

BAROMÈTRE RISQUES PAYS & SECTORIELS 2^e TRIMESTRE 2017



Par les économistes du Groupe Coface

Un vent d'optimisme souffle sur l'économie mondiale

2 ÉTATS-UNIS : essoufflement de la consommation, flou du plan de relance budgétaire

3 ZONE EURO : assouplissement des conditions de crédit (enfin) favorables à l'investissement

4 MARCHÉS OBLIGATAIRES, l'étau se resserre-t-il vraiment ?

6 RUSSIE : timide reprise qui profitera aux autres pays de la CEI

7 CHINE : fin des bonnes nouvelles

7 UNE REPRISE DE LA CROISSANCE profite d'abord à l'industrie en général et à l'automobile en particulier

9 PÉTROLE : le scepticisme gagne les marchés après des mois d'efforts infructueux

10 Changements d'évaluations risques pays

12 Changements d'évaluations risques sectoriels

A la fin du premier trimestre 2017, nous nous posons la question de savoir si la timide reprise économique mondiale était ou non un feu de paille. Trois mois plus tard, il semble que le feu ait bien pris, notamment dans bon nombre de secteurs industriels et en Europe, même si quelques nuages de pluie à l'horizon aux États-Unis et en Chine assombrissent le tableau.

Dans ce baromètre, nous verrons qu'aux États-Unis l'essoufflement de la consommation, les contours toujours flous de la relance budgétaire et du programme d'investissements annoncés par la Maison Blanche, ainsi que la hausse des taux d'intérêt sont des éléments à surveiller. Dans la zone euro, les bonnes nouvelles s'accumulent : l'assouplissement des conditions de crédit favorise enfin l'investissement des entreprises ; la croissance est supérieure aux attentes ; la confiance des entreprises est au plus haut depuis six ans ; le moral des consommateurs remonte. À l'exception notable du Royaume-Uni, nous estimons que les défaillances d'entreprises baisseront en Europe et reclassons ainsi l'Espagne de A3 en A2 et le Portugal de A4 en A3.

En Russie (reclassée de C en B), la reprise pointe le bout de son nez, par exemple dans le secteur automobile (dont l'évaluation est revue à la hausse). C'est aussi une bonne nouvelle pour ses voisins de la Communauté des États Indépendants (CEI). L'Ouzbékistan voit ainsi lui aussi son évaluation améliorée de D en C. Mais

des zones d'ombre perdurent dans certains pays de la région de la CEI : le risque politique reste important et la fragilité des secteurs bancaires, comme celui du Kazakhstan et de l'Azerbaïdjan, est toujours inquiétante.

Le deuxième trimestre marque la fin des bonnes nouvelles pour la Chine. En avril et mai, les clignotants de l'économie sont tous à l'orange, voire même au rouge, y compris la confiance de certains acteurs économiques. Dans ces conditions, le risque de défaillance des entreprises augmente. Soyons donc prudents et surveillons de près dans les prochains mois l'évolution de la deuxième puissance économique mondiale.

Autres exemples de la fragilité de cette reprise de la croissance mondiale : plusieurs pays émergents voient leur évaluation déclassée, notamment en Afrique (Namibie, Maurice) et au Moyen-Orient (Qatar, Bahreïn).



Dans la zone euro, les bonnes nouvelles s'accumulent : l'assouplissement des conditions de crédit favorise enfin l'investissement des entreprises.



Un vent d'optimisme souffle sur l'économie mondiale

1 ÉTATS-UNIS : ESSOUFFLEMENT DE LA CONSOMMATION, FLOU DU PLAN DE RELANCE BUDGÉTAIRE

L'économie américaine continue d'envoyer des signaux contradictoires. D'un côté, l'optimisme des entreprises et celui des ménages restent à des niveaux élevés et 175 000 emplois non agricoles ont été créés par mois en moyenne au cours du dernier trimestre 2016. Le taux de chômage est tombé à 4,3 % en mai 2017, soit le niveau le plus bas depuis près de 16 ans. D'un autre côté, la consommation des ménages s'essouffle toujours nonobstant ce faible taux de chômage.

