

Conjoncture
et risques économiques

Le Bulletin Économique N° 1199

septembre 2013

www.eulerhermes.com

CE DOCUMENT

est un extrait
de notre Bulletin économique
N° 1199 | septembre 2013.
Pour recevoir ce numéro et
vous abonner à nos
publications, merci d'adresser
votre demande à :
research@eulerhermes.com

Reprise à feu doux

* Notre savoir au service de votre succès

Études Économiques



EULER HERMES

Our knowledge serving your success*

A company of **Allianz** 

Sommaire

Direction des Études Économiques
du Groupe Euler Hermes

Le Bulletin Économique N° 1199

Conjoncture
et risques économiques

Le Bulletin Économique du Groupe Euler Hermes 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 risques pays : Silvia Pepino (Responsable), Andrew Atkinson, Ana Boata, Mahamoud Islam, Emma Ménascé, Dan North, Manfred Stamer (Économistes pays), Nicolas Bargas, Rémy Carasse et Clémentine Cazalats (Assistants de recherche)

Études sectorielle et défaillances d'entreprises : Maxime Lemerle (Responsable), Bruno Goutard, Yann Lacroix, Marc Livinec, Didier Moizo (Conseillers sectoriels)

Édition : Martine Benhadj

Conception graphique : Claire Mabilie

Administration et documentation : Lætitia Giordanella

Pour tous renseignements : Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92 048 Paris La Défense CEDEX – Tél.: +33 (0) 1 84 11 41 15 – Courriel: research@eulerhermes.com > Euler Hermes – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 14 468 072,64 €, RCS Paris B 388 236 853

Impression : Évreux Compo à Évreux – Dépôt légal septembre 2013; issn 1 162 – 2 881

Achévé de rédiger le 30 septembre 2013 ■

- 3 **ÉDITORIAL**
- 4 **VUE D'ENSEMBLE**
- 12 **ÉVOLUTION DES RISQUES PAYS**
- 14 ■ **AMÉRIQUE du Nord**
Focus États-Unis ■ Reprise modérée en 2014
- 15 ■ **AMÉRIQUE latine**
Focus Brésil ■ Croissance en dessous du potentiel
- 16 ■ **Zone EURO**
Focus Europe du Sud ■ Soleil nuageux
- 17 ■ **EUROPE émergente**
Focus Turquie ■ Encore vulnérable
- 18 ■ **AFRIQUE - Moyen ORIENT**
Focus Arabie Saoudite ■ Ne repose pas sur des sables mouvants
Focus Afrique du Sud ■ Puise dans ses ressources
- 19 ■ **ASIE Pacifique**
Focus Japon ■ Dynamique en 2013, résilient en 2014
- 20 **LES BULLETINS ÉCONOMIQUES DE L'ANNÉE**
- 21 **AUTRES PUBLICATIONS DISPONIBLES**
- 22 **IMPLANTATIONS**





Garder la foi en la courbe en J

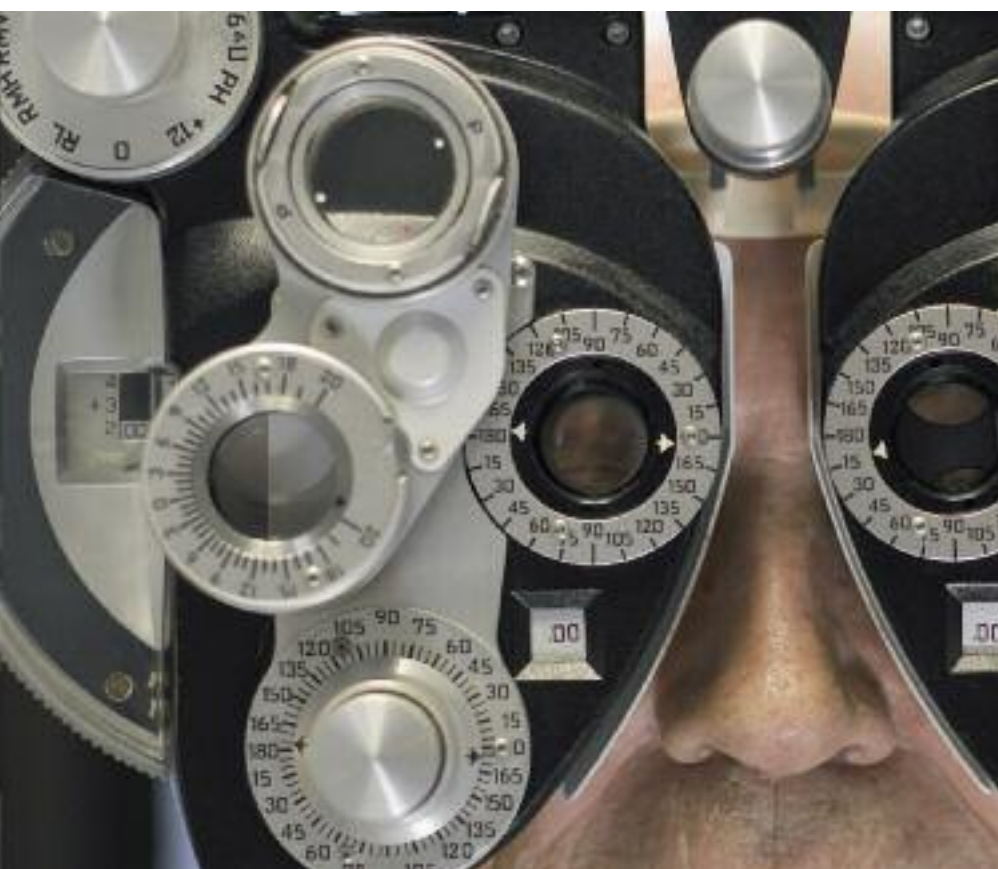
LUDOVIC SUBRAN

En économie, on parle de courbe en J pour décrire l'effet de la baisse des taux de change sur le solde de la balance commerciale au cours du temps. Au départ, l'idée est simple : après la dépréciation de la devise d'un pays, le prix des importations augmente et le prix des exportations diminue ; la balance courante se dégrade, on est dans le creux du J. Dès lors que les produits domestiques sont plus compétitifs, les exportations repartent, et parallèlement, les importations diminuent car les produits étrangers sont désormais plus chers. La balance courante se redresse et dépasse son point de départ, c'est la barre du J. De nombreuses politiques économiques ont pour effet une détérioration initiale (notamment sur le déficit public) et misent sur une phase de redressement (croissance) mais tout dépend alors de la forme du J. En 2014, de nombreuses économies verront si la queue du J est à la hauteur de sa boucle, en d'autres termes, si la reprise sera finalement au rendez-vous et si elle permettra d'effacer les stigmates de la crise et les efforts accomplis. Cures d'austérité, désendettements privés, déficits de financement, assainissement des banques, lutte contre l'inflation, limitation des risques de financement, pays avancés et pays émergents sont tous à un moment charnière où le J doit, enfin, se dessiner. Et pourtant... Comme dans le théorème des élasticités critiques (qui décrit les paramètres théoriques de réussite d'une dévaluation), de nombreuses conditions (au-delà des élasticités prix cette fois !) détermineront la forme et la vigueur de la courbe. Négocier le virage du J sera en effet d'autant plus difficile que la fin des politiques monétaires accommodantes sera abrupte, que la confiance des ménages et des entreprises tardera à se matérialiser en investissements, ou encore que les risques de *crunch* ne seront pas maîtrisés. Alors que faire pour que le J ne se transforme pas en L, pour que le W (la fin du double *dip*) soit franc, et que chaque pays, et chaque entreprise, retrouve l'ABC de la croissance ? Tout

