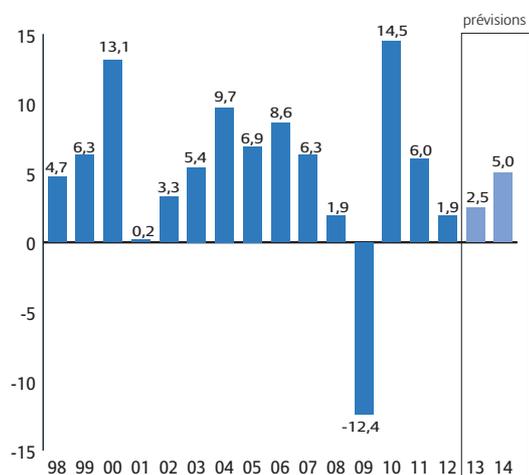
T1 2013 comparé au T1 2008



Sources : statistiques nationales, IHS Global Insight

Commerce mondial de biens et services

évolution en moyenne annuelle, en %



Sources : statistiques nationales, IHS Global Insight

Contribution à la croissance 2013*

	PIB	=	demande interne	+	contribution extérieure
Australie	2,7%		0,3%		2,4%
Canada	1,9%		1,3%		0,6%
États-Unis	1,8%		1,7%		0,1%
Japon	1,6%		1,6%		0,1%
Suisse	1,3%		1,1%		0,2%
Suède	1,3%		1,2%		0,1%
Norvège	1,2%		2,4%		-1,2%
Irlande	1,0%		0,1%		0,8%
Royaume-Uni	0,8%		0,9%		-0,2%
Danemark	0,5%		1,1%		-0,6%
Autriche	0,3%		0,1%		0,2%
Allemagne	0,3%		0,4%		-0,1%
Pays-Bas	-1,0%		-2,7%		1,7%
Finlande	0,1%		-1,1%		1,2%
Belgique	0,0%		-0,2%		0,3%
France	-0,3%		-0,5%		0,1%
Espagne	-1,6%		-3,8%		2,1%
Italie	-1,8%		-2,7%		0,9%
Portugal	-2,6%		-5,1%		2,5%
Grèce	-4,3%		-7,6%		3,3%

* en moyenne annuelle

Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

(-0,3% avant +0,4% en 2014). L'Europe émergente, liée au cycle de la zone euro (Europe Centrale) et à la modération des prix des matières premières (Russie), resterait sur des rythmes de croissance faible (+2,4% en 2013 et +3,1% en 2014).

En 2013, la résilience de la croissance mondiale (+2,4%) viendra de la bonne tenue de États-Unis (+1,8%), de la Chine (+7,7%) et des surprises positives au Japon (+1,6%). 2014 serait l'année d'une légère accélération de l'activité mondiale (+3,1%). Aux États-Unis, les perspectives d'emploi et le marché de l'immobilier continuent de s'améliorer. Cependant, les coupes automatiques (85 mds USD d'ici octobre 2013) pourraient avoir un impact sur la consommation des ménages au T2/T3 2013, même si l'usage de l'épargne pourrait servir d'amortisseur face à la hausse des taxes. La croissance économique devrait ralentir à +1,8% en 2013 avant de reprendre en 2014 (+2,7%) grâce à l'amélioration des fondamentaux de l'économie : des progrès sur le désendettement du secteur privé, l'amélioration de la compétitivité dans le secteur manufacturier (coût du travail au plus bas depuis 1980). En Asie, les deux *leaders* régionaux soutiendront l'activité mondiale. Au Japon, la croissance accélérera à +1,6% tirée par une politique monétaire extrêmement expansionniste. En 2014, l'économie devrait ralentir à +1,4% sous le coup d'un resserrement de la politique budgétaire, la dette publique japonaise ayant atteint des plafonds historiques. En Chine, le rééquilibrage de l'économie vers des moteurs d'activité davantage domestiques qu'extérieurs se poursuivra. Cette transition se manifestera par une décélération du rythme de croissance à +7,7% en 2013, à +7,9% en 2014. L'Amérique latine fera preuve de résilience, la croissance reprenant progressivement (+3% en 2013 et +3,5% en 2014), le Brésil, le principal contributeur à l'activité régionale, restant prisonnier de fortes pressions inflationnistes, empêchant tout assouplissement de la politique monétaire.