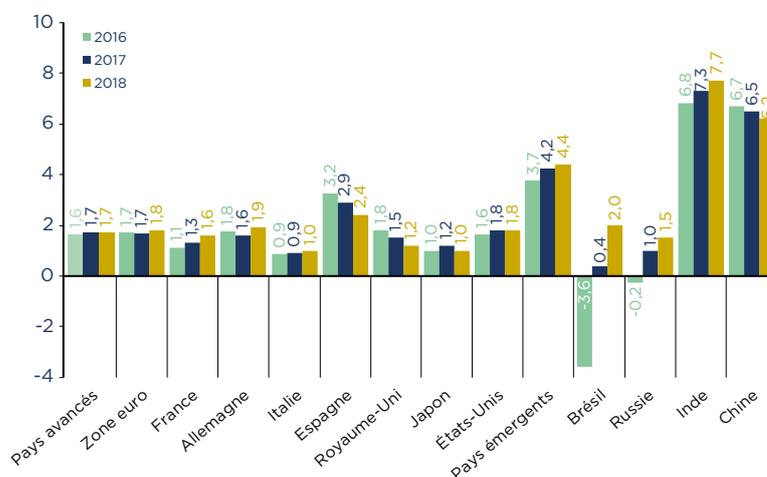
Malgré une révision du PIB américain au 1^{er} trimestre 2017 de 0,7 % à 1,2 %, tiré notamment par les chiffres définitifs de ventes au détail du mois de mars, les données récentes sont plutôt décevantes. Si les ventes au détail ont encore progressé de 0,4 % en avril, elles sont restées en dessous des prévisions du marché (+0,6 %). Les ventes d'automobiles neuves baissent de 4,3 % en mai par rapport au mois précédent et de 11,8 % en glissement annuel, soit le plus bas niveau depuis 2011. Les défauts de paiement sur les crédits automobiles continuent d'ailleurs d'augmenter selon les données de crédit publiées en avril par la Réserve fédérale de New York. Les dépenses dans la construction baissent également de 1,4 % par rapport au mois précédent. La montée de l'inflation ainsi que la hausse attendue des taux d'intérêt dans les prochains mois

sont susceptibles de freiner la progression des crédits et de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs. Face à cette montée anticipée des coûts du crédit, les ménages américains épargnent d'ailleurs davantage, leur taux d'épargne étant passé de 5,0 % en janvier à 5,3 % en avril 2017.

Enfin, sur le plan politique, la mise en œuvre de la réforme fiscale proposée par la Maison Blanche (prévoyant notamment une baisse de l'impôt sur les sociétés) reste sujette à son vote par le Congrès. La question du financement de ces réductions d'impôts fera sans doute l'objet de longs débats, notamment au sein de la majorité républicaine, hostile au creusement du déficit public. Par ailleurs, les détails du programme d'investissements massifs pour rénover les infrastructures vétustes du pays et qui est censé doubler le rythme de la croissance américaine, n'ont toujours pas été dévoilés.

Dans cet environnement contrasté, Coface prévoit toujours que la croissance américaine sera proche de 1,8 % en 2017 et en 2018 (voir graphique n° 1). Malgré ces prévisions inférieures au consensus (respectivement 2,2 % et 2,4 % en 2017 et 2018), les défaillances d'entreprise devraient continuer de baisser (-4 % cette année).

Graphique n° 1
Prévisions Coface de croissance par pays



Source : Coface

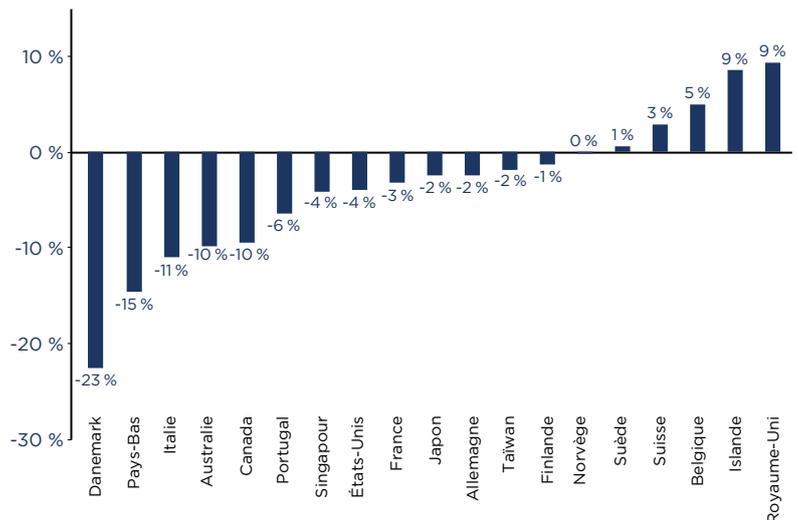
2 ZONE EURO : ASSOUPPLISSEMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT (ENFIN) FAVORABLES À L'INVESTISSEMENT

Dans la zone euro, les bonnes nouvelles continuent de s'accumuler. Outre la dissipation de plusieurs nuages politiques (élections en France et aux Pays-Bas), la conjoncture reste bien orientée et surprend même favorablement. Au premier trimestre 2017, la croissance a dépassé les attentes en atteignant 0,6 % (+1,9 % sur un an), notamment grâce à l'investissement. Les entreprises reprennent confiance (l'indice de confiance IFO est, par exemple, au plus haut en Allemagne depuis 2011) et les conditions de financement très alléchantes les incitent à investir davantage.