d'abord accepter que la reprise se fera non sans risque et qu'il faut rester couvert. Le risque de non-paiement pour les entreprises restera particulièrement élevé en Europe (à cause de la demande) et dans les émergents (à cause des problèmes de financement dans les pays avec des déficits courants importants). Ensuite, continuer de consolider sa croissance tout en diversifiant sa prise de risque. Cela peut se traduire par la décision d'exporter plus loin (pour décorrélérer son risque), de se financer de façon innovante ou tout simplement de réviser une fois encore son budget (et donc ses dépenses). Enfin, de raison garder quant à l'effet mécanique de la confiance. En effet, la Méthode Coué semble nécessaire pour passer à autre chose, mais attention aux fausses bonnes nouvelles !

Reprise à feu doux

ANA BOATA, CLÉMENTINE CAZALETS, MAHAMOUD ISLAM



Avec la contribution de [Marc Livinec](#)

Même si le rythme de la consolidation budgétaire devrait ralentir dans les trimestres à venir (zone euro, États-Unis), les hausses de taxes (bien que leurs effets soient retardés) dans un contexte d'augmentation du taux de chômage et de désendettement des ménages devraient peser sur la croissance (notamment en zone euro).

Nous avons légèrement révisé (1) à la hausse nos prévisions de croissance pour les pays avancés en 2014 (à +2,1 %) en raison de meilleures perspectives aux États-Unis (+2,8 %), au Japon (+1,5 %) et en zone euro (+0,9 %) et (2) à la baisse celles des pays émergents (+4,6 %) à cause d'un ralentissement de la croissance en Amérique latine et en Asie.

La croissance au sein des pays avancés serait modérée en l'absence d'une franche reprise du cycle d'investissement (notamment en zone euro), conjuguée à une consommation des ménages encore faible.

Les risques restent orientés à la baisse

(1) Sur le plan financier, les besoins de refinancement au sein des pays d'Europe du Sud et la fin de l'assistance financière au Portugal, en Irlande, en Grèce et en Espagne (banques) pourraient faire resurgir les tensions sur les marchés. De même, le plafond de la dette publique aux États-Unis qui devrait être atteint à mi-octobre ainsi que l'arrêt de certains services publics

(*Government Shutdown*) continue d'entamer la crédibilité du gouvernement américain.

(2) Sur le plan géopolitique, une escalade des tensions politiques avec l'Iran et la Syrie pourrait entraîner, en plus d'un choc haussier sur les prix du pétrole, d'importantes pertes humaines et une déstabilisation totale de la région.

Malgré le ralentissement de la croissance au sein des pays émergents, ces derniers resteront les plus importants contributeurs à la croissance

mondiale. Toutefois, les perspectives restent fragiles à l'image des inquiétudes suscitées durant l'été 2013 : (1) révision à la baisse des perspectives de croissance, (2) accélération des sorties de capitaux entraînée par les anticipations d'un ralentissement du programme d'assouplissement quantitatif (QE) aux États-Unis depuis mai. Si les tensions semblent s'être apaisées au cours du mois de septembre (retour progressif des capitaux et stabilisation des monnaies) suite à la réunion de la Fed annonçant un report du *tapering*, il est trop tôt pour crier victoire. Le risque d'une crise émergente similaire à celle de 1997



+3,0 %

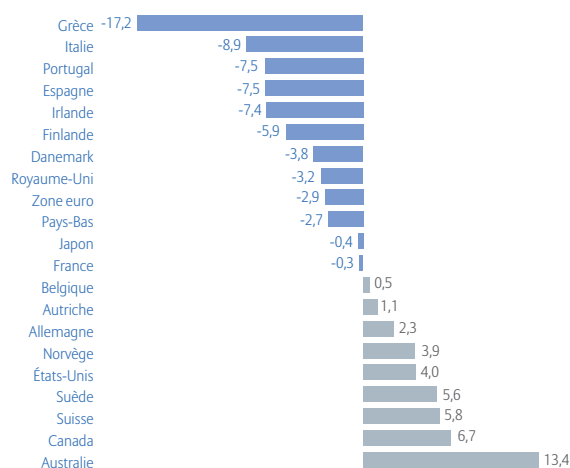
Croissance mondiale en 2014

Croissance du PIB, en %

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

Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes
(*) Pondération PIB 2012 à taux de change courant, en %

Niveaux de PIB réel variation T2 2013 comparé au T1 2008, en %



Sources : Statistiques nationales, IHS Global Insight



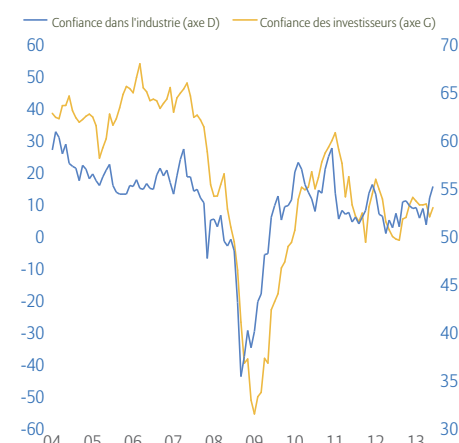
+4,5 %

Croissance du commerce mondial en 2014

► semble faible, les pays disposant de davantage d'outils pour gérer des instabilités financières (réserves de change mais surtout expérience et politiques monétaires crédibles). Cependant, afin de complètement rétablir la confiance des investisseurs, l'accent devra être mis sur (1) la réduction des déséquilibres extérieurs (notamment en Indonésie et en Turquie) et (2) la poursuite de réformes structurelles qui favoriseront une croissance plus durable.

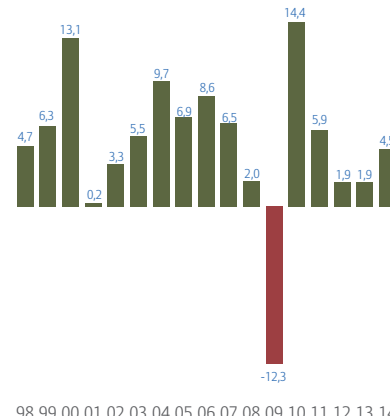
Dans ce contexte, la croissance mondiale est attendue à 2,2 % en 2013 (après +2,6 % en 2012) et en accélération modérée en 2014 (+3,0 %). La croissance du commerce mondial quant à elle devrait rester en dessous des niveaux historiques (à +1,9 % en 2013 et +4,5 % en 2014 contre +5,1 % de moyenne de long terme) à cause d'une modération de l'activité en Amérique latine et notamment en Asie.