Une nouvelle poussée des risques sociaux et financiers

Le risque politique a gagné en intensité particulièrement au Moyen Orient. La polarisation des blocs (autours des États-Unis et de la Russie) concernant le conflit syrien annonce une possible escalade du risque géo (politique) au niveau mondial (extension du conflit armé, remontée des prix du pétrole). L'élection d'un nouveau président en Iran, présenté comme plus modéré, laisse entrevoir une nouvelle ère en termes de négociations internationales, les orientations de ce dernier restent cependant encore incertaines. En Turquie, l'extension des grèves de la place Taksim laisse craindre de plus amples débordements. Le risque social continue d'être élevé dans le Sud de l'Europe avec des taux de chômage qui ne cessent d'augmenter. La fermeture de la télévision publique grecque a fait monter la tension entre les partenaires sociaux et le gouvernement, dans un environnement déjà difficile. Dans ce contexte, le risque sur la croissance reste important à l'échelle mondiale alors que les derniers indicateurs avancés ne pointent pas encore vers une reprise de l'activité. En effet la faiblesse de la demande en zone euro continue de peser sur l'économie mondiale affaiblissant plus encore les autres économies à mesure que la crise européenne se prolonge (-1 dixième de point de croissance annuelle par trimestre de durée de crise).

À ces risques, s'ajoute une hausse des incertitudes financières. La déconnexion entre l'économie réelle et la sphère financière continue malgré des politiques monétaires de plus en plus expansionnistes. En effet si les variables financières se sont globalement améliorées sur le premier trimestre au sein des principaux pays avancés, les évolutions sont demeurées (1) très volatiles, (2) en dissonance avec les signaux macroéconomiques (demande mondiale qui s'affaiblit). Les banques centrales des principales économies avancées ont réaffirmé leur

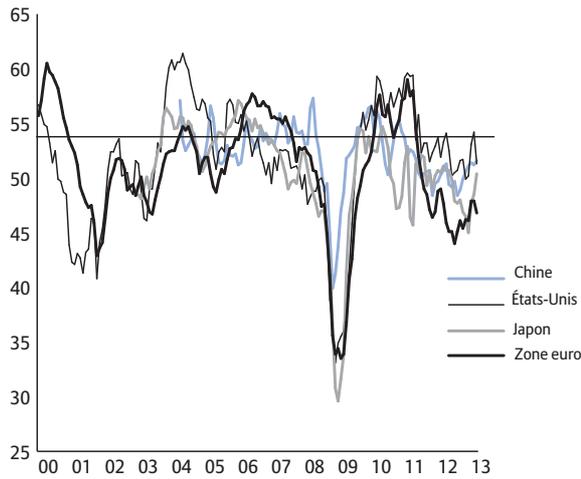
Taux de chômage*

	2012	2013p	2014p
Grèce	24,3%	26,2%	26,0%
Suisse	2,8%	3,0%	3,0%
Japon	4,3%	4,3%	4,4%
Suède	8,0%	8,1%	7,9%
Portugal	15,9%	18,3%	18,9%
Irlande	14,7%	14,3%	13,9%
Norvège	3,2%	3,5%	3,3%
Canada	7,3%	7,0%	6,8%
États-Unis	8,1%	7,7%	7,1%
France	10,2%	10,9%	11,0%
Italie	10,7%	11,7%	12,7%
Espagne	24,9%	27,7%	28,3%
Danemark	8,3%	8,2%	7,8%
Belgique	7,6%	8,2%	8,2%
Allemagne	6,5%	6,7%	6,6%
Zone euro	11,5%	12,3%	13,0%
Autriche	4,4%	4,7%	4,6%
Finlande	7,7%	8,3%	8,1%
Pays-Bas	6,4%	7,9%	8,1%
Australie	5,2%	5,4%	5,0%
Royaume-Uni	8,0%	7,9%	7,8%
Brésil	5,5%	5,4%	5,3%
Russie	5,1%	5,4%	5,2%
Inde	8,4%	8,8%	8,6%

Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes ; (*) en moyenne annuelle