D'après la dernière enquête trimestrielle de la Banque centrale européenne (BCE) sur les conditions de crédit en zone euro publiée fin avril 2017, ce vent d'optimisme devrait se maintenir dans les mois à venir. La BCE note en effet une hausse des demandes de crédit de la part des entreprises pour leurs investissements, des ménages pour leur consommation et leurs emprunts immobiliers. D'après cette enquête, la demande de prêts aux entreprises au 1^{er} trimestre 2017 augmente particulièrement en Espagne et dans une moindre mesure en Allemagne. Elle recule en Italie et aux Pays-Bas et est stable en France. Du côté de l'offre, d'après les 140 banques interrogées⁽¹⁾, les conditions de crédit se sont également assouplies pour l'ensemble des prêts, en raison principalement de la pression concurrentielle. L'investissement en logement bénéficie aussi des conditions de crédit bancaires assouplies et d'un meilleur moral des ménages. C'est entre autres le cas en Allemagne, où l'investissement dans la construction a aussi profité d'effets temporaires favorables (conditions météorologiques), mais aussi en France ou encore en Espagne. Dans les trimestres à venir, le resserrement progressif de la politique monétaire de la BCE sera certes à surveiller, mais son impact sur les entreprises européennes ne devrait pas remettre en cause la reprise (voir encadré 1 en page suivante).

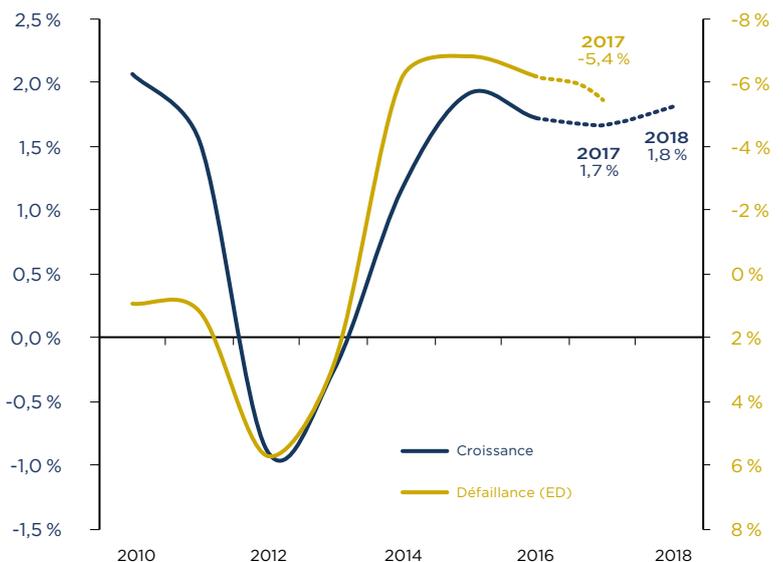
Dans ce contexte macroéconomique apaisé, les dynamiques microéconomiques s'améliorent aussi : les défaillances d'entreprise devraient ainsi continuer de baisser dans la quasi-totalité des pays de l'Union monétaire cette année (voir graphique n° 2). En revanche, en 2017, Coface prévoit au Royaume-Uni⁽²⁾ une hausse des défaillances de 9 %, à périmètre constant⁽³⁾. Dans ce pays, le ralentissement de la consommation des ménages accentuera la pression sur les secteurs tels que la distribution et le textile/habillement, et dans une moindre mesure l'automobile et les TIC (ces deux secteurs bénéficient aussi des effets positifs de la baisse de la livre sur les exportations). Quelques économies très ouvertes et dépendantes du Royaume-Uni comme la Belgique (le Royaume-Uni est le quatrième partenaire commercial de la Belgique et représente 9 % de ses exportations) en ressentiront aussi les effets.

Graphique n° 2
Prévision de croissance des défaillances d'entreprise en 2017



Source : Coface

Graphique n° 3
Croissance du PIB et des défaillances d'entreprise en zone euro (prévisions Coface)



Sources : Statistiques nationales, Coface

1/ https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201704.pdf

2/ « Face au Brexit les entreprises britanniques vont-elles filer à l'anglaise ? », Panorama Coface, mai 2017

3/ Estimations réalisées en retirant l'événement exceptionnel au dernier trimestre 2016 : défaillances de 1 796 sociétés individuelles en raison d'un changement de réglementation. En conservant les chiffres officiels sans retraitement, les défaillances devraient baisser de 2,7 % en 2017.