Indicateurs du cycle économique mondial



Sources : Markit, Sentix, Euler Hermes

Commerce mondial de biens et services évolution en moyenne annuelle, en %



Sources : Statistiques nationales, CPB, prévisions Euler Hermes

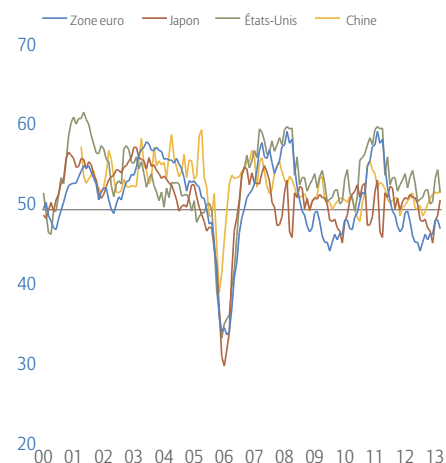
Contribution à la croissance 2013

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

Sources : IHS Global Insight, estimations Euler Hermes

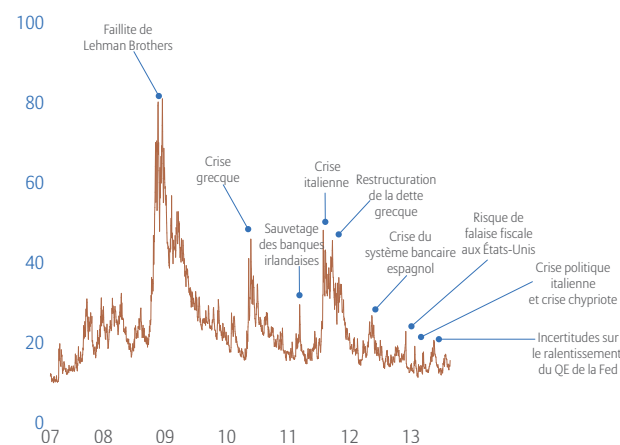


Indicateur de confiance auprès des industriels PMI manufacturier



Sources : Markit, Bloomberg, Euler Hermes

Indicateur de volatilité des marchés financiers



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

+0,9%

Croissance du PIB
de la zone euro
en 2014

Taux de chômage (*)

	2012	2013 _p	2014 _p
Grèce	24,2%	26,5%	27,0%
Suisse	2,8%	3,0%	3,0%
Japon	4,3%	4,3%	4,6%
Suède	8,0%	8,4%	8,0%
Portugal	15,9%	17,7%	18,4%
Irlande	14,7%	14,2%	13,8%
Norvège	3,2%	3,3%	3,2%
Canada	7,3%	7,1%	6,9%
États-Unis	8,1%	7,7%	7,0%
France	10,3%	10,9%	10,9%
Italie	10,7%	12,0%	12,9%
Espagne	24,9%	26,0%	26,4%
Danemark	7,7%	6,9%	6,0%
Belgique	7,6%	8,6%	8,6%
Allemagne	6,5%	6,6%	6,5%
Zone euro	11,5%	12,2%	12,9%
Autriche	4,4%	4,7%	4,6%
Finlande	7,7%	8,0%	7,8%
Pays-Bas	6,4%	8,3%	8,6%
Australie	5,2%	5,1%	4,7%
Royaume-Uni	8,0%	7,8%	7,7%
Brésil	5,5%	5,4%	5,4%
Russie	5,1%	5,4%	5,2%
Inde	8,1%	8,4%	8,2%

(*) en variation annuelle

Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

ZONE EURO

> **La confiance revient en zone euro, mais des risques baissiers pèsent sur notre scénario**

La croissance du PIB dans les pays de la zone euro devrait se stabiliser au deuxième semestre de l'année, aidée par l'amélioration du climat des affaires, de meilleures perspectives des carnets de commandes (notamment à l'exportation) et une moindre contraction de la demande domestique. Cependant, la divergence entre les pays de la région perdure, avec l'Allemagne en croissance modérée, la France proche de la stagnation et les pays de l'Europe du Sud toujours en récession. Globalement, l'accélération de l'activité dans la zone euro restera modeste (+0,9% en 2014 après -0,5% en 2013), tirée par les exportations mais limitée par la faiblesse de la demande domestique, touchée par le manque de financement des entreprises, le désendettement du secteur privé, la hausse des taux de chômage et la consolidation budgétaire.

> **Au niveau de la gouvernance de la zone euro, la route vers une véritable intégration financière reste longue**

Après accord du Parlement européen, le superviseur unique des banques (SSM) devrait être opérationnel au S2 2014. La BCE publiera en 2014 sa première revue des actifs des banques soumises à la supervision européenne unique (*Asset Quality Review – AQR*). L'autorité bancaire européenne (EBA) mènera un test centré sur la

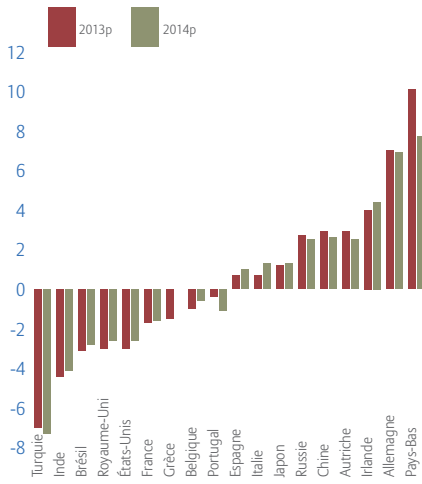
liquidité (et non plus sur la solvabilité des banques comme c'était le cas précédemment). Tout ceci devrait renforcer la confiance dans la solidité du système financier européen et permettre, une fois que le superviseur bancaire sera opérationnel, la recapitalisation directe des banques solvables par le MES afin de couper le cercle vicieux entre les banques et les États. La BCE devrait annoncer des mesures de soutien (nouvelles opérations LTRO) vers fin 2013/début 2014 afin de limiter la frilosité des banques à offrir du financement au secteur privé. Les négociations pour la mise en place du deuxième pilier de l'Union bancaire (le Mécanisme de Résolution Unique, comprenant une autorité de résolution bancaire et un fonds commun de résolution) sont en cours mais ne s'annoncent pas faciles, et son implémentation n'est pas attendue avant 2015. La mise en place d'une garantie commune des dépôts semble avoir été mise à l'écart. La fin de plusieurs programmes d'ajustement (Irlande, Portugal, Grèce, Espagne) alors que les conditions de marché ne sont pas encore assez favorables pour assurer les besoins de financement futurs pourrait faire resurgir des tensions sur les marchés. Toute l'attention sera tournée vers les conclusions des missions de la Troïka en Irlande et en Grèce qui seront publiées en octobre.