Indicateur de confiance auprès des industriels

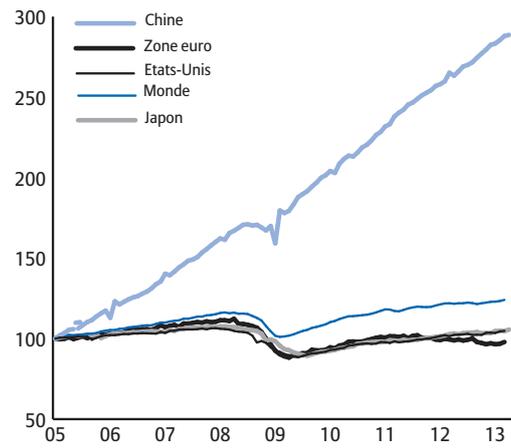
PMI manufacturier



Sources : Markit, Bloomberg, Euler Hermes

Production industrielle

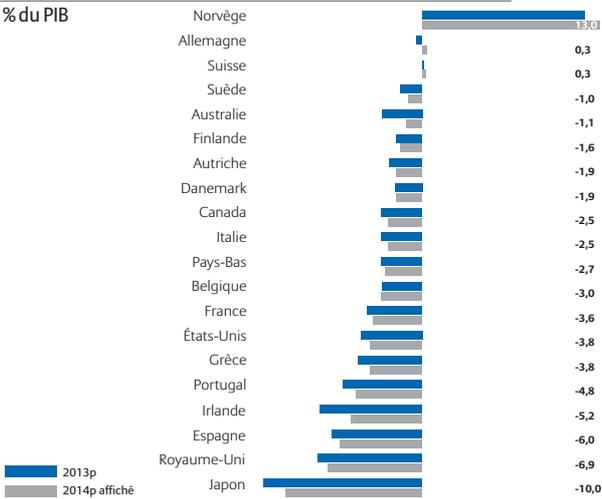
base 100 = 2005



Source : CPB

Déficit public

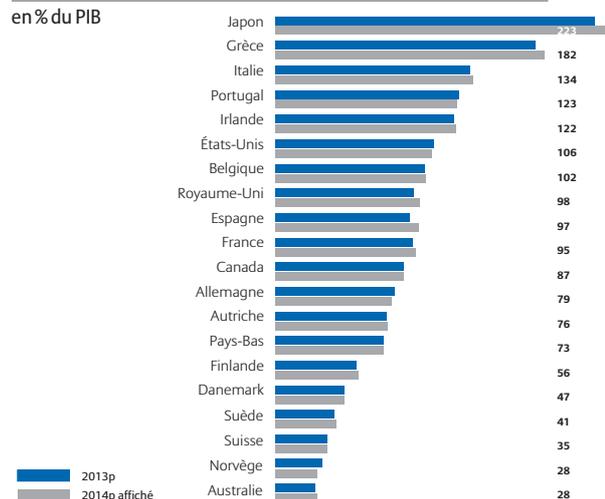
en % du PIB



Sources : statistiques nationales, IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

Dettes publiques

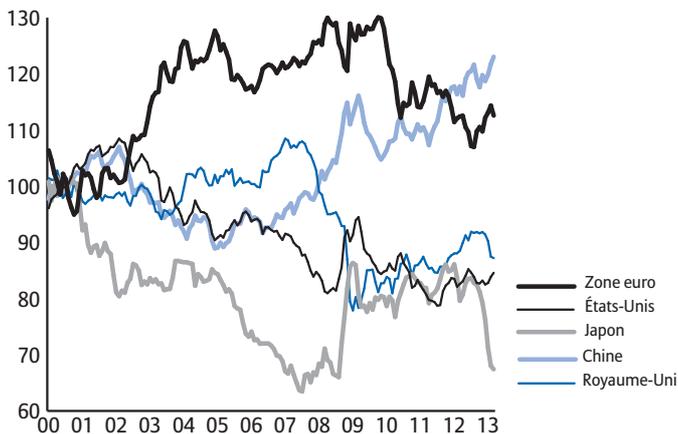
en % du PIB



Sources : statistiques nationales, IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

Taux de change

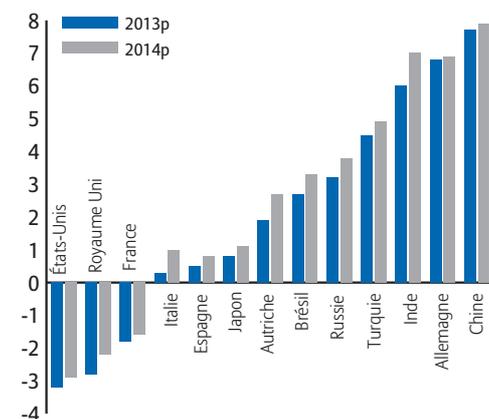
taux de change effectif réel, base 100=T1 2000