> **Le contexte politique reste un facteur clé pour la gouvernance en zone euro**

La nouvelle coalition gouvernementale en Allemagne sera très importante pour la gouvernance de la zone euro. En effet, une coalition entre le centre droit CDU/CSU (le parti d'Angela ▶

Balance courante

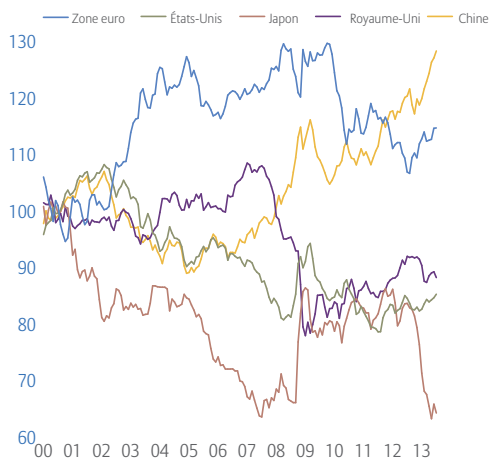
en % du PIB



Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

Taux de change

Taux de change effectif réel, base 100 = T1 2000



Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes



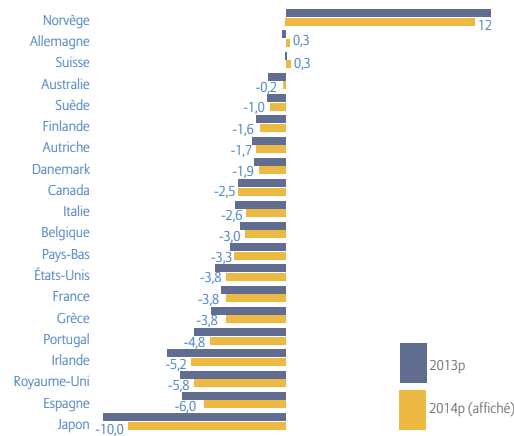
► Merkel et le centre gauche (SPD) semble être le scénario le plus probable et les négociations sont en cours. Si cela est confirmé, ceci devrait avoir des effets positifs pour la zone euro, car le parti de centre gauche semble plus ouvert à (1) la mise en place d'une union budgétaire et une mutualisation des dettes publiques en zone euro (*European Redemption Fund*) et (2) à une politique budgétaire permettant de préserver la croissance et l'emploi. Les récentes tensions au sein de la coalition gouvernementale italienne confirment un environnement politique tendu et augmentent le risque de nouvelles élections d'ici la fin de l'année. Les marchés pourraient pénaliser le retard de mise en œuvre des réformes structurelles et un éventuel dérapage budgétaire (même si limité) suite à la mise en place tardive des mesures d'austérité, nécessaires pour atteindre la cible de déficit public.

ÉTATS-UNIS

> Les États-Unis font preuve de résilience malgré la consolidation budgétaire

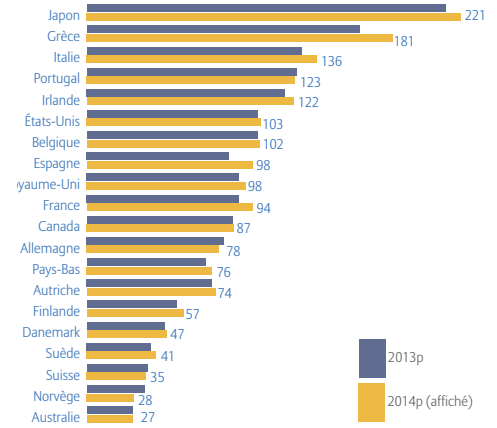
2014 devrait permettre une reprise plus ferme de la croissance. Ces dernières années, la croissance américaine est restée modeste (nous attendons +1,6 % en 2013), en dessous de la moyenne d'après-guerre (3,3 %), étant donné la faible reprise du marché du travail (le taux de chômage structurel reste à des niveaux très élevés) et l'impact des mesures d'austérité. En 2014, le marché immobilier devrait continuer à se reprendre, même si la récente remontée des taux d'intérêt risque de freiner son ampleur, le secteur manufacturier resterait dynamique, aidé par un regain en compétitivité et le faible coût de l'énergie, et la Fed continuerait de soutenir

Déficit public en % du PIB



Sources : Statistiques nationales, prévisions Euler Hermes

Dettes publique en % du PIB



Sources : Statistiques nationales, prévisions Euler Hermes

+2,9 %

Croissance du PIB américain
en 2014

l'économie à travers son programme d'assouplissement quantitatif. Un ralentissement des rachats d'obligations est attendu fin 2013/début 2014, mais un arrêt complet n'est pas attendu avant mi-2014.

> La paralysie politique n'a pas pu être évitée et le risque d'un défaut technique des États-Unis en absence d'un accord sur le plafond de la dette n'est pas nul

L'année fiscale a débuté le 1^{er} octobre et à cette date, le Congrès et la Chambre des Représentants auraient dû avoir trouvé des moyens pour financer les opérations du gouvernement. Malheureusement, la paralysie politique et l'arrêt des services publics n'ont pas pu être évités (*Government Shutdown*). Ceci a déjà eu lieu en 1995 et 1996 à l'époque où Bill Clinton était président et cet épisode a prouvé que les effets

négatifs pourraient rester contenus si cette situation ne durait pas plus de deux-trois semaines. À cela s'ajoute le plafond de la dette qui est susceptible d'être atteint à mi-octobre et en l'absence d'un accord du Congrès un défaut technique pourrait être déclaré. Un accord de dernière minute reste notre scénario central.

JAPON

> L'Abenomics porte ses fruits

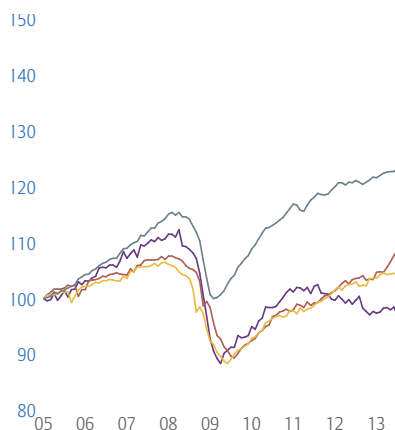
Depuis le début de l'année, la croissance du PIB a positivement surpris grâce au dynamisme de la demande domestique et des exportations. Sur l'année 2013, la croissance devrait atteindre +2,0 % pour ralentir légèrement en 2014 (+1,5 %) suite aux mesures de consolidation budgétaire en vue d'endiguer la dérive des finances publiques (à fin 2012 le déficit public avait atteint -9,9 % du PIB et la dette publique 212 % du PIB). La TVA augmentera de +3 points en avril 2014 (à 8 %). La croissance serait soutenue par un *policy mix* encore favorable combinant une poursuite de la politique monétaire de la BoJ (doublement de la masse monétaire d'ici 2014) et du stimulus budgétaire (10 trillions de yens pour le moment et 5 trillions en cours de négociation).

> L'heure des réformes est arrivée !

À moyen terme, le gouvernement japonais devrait adopter le pan des réformes structurelles, le 3^e arc de *l'Abenomics*, incluant le renforcement du potentiel de croissance du secteur privé, une amélioration du marché de l'emploi et le développement de nouvelles industries de

Production industrielle

base 100 = janvier 2005



Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

► pointe, afin de rendre la croissance plus soutenable. Le rééquilibrage des finances publiques devra se dérouler en parallèle et le gouvernement devra adopter une position crédible. En effet, à l'heure actuelle, l'objectif d'une baisse des dépenses de 8 trillions de JPY sur deux ans (-4% des dépenses budgétaires actuelles) nous semble ambitieux compte tenu des mesures de relance déjà annoncées par le gouvernement et de la fragilité de la reprise japonaise (reposant pour l'essentiel sur du *stimulus* budgétaire et monétaire).

PAYS ÉMERGENTS

> Les effets de second tour de la déconnexion entre l'économie réelle et la sphère financière toucheront les économies émergentes

En juin dernier, nous pointions la hausse des risques financiers dans le monde comme conséquence d'une déconnexion entre économie réelle et sphère financière (faible reprise économique et inflation basse contre des fortes performances positives des indicateurs financiers), elle-même due à une liquidité mondiale excessive. À cette époque nous soutenions la thèse d'une déconnexion qui serait vecteur d'instabilité suite (1) à l'inefficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire, (2) aux incertitudes entourant les perspectives économiques mondiales conduisant à renforcer la demande pour les "actifs refuges" et (3) aux comportements spéculatifs d'institutions financières à la recherche de rendements élevés à court terme. Ce diagnostic s'est avéré juste et à présent les effets de second tour se font sentir. Depuis l'annonce par la Fed d'un futur ralentissement des rachats d'obligations en mai dernier, les pays émergents ont été exposés à de fortes tensions sur les marchés de changes et actions, entraînées d'une part par les craintes des investisseurs quant à un resserrement monétaire aux États-Unis, et d'autre part par les déséquilibres financiers de beaucoup de pays émergents, notamment l'Indonésie, l'Inde, la Turquie, le Brésil et l'Afrique du Sud (croissance excessive du crédit, déficits extérieurs, manque de réformes structurelles). Suite à l'accélération des sorties de capitaux, ces pays ont enregistré d'importantes dépréciations de leurs monnaies par rapport au dollar, une hausse des pressions inflationnistes, de fortes baisses des marchés actions

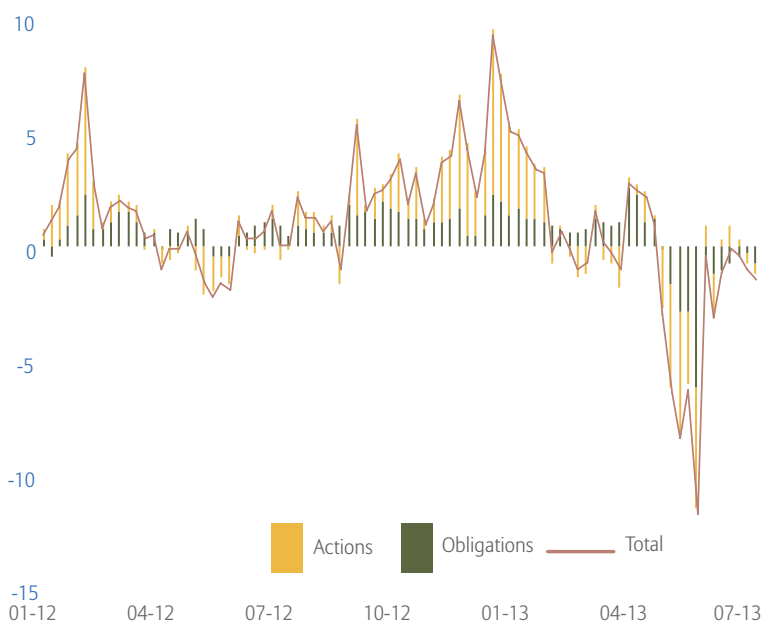
et une hausse des coûts de financement (marchés obligataires).

> Les interventions des gouvernements locaux et Banques centrales ont limité les effets négatifs

Trois types d'actions ont été menées pour rétablir la stabilité financière dans les pays émergents : interventions sur le marché des changes, usage des taux directeurs et contrôle des capitaux. Les Banques Centrales d'Inde et de Thaïlande, par exemple, ont procédé à des opérations sur le marché de change (vente de dollars) afin de limiter la baisse de leur taux de change. Les Banques Centrales d'Indonésie, du Brésil et de Turquie ont augmenté leurs taux directeurs pour limiter les pressions inflationnistes et attirer les flux de capitaux entrants. Le Brésil quant à lui a réduit le contrôle des capitaux mis en place en 2010. Ainsi, les perspectives se sont améliorées pour les pays émergents au cours du mois de septembre (remontée des taux de change, reprise des flux entrants de capitaux), la tendance positive ne s'étant confirmée qu'après l'annonce de la Fed, le 18 septembre, en faveur du maintien des politiques monétaires non conventionnelles. Cependant, ces derniers mois ont clairement souligné les vulnérabilités de certains pays émergents et les difficultés pourraient resurgir dans les prochains mois, tant que les incertitudes sur le ralentissement du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed demeurent.

Flux nets de capitaux dans les pays émergents

en milliards USD



Sources : OCDE, Euler Hermes

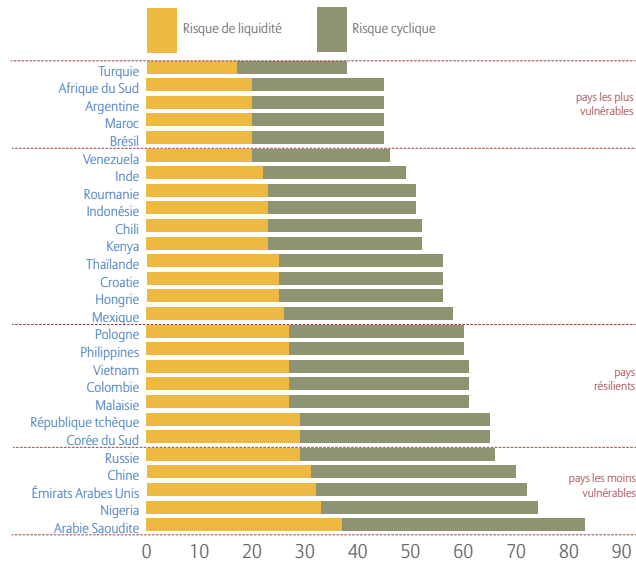
> Nous identifions trois groupes de pays : les plus vulnérables, les résilients, les moins vulnérables

Dans ce contexte, le niveau de vulnérabilité d'un pays dépend de deux familles de risques : celle du risque conjoncturel et celle du risque de liquidité (vulnérabilité structurelle). La première englobe les faiblesses de court terme : (1) les risques pesant sur le change et les prix, (2) le risque pesant sur les valeurs financières (richesses financières et valeurs boursières) et (3) la dépendance au secteur de l'énergie. La seconde catégorie renvoie à la capacité de résistance des économies à une crise de liquidité. Elle s'évalue à travers le niveau des comptes extérieurs (comptes courants, dette et réserves) et l'évolution des variables de crédit.

Après recoupement de ces indicateurs, trois catégories de pays ressortent : (1) les pays les moins vulnérables (faible risque de liquidité, faible risque conjoncturel), notamment les Émirats Arabes Unis, l'Arabie Saoudite ou le Nigeria ; (2) les pays résilients (faible risque de liquidité mais exposés au risque conjoncturel), principalement les pays asiatiques comme la Malaisie, les Philippines ou la Thaïlande ; (3) enfin, les pays les plus vulnérables (fort risque conjoncturel et fort risque de liquidité), notamment la Turquie, l'Afrique du Sud, l'Argentine et l'Inde. Bien que la 3^e catégorie soit la plus vulnérable, la probabilité d'une crise financière de grande envergure

Classement des pays émergents selon leur résilience face à la remontée des risques financiers

score de 0 à 100, 0 = le plus risqué, 100 = le moins risqué



Source: Euler Hermes

nous semble faible. En plus de perspectives de croissance plutôt satisfaisantes, ces pays ont démontré par le passé (crise de 2009 notamment) leur capacité à réagir à une crise financière. La surveillance monétaire a gagné en efficacité à l'image des actions menées dès le commencement de l'accroissement de la volatilité des mouvements de capitaux.