Sources : statistiques nationales, IHS Global Insight

Balance courante

en % du PIB



Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

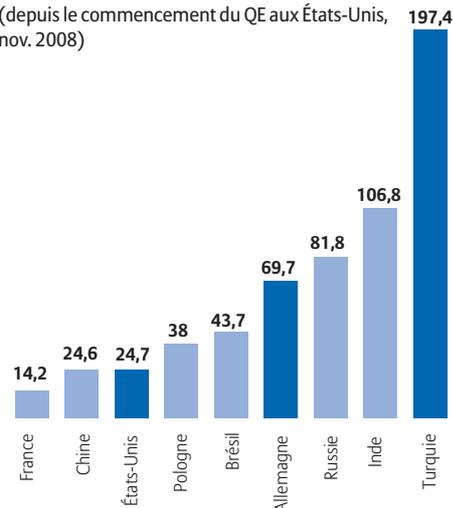
▶ volonté de poursuivre une politique monétaire non conventionnelle, augmentant davantage la liquidité mondiale déjà abondante (actifs en hausse de +13pp de PIB entre 2007 et 2012 pour les principales banques centrales). La Fed s'est engagée à poursuivre ses rachats d'actifs, à laisser les taux des fonds fédéraux au plus bas historique le temps que le marché de l'emploi résorbe ses déséquilibres. La BCE a baissé son taux directeur au mois de mai (de 25bp à 0,5%) et les attentes sont en faveur d'une politique monétaire encore plus active à partir de cet été afin de relancer le crédit aux entreprises. La BoJ est sans doute celle qui a fait l'objet de plus d'attention du fait de son nouveau cadre d'opération soit une inflation cible désormais à 2% à l'horizon de deux ans, un objectif de doubler la masse monétaire d'ici 2014. Afin de contenir l'afflux de capitaux lié à ces politiques non conventionnelles, de nombreux pays ont choisi d'assouplir leur politique monétaire. Cela a été le cas dans d'autres pays avancés tels que l'Australie et la Nouvelle Zélande, bénéficiant de perspectives bien plus robustes que dans les régions précédemment évoquées, mais aussi au sein de certains grands émergents dont le Mexique et la Turquie. En cycle de croissance normale, un assouplissement de la politique monétaire permet via une amélioration des conditions de financement, une reprise de la demande et une accélération de l'inflation. Les taux d'intérêt n'ont jamais été si bas sur la dernière décennie et la masse monétaire n'a jamais été aussi élevée dans le monde. Pourtant les nouvelles économies ne cessent de décevoir : la croissance de l'activité reste faible au regard des moyens mis en œuvre. En effet, à l'exception du Japon, les émergents, qui contribuent à hauteur de 2/3 de la croissance en 2013, ont enregistré une baisse de régime, la demande européenne est restée en contraction et l'activité américaine a crû en deçà des attentes. L'inflation mondiale poursuit sa décélération (+3,4% au T1 2013 contre +3,6% au T4 2012) et la baisse

des prix des produits de base, notamment la chute du prix du baril aux alentours de 100USD en mai, sont autant d'éléments illustrant la fragilisation de la demande mondiale. Paradoxalement, dans ce contexte relativement fragile (reprise reportée, inflation basse) les indicateurs financiers ont, eux, enregistré des performances positives. Tout d'abord, les indices boursiers des principales économies avancées se sont améliorés depuis début 2013 (+3% en Italie et +1% en Espagne) et les hausses ont été spectaculaires au Japon (+23%). Les conditions de financement des États notamment ceux de la zone euro, ont continué de s'améliorer et ce, malgré la crise chypriote et les difficultés politiques italiennes.

Plus cette déconnexion durera, plus elle sera vectrice d'instabilité. Cette situation est révélatrice (i) d'une inefficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire qui stimule davantage la demande d'actifs financiers que la demande de biens et services, (ii) des incertitudes entourant les perspectives économiques mondiales conduisant à rechercher les actifs "réputés" les plus sûrs (priorité accordée à la réputation plus qu'aux fondamentaux) et (iii) de comportements spéculatifs d'institutions financières à la recherche de rendement élevé à court terme. Elle peut être "salutaire" si elle est temporaire et qu'elle se traduit par des effets de richesses réinjectés dans l'économie à travers la consommation (en particulier dans les pays où les ménages actionnaires sont nombreux comme les États-Unis), ou l'investissement des entreprises (Japon). Ceci est notre scénario central. Dans le cas contraire, cette déconnexion serait très dommageable particulièrement en zone euro et au Japon. Dans le premier cas, cela se traduirait par une poursuite de la baisse des dépenses des ménages et des entreprises, elles-mêmes source d'un affaiblissement graduel de l'inflation, soit un cercle vicieux où faible demande et baisse des prix s'alimente-

Croissance des prix des actions

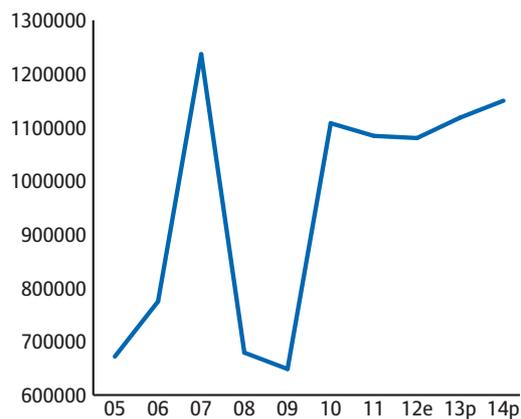
(depuis le commencement du QE aux États-Unis, nov. 2008)