Les conséquences les plus probables sont tout d'abord un ralentissement de la croissance à court terme. La dépréciation des devises entraîne un renchérissement du prix des importations, une augmentation des tensions inflationnistes minant la demande du secteur privé. Ceci est d'autant plus préjudiciable que bon nombre de pays (notamment les plus vulnérables) se trouvent privés de la possibilité de soutenir la demande via des politiques monétaires expansionnistes (Brésil): le niveau d'inflation étant déjà élevé, une baisse de taux pourrait être vecteur d'une fuite des capitaux.

Au-delà des impacts macro, l'impact microéconomique sera sans doute le plus déstabilisateur si de nouvelles pressions venaient à resurgir. En effet, les entreprises, notamment les plus petites, sont très vulnérables aux variations de devises, la dépréciation du taux de change rendant les transactions et le refinancement de la dette libellés en dollars plus onéreux. Le risque de non-paiement est à ce titre plus élevé, ouvrant la possibilité de hausses plus importantes des défaillances d'entreprises. Les secteurs les plus vulnérables seraient la construction, pénalisée par le renchérissement des prix des intrants, et l'IT

en raison d'une forte dépendance aux importations en biens technologiques des pays émergents.

Dans ce contexte les pays émergents afficheraient une croissance en ralentissement en 2013 (+4,1 %) et en modeste accélération en 2014 (+4,6 %), notamment soutenue par une dynamique économique satisfaisante en Asie.

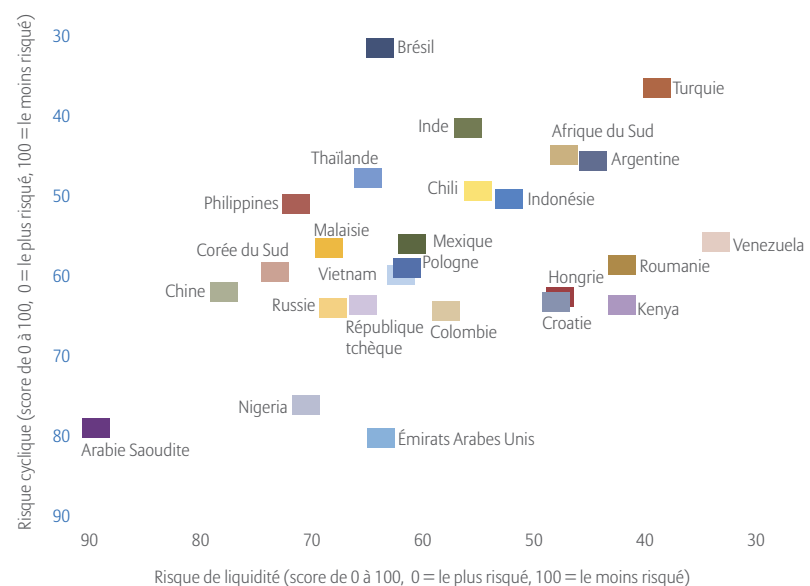
> Les tensions géopolitiques, toujours un risque baissier pour la reprise mondiale

Les tensions sociales et politiques resurgies en Égypte au début de l'été et les tensions suite aux menaces de frappes militaires sur la Syrie ont

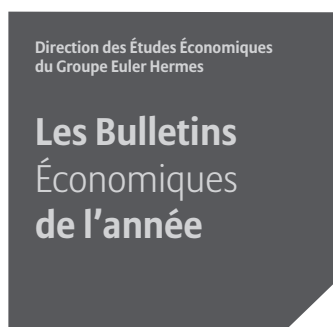
pesé sur le prix du pétrole (+9 % depuis début juillet à 109,5, une hausse équivalente à celle enregistrée entre fin 2012 et février 2013 lors de la montée des tensions entre l'Iran et Israël). À ceci s'est ajouté l'arrêt de la production pétrolière en Lybie, Iraq et Nigeria. La Syrie n'est pas un acteur majeur sur le marché pétrolier, produisant moins de 0,5 % du pétrole mondial. Mais c'est le risque d'un blocage du détroit d'Ormuz mis en œuvre par l'Iran (allié de la Syrie) qui constitue la principale crainte. Ce détroit voit transiter 30 % du pétrole mondial, devant le détroit de Malacca. La "diminution" du risque syrien a relâché un peu de pression sur la première zone de production mondiale de pétrole, le Moyen-Orient, et sur le prix de l'or noir. Celui-ci a été renforcé par la hausse de la production en Arabie Saoudite et aux États-Unis. La situation n'est pourtant pas stabilisée sur le fond et les risques restent élevés.

Prenant en compte un *statu quo* pour la Syrie (excluant une intervention militaire externe) et pour l'Iran nous prévoyons un prix du Brent moyen à 110 USD/baril en 2013. En 2014, le prix du pétrole devrait rester en moyenne autour de 113 USD/baril dans la mesure où les capacités supplémentaires de production pétrolière restent limitées pour répondre au redémarrage de la croissance de la demande mondiale de pétrole, ce qui plaide pour un ajustement par les prix. ■

Risque de liquidité et risque cyclique au sein des pays émergents



Source: Euler Hermes



Déjà parus :

N° 1181

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

On ne chasse pas le brouillard avec un éventail

N° 1182

■ Les dossiers

Délais de paiement : le grand écart

N° 1183-1184

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

Trop de temps perdu à gagner du temps

N° 1185

■ Secteurs internationaux

Des secteurs de nouveau mis à l'épreuve

N° 1186

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

En 2013, on prend les mêmes et on recommence

N° 1187

■ Les dossiers

La réindustrialisation aux États-Unis

N° 1188

■ Les dossiers

Transports : un monde à deux vitesses

N° 1189-1190

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

Sixième année de crise, même les Mayas n'avaient pas prévu ça !

N° 1191

■ Secteurs internationaux

Mais où donc est passée la demande ?