Sources : IHS Global Insight

Flux de capitaux privés entrants dans les pays émergents

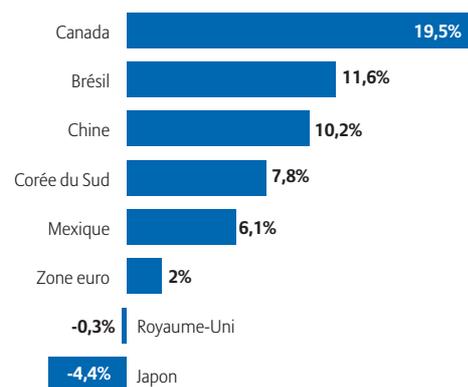
en millions USD



Source : IIF

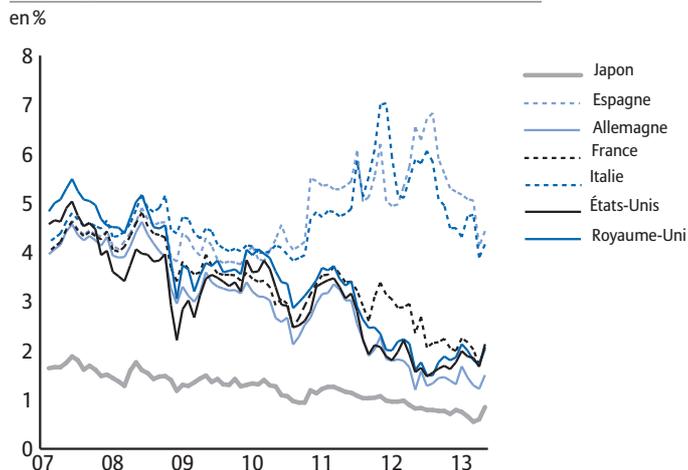
Évolution du taux de change

USD par monnaie nationale ; depuis le commencement du QE aux États-Unis, nov. 2008)



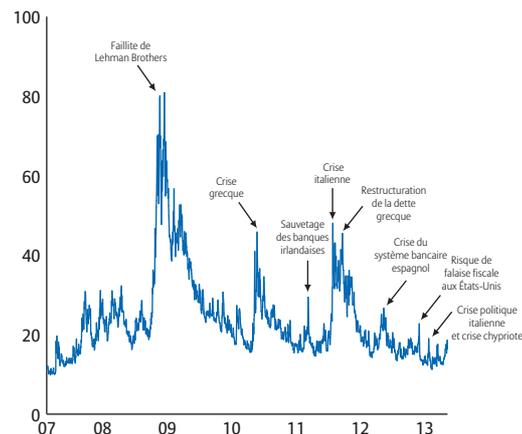
Sources : IHS Global Insight

Taux obligataires souverains à 10 ans



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

Indicateur de volatilité des marchés financiers



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

L'Europe a besoin d'une politique de crédit, au-delà d'une politique monétaire.

Le crédit aux entreprises en zone euro est au plus bas depuis début 2008.

► En mai 2013, la contraction du crédit aux sociétés non financières (ENF) s'est accélérée (-5% a/a) ramenant le stock de crédit en zone euro au plus bas niveau depuis février 2008.

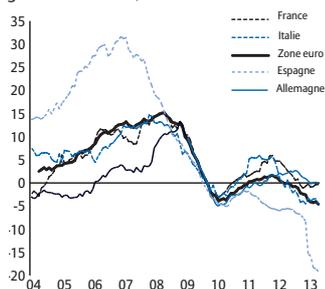
À l'exception des Pays-Bas, la baisse du crédit aux ENF en zone euro est généralisée, étant plus accentuée et plus durable au sein des pays d'Europe du Sud. Le crédit aux ENF est en baisse depuis plus de trois ans en Espagne (-19,9% a/a en avril) et en Irlande (-6,2% a/a), depuis deux ans (ou plus) au Portugal (-6,0% a/a) et en Grèce (-7,6% a/a) et depuis un peu plus d'un an en Italie (-4,6% a/a). De plus, depuis quelques mois, les pays "cœurs" de la zone euro comme l'Allemagne (-0,9% a/a) et la France (-0,5% a/a) n'ont pas été épargnés par ce phénomène.

Offre, demande, prix : quels facteurs obstruent le canal du crédit ?

► D'un côté, la hausse des prêts défallants (désormais à des niveaux record en Espagne et en Italie, à respectivement 10% et 13% des prêts totaux) et la faible rentabilité des banques limitent l'offre de crédit, notamment au vu du durcissement des exigences de fonds propres réglementaires pour les banques.

De l'autre, la demande affaiblie (chômage élevé, baisse du pouvoir d'achat) et la morosité du climat des affaires pèsent sur la volonté des entreprises à investir et donc sur la demande de crédit. Enfin, malgré l'apaisement des tensions financières, les conditions de crédit restent très défavorables en zone euro (notamment au sein des pays d'Europe du Sud) contrairement aux États-Unis ou au Royaume-Uni. En effet, le financement bancaire coûte 100pb plus cher (soit en moyenne 3,5%) aux ENF espagnoles et italiennes qu'à celles françaises ou allemandes et ceci principalement en raison du dysfonctionnement de la politique monétaire en Europe (le *spread* entre le taux sur les crédits bancaires aux ENF en zone euro et le taux directeur de la BCE ayant doublé entre 2007 et 2012).

Crédit aux entreprises non-financières glissement annuel, en %



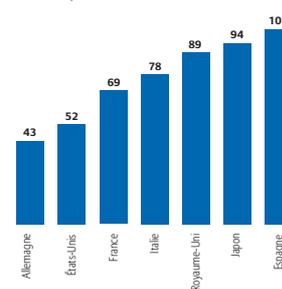
Sources : Bloomberg, Euler Hermes

Relancer la croissance par un partenariat public-privé de soutien au crédit pour les entreprises

► Sans dynamique d'investissement des entreprises, la croissance en zone euro ne peut repartir durablement.

Ceci est d'autant plus inquiétant puisque le cycle d'investissement se finance majoritairement à travers le crédit bancaire ; en effet les entreprises se financent à plus de 90% auprès des banques (contre 30% aux États-Unis) au détriment du financement sur les marchés obligataires par exemple. Il est donc impératif, au-delà d'un effort d'allègement fiscal, de mettre en place une politique de soutien du crédit en zone euro. La mise en place d'une banque publique (en soutien aux capacités du marché privé) comme la KfW en Allemagne (et bientôt la BPI en France) semble utile pour border le marché du crédit, et pourrait même aider les pays à "credit crunch" (selon le modèle KfW-ICO entre l'Allemagne et l'Espagne). Mais c'est bien un soutien à l'économie réelle comme le *Funding for Lending Scheme* au Royaume-Uni qui se fait attendre. La BEI a confirmé sa volonté de mettre à disposition des PME européennes 60 milliards d'euros de prêts concessionnels (à partir de la recapitalisation de 10 milliards récemment votée). Les modalités d'octroi seront clés dans le coût-efficacité de ce nouvel outil. [AB](#)

Endettement des entreprises non-financières en % du PIB, T4 2012



Sources : Banque de France, Euler Hermes

► raient mutuellement. Le cas du Japon serait d'autant plus problématique que le pays souffre déjà d'une dette publique colossale, qu'elle porte encore les stigmates de dix années de déflation et de croissance faible. Si le risque d'un scénario de ce type nous semble exclu en zone euro pour le moment, il reste significatif dans le cas du Japon notamment si ce dernier ne parvient pas à proposer un plan d'assainissement des finances publiques crédible à moyen terme.

Des choix politiques et économiques s'imposeront

La zone euro continue de se confronter aux dilemmes institutionnels en plus des déséquilibres propres à chaque pays. Au premier semestre de l'année, la résilience de la confiance dans la zone euro a été mise à l'épreuve pas plusieurs événements. Tout d'abord, les élections législatives italiennes, au départ sans résultat conclusif, ont mis fin aux craintes quant à l'instabilité politique dans laquelle le pays risquait de tomber. La 'grande coalition' menée par Enrico Letta, bien que fragile, fait gage d'une poursuite des réformes (même si probablement moins ambitieuses que celles du gouvernement Monti) que le pays doit mener afin de retrouver le chemin de la croissance.