N° 1192

■ Les dossiers

Les Routes du Commerce : ce qui a changé, ce qui va changer

N° 1193

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

L'Europe, toujours à la recherche d'un second souffle

N° 1194

■ Les défaillances d'entreprises dans le monde

La vraie crise, celle des faillites d'entreprises

N° 1195-1196

■ Conjoncture, risques économiques et défaillances

Le monde à la croisée des chemins

N° 1197

■ Secteurs internationaux

Concilier (dés) illusions économiques et risques financiers

N° 1198

■ Les dossiers

Méditerranée : Une mer d'opportunités malgré les vagues

N° 1199

■ Conjoncture et risques économiques

Reprise à feu doux

À paraître :

N° 1200

■ Les défaillances d'entreprises dans le monde

Direction des Études Économiques
du Groupe Euler Hermes

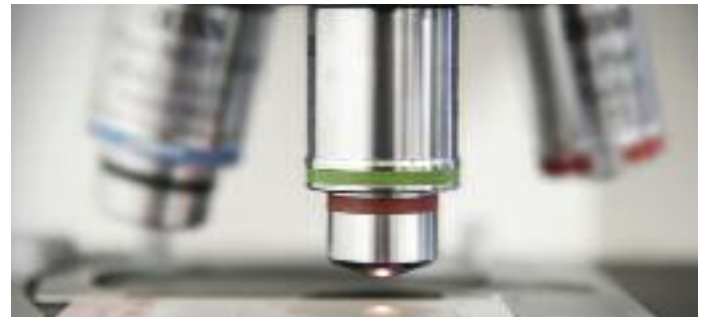
Autres publications disponibles

Disponible
en versions française et/ou anglaise,
allemande

Economic Insight

Dernières parutions :

- Hungary : despite overall economic fragility, some sectors have retained strength ► **September 2013 (En)**
- En France à fin juillet 2013, toujours aucun signe d'amélioration du côté des défaillances d'entreprises, bien au contraire ► **29 août 2013 (Fr)**
- Chine : mini *credit crunch* pour maxi économie? ► **19 août 2013 (Fr, En)**
- La zone euro a besoin d'une politique de crédit ► **31 juillet 2013 (Fr, En)**
- Accord transatlantique : plus qu'une histoire de maïs et de foie gras ? ► **1^{er} juillet 2013 (Fr, En)**



- Europe : le chômage de jeunes, une cicatrice économique ► **1er juillet 2013 (Fr, En)**
- United States : structural unemployment as a long-term impediment to growth ► **25 June 2013 (En)**
- En France, la remontée des défaillances d'entreprises se diffuse à la grande majorité du tissu économique ► **24 juin 2013 (Fr)**
- Défaillances : pourquoi cette crise est-elle différente de 2009 ? ► **6 juin 2013 (Fr)**
- 'Greecorecovery': Is there enough light at the end of the Greek tunnel ► **June 4, 2013 (En)**
- Shale gas : One country's meat is another country's poison? ► **May 29, 2013 (En)**
- Insolvency forecast germany : Several sectors at insolvency risk in 2013 ► **May 29, 2013 (De, En)**
- Plus de 61 000 défaillances l'an en France, avec une envolée des procédures de sauvegarde ► **27 mai 2013 (Fr)**
- Le marché du poids lourd au ralenti : un secteur très cyclique ► **20 mai 2013 (Fr, En)**
- La pétrochimie européenne est-elle en crise ? ► **19 mai 2013 (Fr, En)**
- Construction : la fin de l'exception polonaise ► **15 mai 2013 (Fr, En)**
- California : The Agrifood Valley at-risk ► **May 7, 2013 (En)**

Disponible
en version anglaise uniquement

Country Risk Analysis



Dernières parutions :

- Egypt : Political transition takes another turn ► **Last review : 2013-07-15**
- Uruguay : Meat in the sandwich? ► **Last review : 2013-04-10**
- United Arab Emirates : Vibrant regional hub
- Tanzania : Continuing strong GDP growth ► **Last review : 2013-06-04**

- Turkey : Improved short-term economic risk undermined by social unrest ► **Last review : 2013-06-10**
- South Korea : Sound economic fundamentals ► **Last review : 2013-06-04**
- Slovenia : Next candidate for a bailout ? ► **Last review : 2013-04-08**
- Slovak Republic : Slower growth, but risk remains low overall ► **Last review : 2013-04-16**
- Singapore : Strong economic fundamentals ► **Last review : 2013-06-10**
- Senegal : Large fiscal and current account deficits ► **Last review : 2013-03-26**
- Saudi Arabia : Oil king, with large financial assets ► **Last review : 2013-06-01**
- Peru : Commodity sensitive ► **Last review : 2013-05-30**

Disponible
en version anglaise uniquement

Weekly Export Risk Outlook



Implantations

Siège social :
Groupe Euler Hermes
1, place des Saisons
92078 Paris La Défense - France
Tél. : + 33 (0) 1 84 11 50 50

www.eulerhermes.com

► Afrique du Sud

Contacteur Italie

► Allemagne

Euler Hermes Deutschland AG
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tél. : + 49 40 88 34 00

Garanties fédérales pour Crédits
à l'Exportation
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tél. : + 49 40 88 34 90 00

Euler Hermes Collections GmbH
Zeppelinstr. 48
14471 Postdam
Tél. : + 49 331 27890-000

► Arabie Saoudite

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Argentine

Solunion
Av. Corrientes 299 - 2° Piso
C1043AAC CABA,
Buenos Aires
Tél. : + 54 11 4320 7157/77

► Australie

Euler Hermes Australie Pty Ltd
Agents Pty Ltd.
Level 9, Forecourt Building
2 Market Street
Sydney, NSW 2000
Tél. : + 61 2 8258 5108

► Autriche

Prisma Kreditversicherungs-AG
Himmelfortgasse 29
1010 Vienne
Tél. : + 43 5 01 02-0

Euler Hermes Collections GmbH
Sweigniederlassung Österreich
Handelskai 388
1020 Vienne
Tél. : + 43 1 90 81 771

► Bahreïn

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Belgique

Euler Hermes Europe S.A. (N.V.)
Avenue des Arts — Kunstlaan, 56
1000 Bruxelles
Tél. : + 32 2 289 3111

► Brésil

Euler Hermes Seguros de Crédito S.A.
Avenida Paulista, 2,421 — 3° andar Jardim
Paulista
São Paulo / SP 01311-300
Tél. : + 55 11 3065 2260

► Canada

Euler Hermes Services Canada, Inc.
1155, Boulevard René-Lévesque Ouest Bureau
1702
Montréal Québec H3B 3Z7
Tél. : + 514 876 9656

► Chili

Euler Hermes Seguro de Crédito S.A.
Ave. Presidente Kennedy 5735
Of. 801, Torre Poniente
Las Condes
Santiago
Tél. : + 56 2 246 1786

► Chine

Euler Hermes Consulting (Shanghai) Co.,
Ltd.
Unit 2103, Taipint Finance Tower, N°488
Middle Yincheng Road, Pudong New Area,
Shanghai, 200120
Tél. : + 86 21 6030 5900

► Colombie

Euler Hermes Colombia
Calle 72 6-44 Piso 3 - Edificio APA
Bogota
Tél. : + 571 326 4640

► Corée du Sud

Euler Hermes Credit Underwriters (HK)
Ltd.
Korea Liaison Office
Rm 1411, 14/F, Sayong - Platinum Bldg
156, Cheokseon-dong,
Chongro-ku,
Séoul 110-052,
Tél. : + 82 2 733 8813

► Danemark

Euler Hermes Danmark, filial af
Euler Hermes Europe S.A. Belgium
Amerika Plads 19
2 100 Copenhagen O
Tél. : + 45 88 33 3388

► Émirats Arabes Unis

Euler Hermes
c/o Alliance Insurance (PSC)
Warba Centre, 4th Floor - Office 405 - PO Box
183957
Dubai
Tél. : + 971 4 211 6005

► Espagne

Solunion
Avda. General Perón, 40
28020 Madrid
+34 902 400 903
www.solunionseguros.com