Deuxièmement, le sauvetage chypriote décidé à fin mars a soulevé des craintes quant aux effets de contagion aux autres pays européens en absence d'une union bancaire. Même si les effets négatifs sur la stabilité de la zone et sur les autres pays 'sensibles' sont restés contenus, des avancées plus cruciales sur le plan de la gouvernance de la zone s'imposent dans les mois à venir. Le Sommet Européen de fin juin devrait apporter davantage de réponses en termes de (i) intégration financière (et le lien entre les États et les banques, l'ampleur de l'union bancaire – fonds commun de résolution et garantie commune des dépôts – ainsi que le calendrier d'implémentation), (ii) ampleur de la consolidation budgétaire dans les prochaines années étant

donné la faiblesse du cycle économique et (iii) coordination au niveau des politiques de crédit au secteur privé. Même si les déséquilibres entre les pays de la zone euro sont en train de se modérer à travers la mise en œuvre de mesures structurelles, l'ajustement des coûts unitaires du travail, la poursuite de la consolidation budgétaire et la baisse de la dépendance aux financements extérieurs, le processus de rééquilibrage entre les pays de la zone est loin d'être achevé. Ainsi, la poursuite des réformes au niveau national et européen est indispensable à l'amélioration de la productivité et de la compétitivité prix et coût, mais également à l'amélioration de la santé du système financier. Enfin, la soutenabilité de la dette restera un risque très important à court terme, en absence de nouvelles mesures au niveau européen (mutualisation des dettes ESM/ERF) ou de croissance. Dans l'état actuel, le chemin vers une vraie intégration budgétaire et politique au niveau de la zone euro (Budget et Gouvernement Européens) reste long, ce qui n'annonce rien d'encourageant pour la vigueur de la reprise de l'activité.

Les États-Unis et le Japon devront adopter une position crédible en termes de politiques publiques. Le report du relèvement du plafond de la dette aux États-Unis, ajourné à septembre 2013, maintient les incertitudes entourant l'évolution des finances publiques américaines. En août 2013, cela fera deux ans que le gouvernement renvoie à une date ultérieure la résolution de ce problème. Bien que les fondamentaux macroéconomiques se soient améliorés, apaisant les craintes relatives à la soutenabilité de la dette, une non résolution de la question du plafond de la dette, obstacle légal à des nouveaux refinancements, accroît la fragilité de l'économie à un choc financier. Au Japon, la dette publique poursuit sa dynamique haussière et les dernières orientations du gouvernement (plan de relance de plus de 10 milliards

Inflation*

	2012	2013p	2014p
Grèce	1,0%	-0,6%	-0,2%
Suisse	-0,7%	-0,3%	0,3%
Japon	0,0%	0,1%	1,6%
Suède	0,9%	0,5%	1,7%
Portugal	2,8%	0,4%	0,9%
Irlande	1,9%	1,0%	1,2%
Norvège	0,8%	1,5%	1,8%
Canada	1,4%	1,4%	1,8%
États-Unis	2,0%	1,4%	2,1%
France	2,0%	1,2%	1,6%
Italie	3,0%	1,3%	1,2%
Espagne	2,4%	1,4%	1,0%
Danemark	2,4%	1,0%	1,8%
Belgique	2,6%	1,2%	1,9%
Allemagne	2,0%	1,5%	1,9%
Zone euro	2,5%	1,6%	1,5%
Autriche	2,5%	1,8%	2,2%
Finlande	2,7%	2,3%	2,4%
Pays-Bas	2,8%	2,7%	1,7%
Australie	1,8%	2,5%	2,5%
Royaume-Uni	2,7%	2,6%	2,2%
Brésil	5,4%	6,3%	5,6%
Russie	5,1%	6,3%	5,2%
Inde	7,6%	7,3%	6,5%
Chine	2,7%	2,5%	3,0%

Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes ; (*) en moyenne annuelle

JPY) présagent d'un maintien de cette tendance. S'il est vrai que ce *stimulus* permettra d'appuyer la croissance à court terme, conserver une telle position sera dommageable à moyen terme. Notre scénario assume une hausse des pressions financières sur l'État japonais afin que celui-ci réduise son déficit à partir de 2014. En conséquence, une hausse de la TVA aurait lieu sur le S1 2014.

En Chine, le changement de modèle économique n'aura pas lieu à court terme. Le rééquilibrage de l'économie chinoise reste le principal sujet de préoccupation des autorités. La diminution de la croissance vers des rythmes plus modérés (proche de 8% l'an contre 10% durant la dernière décennie) est assumée. Le changement des moteurs de l'économie, passant d'un modèle porté par les exporta-

tions vers une activité tirée par la demande domestique est en cours. Il est encouragé par des injections massives de liquidités et la mise en place de projets d'infrastructure. Cependant, cette transition prendra du temps compte tenu d'un lien structurel liant l'investissement et l'activité exportatrice (près de 45% du PIB), une très faible progression et un bas niveau de la part de la consommation privée dans le PIB (près de 35%).