► Estonie

Contacteur Finlande

► États-Unis

Euler Hermes North America Insurance
Company
800 Red Brook Boulevard
Owings Mills, MD 21117
Tél. : + 1 410 753 0753

Euler Hermes UMA Inc. (Trade Debt
Collections)

600 South 7th Street
Louisville, KY 0201-1672
Tél. : +1 800-237-9386

► Finlande

Euler Hermes Europe S.A.
Suomen sivuliike
Mannerheimintie 105
00280 Helsinki
Tél. : + 358 10 850 8500

► France

Euler Hermes France SA
Euler Hermes Collections
Euler Hermes World Agency
1, Place des Saisons
92048 Paris La Défense
Tél. : + 33 1 84 11 50 50

► Grèce

Euler Hermes Emporiki SA
16 Laodikias Street & 1-3 Nymfeou Street
115 28 Athènes
Tél. : + 30 210 69 00 000

► Hong Kong

Euler Hermes Hong Kong Services Ltd
Suites 403-11, 4/F - Cityplaza 4
12 Taikoo Wan Road
Island East
Hong Kong
Tél. : + 852 3665 8901

► Hongrie

Euler Hermes Europe S.A
Magyarorszagi Fióktelepe
Kiscelli u. 104
1037 Budapest
Tél. : +36 1 453 9000

► Inde

Euler Hermes India Pvt.Ltd
5th Floor, Vaibhav Chambers
Opposite Income Tax Office
Bandra Kurla Complex- Bandra (East)
Mumbai 400 051
Tél. : +91 22 6623 2525

► Indonésie

PT Asuransi Allianz Utama Indonesia
Summitmas II. Building, 9th Floor
Jl. Jenderal Sudirman Kav 61-62
Jakarta 12190
Tél. : +62 21 252 2470 ext. 6100

► Irlande

Euler Hermes Ireland
TAllianz House
Elm Park
Merrion Road
Dublin 4
Tél. : +353 (0)1 518 7900

► **Israël**

ICIC
2, Shenkar Street
68010 Tel Aviv
Tél.: +97 23 796 2444

► **Italie**

Euler Hermes Europe S.A.
Rappresentanza generale per l'Italia
Via Raffaello Matarazzo, 19
00139 Rome
Tél.: +39 06 8700 1

► **Japon**

Euler Hermes Deutschland AG, Japan
Branch
Kyobashi Nishshoku Bldg 7th floor
8-7, Kyobashi, 1-chome,
Chuo-Ku
Tokyo 104-0031
Tél.: +81 3 35 38 5403

► **Koweït**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Lettonie**

Contacteur Pologne

► **Lituanie**

Contacteur Pologne

► **Malaisie**

Euler Hermes Singapore Services Pte Ltd.,
Malaysia Branch
Suite 3A_13A, Level 13A, Block 3A
Plaza Sentral, Jalan Sentral
Jalan Stesen Sentral 5
50470 Kuala Lumpur
Tél.: +603 2264 8556 (or 8599)

► **Maroc**

Euler Hermes Acmar
37, bd Abdelatif Ben Kaddour
20 050 Casablanca
Tél.: +212 5 22 79 03 30

► **Mexique**

Euler Hermes Seguro de Crédito S.A.
Torre Polanco
Calzada Mariano Escobedo No. 476, Piso 15
Colonia Nueva Anzures
Delegación Miguel Hidalgo
Mexico DF C.P. 11590
Tél.: +52 55 5201 7900

► **Norvège**

Euler Hermes Norge
Holbergsgate 21 P.O. Box 6 875
St. Olavs Plass
0130 Oslo
Tél.: +47 2 325 6000

► **Nouvelle Zélande**

Euler Hermes New Zeland Ltd
Level 1, 152 Fanshawe Street
Auckland 1010
Tél.: +64 9 354 2995

► **Oman**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Pays-Bas**

Euler Hermes Nederland NV
Pettelaarpark 20
5216 PD's-Hertogenbosch
Tél.: +31 73 688 9999

► **Philippines**

Contacteur Singapour

► **Pologne**

Towarzystwo Ubezpieczen Euler Hermes
S.A.
ul. Domaniewska 50 B
02-672 Varsovie
Tél.: +48 22 363 6363

► **Portugal**

COSEC Companhia de Seguro de
Créditos, S.A.
Avenida da República, nº 58
1069-057 Lisbonne
Tél.: +351 21 791 37 00

► **Qatar**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **République tchèque**

Euler Hermes Europe S.A.
organizacni slozka
Molákova 576/11
186 00 Prague 8
Tél.: +420 266 109 511

► **Roumanie**

Euler Hermes Europe SA Bruxelles
Sucursala Bucuresti
Str. Petru Maior Nr.6
Sector 1,
011264 Bucarest
Tél.: +40 21 302 0300

► **Royaume-Uni**

Euler Hermes UK
1 Canada Square
Londres E14 5DX
Tél.: +44 20 7 512 9333

► **Russie**

Euler Hermes Credit Management OOO
Office C08, 4-th Dobryninskiy per., 8,
Moscou, 119049
Tél.: +7 495 98128 33 ext.4000

► **Singapour**

Euler Hermes Singapore Services Pte Ltd
3 Temasek Avenue 03-02 Centennial Tower
Singapour 039190
Tél.: +65 6297 8802

► **Slovaquie**

Euler Hermes Europe SA, poboka
poist'ovne z ineho clenkeho statu
2012: Plynárenská 7/A
82109 Bratislava
Tél.: +421 2 582 80911

► **Sri Lanka**

Contacteur Singapour

► **Suède**

Euler Hermes Sverige filial
Klarabergsviadukten 90 - P.O. Box 729
101 64 Stockholm
Tél.: +46 8 55 51 36 00

► **Suisse**

Euler Hermes Deutschland AG,
Sweigniederlassung Zürich
Tödistrasse 65
8002 Zürich
Tél.: +41 44 283 65 65
Tél.: +41 44 283 65 85 (Reinsurance)

► **Taïwan**

Contacteur Hong Kong

► **Thaïlande**

Allianz C.P. General Insurance Co., Ltd
323 United Center Building, 30 th Floor
Silom Road.
Bangrak, Bangkok 10500
Tél.: +66 2638 9000

► **Tunisie**

Contacteur Italie

► **Turquie**

Euler Hermes Sigorta A.s.
Maya Akar Center
Buyukdere Cad. No:100 K:7,
34394, Esentepe / Istanbul
Tel: +90 212 2907610

► **Vietnam**

Contacteur Singapour

Le Bulletin Économique

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques
du Groupe Euler Hermes

1, place des Saisons 92048 Paris La Défense Cedex

E-mail : research@eulerhermes.com - Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 50

Le présent document reflète l'opinion de la Direction des Études Économiques du Groupe Euler Hermes. Les informations, analyses, prévisions, contenues dans ce document sont fondées sur les hypothèses et les points de vues actuels de cette Direction et sont de nature prospective. Dans ce contexte, la Direction des Études Économiques du Groupe Euler Hermes n'a aucune obligation de résultat et sa responsabilité ne peut être engagée à ce titre. Ces analyses sont d'ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment.

www.eulerhermes.com

Le Bulletin
Économique