Statistiques de défaillances par pays

	% du PIB mondial (**)	poids (*)	Bilan 2012		Prévisions	
			nombre	variation	2013	2014
États-Unis	22,5	26,4	40 075	-16%	-7%	-6%
Chine	10,9	12,8	2 626	-14%	4%	3%
Japon	8,8	10,3	12 124	-5%	-3%	3%
Allemagne	5,3	6,2	28 297	-6%	1%	-2%
France	4,1	4,8	60 958	2%	2%	-1%
Brésil	3,7	4,3	1 495	26%	20%	0%
Royaume-Uni	3,6	4,2	29 940	-8%	-7%	-6%
Italie	3,3	3,8	12 442	2%	7%	0%
Russie	2,8	3,2	14 072	10%	2%	-3%
Canada	2,6	3,0	3 236	-11%	-4%	-2%
Espagne	2,2	2,6	7 799	32%	40%	15%
Australie	2,2	2,6	10 632	1%	3%	2%
Corée du Sud	1,7	2,0	1 228	-10%	1%	-2%
Pays-Bas	1,2	1,5	8 616	21%	7%	-1%
Suisse	0,9	1,1	4 513	-4%	-2%	-4%
Suède	0,8	0,9	7 471	7%	10%	3%
Pologne	0,8	0,9	941	29%	10%	2%
Belgique	0,8	0,9	10 587	4%	11%	2%
Norvège	0,7	0,8	3 814	-12%	-3%	-6%
Taiwan	0,7	0,8	260	2%	6%	4%
Autriche	0,6	0,7	6041	3%	4%	0%
Afrique du Sud	0,6	0,7	2 928	-17%	-4%	-4%
Danemark	0,5	0,6	5 456	0%	3%	-3%
Grèce	0,4	0,5	1 400	30%	10%	3%
Finlande	0,4	0,5	3 471	1%	3%	-2%
Singapour	0,4	0,5	151	34%	1%	-3%
Chili	0,4	0,4	129	-3%	1%	-4%
Hong Kong	0,4	0,4	312	-6%	3%	-2%
Portugal	0,4	0,4	6 727	42%	9%	1%
Irlande	0,3	0,4	1 684	3%	-3%	-8%
République tchèque	0,3	0,4	3 764	46%	10%	10%
Roumanie	0,3	0,3	29 769	31%	-3%	-14%
Nouvelle Zélande	0,2	0,3	2 345	-3%	-2%	-2%
Hongrie	0,2	0,2	22 389	13%	4%	-4%
Slovaquie	0,1	0,2	1 050	6%	5%	4%
Lituanie	0,1	0,1	1 339	5%	5%	-5%
Luxembourg	0,1	0,1	1 053	8%	0%	-5%
Lettonie	0,0	0,0	881	0%	6%	-3%
Estonie	0,0	0,0	506	-19%	1%	-4%

(*) poids dans l'indice global des défaillances

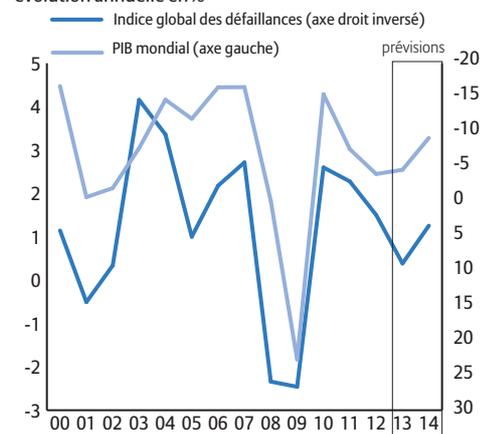
(**) pondération PIB 2011 à taux de change courants

Sources : sources nationales, prévisions Euler Hermes

Au-delà des défis économiques (lutte contre l'inflation), les BRI (Brésil, Russie et Inde) devront améliorer leur environnement des affaires afin de restaurer la confiance. Au sein des grandes économies mondiales, les BRI restent en bas du classement mondial en termes de pratiques commerciales. Classées en dessous des 100 pays les mieux classés du *Doing Business 2013*, ces économies pâtissent d'un cadre réglementaire difficile (difficultés légales à lancer une entreprise principalement) décourageant l'initiative privée notamment des étrangers. À ces écueils, en grande partie législatifs, se greffent des indicateurs de gouvernance encore minés par la corruption, et une faiblesse de la performance logistique (manque d'infrastructure pour le commerce). Ces indicateurs prennent tous leurs sens dans le contexte actuel où les investisseurs recherchent des horizons de croissance soutenables et suffisamment protégés. [_AB/MI](#)

Défaillances et PIB mondial

évolution annuelle en %



Sources : statistiques nationales, calculs et prévisions Euler Hermes