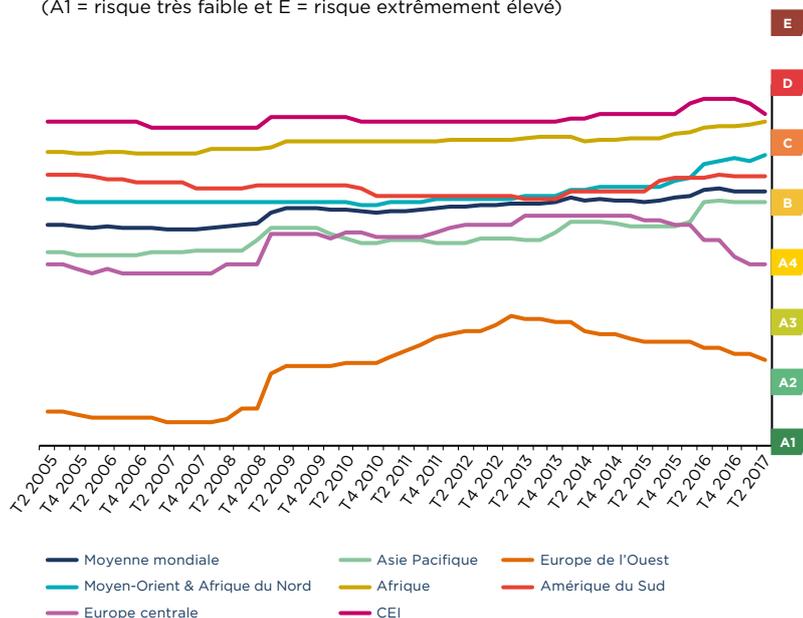
Coface reclasse ainsi au premier trimestre 2017 ses évaluations pays de l'Espagne (de A3 à A2), où la croissance a une nouvelle fois surpris à la hausse grâce à un commerce extérieur dynamique (+0,8 % en glissement trimestriel, voir les changements d'évaluations pays page 10) et celle du Portugal (de A4 en A3) qui est sorti de la procédure de déficit excessif de la Commission européenne. Le graphique n° 4 indique d'ailleurs que l'Europe de l'Ouest est la région qui a le plus bénéficié de reclassements d'évaluations pays ces derniers trimestres (avec l'Europe centrale et orientale). À l'inverse, les évaluations des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ont été dégradées dans le passé récent, à cause des troubles politiques (dont les Printemps arabes et, surtout, la chute des prix du pétrole et des matières premières en général).

Les évaluations de région Amérique du Nord, composée uniquement du Canada et des États-Unis, ont été relativement stables entre 2005 et aujourd'hui. Toutefois, elles se sont détériorées en juin 2016. L'évaluation des États-Unis a été déclassée en A2 suite au ralentissement de la consommation interne et à la diminution de la profitabilité des entreprises, et celle du Canada en A3 car le poids de la dette des ménages, notamment immobilière (165 % du revenu disponible), constitue un frein à la croissance.

Graphique n° 4

Évaluation Pays Coface par région

(A1 = risque très faible et E = risque extrêmement élevé)



Source : Coface

ENCADRÉ 1

Marchés obligataires, l'étai se resserre-t-il vraiment ?

Le cycle de resserrement monétaire, en cours aux États-Unis et sans doute à venir dans la zone euro, pourrait bien être synonyme d'une remontée durable des taux d'intérêt des obligations émises par les États et les entreprises. Les conséquences d'un renchérissement de l'emprunt obligataire doivent cependant être appréhendées à la lumière des effets d'hystérèse du contexte économique particulier, qui a caractérisé la période qui vient de s'écouler. À mesure que les taux obligataires se sont éloignés de leur niveau structurel pour atteindre des paliers historiquement bas, les besoins et les coûts de financement des émetteurs d'obligations se sont désajustés dans un contexte de croissance atone et de rigueur budgétaire.

Comment expliquer l'évolution récente des taux obligataires ?

La période récente a été marquée par des taux obligataires extraordinairement bas, comme en témoigne le décrochage des taux souverains allemands par rapport au taux sans risque de la zone euro, le *overnight index swap*⁽⁴⁾ (OIS) (graphique n° 5). Cette situation exceptionnelle s'explique par une offre d'actifs relativement inélastique à court terme et confrontée à une demande temporairement élevée en raison principalement de la fuite vers la qualité et de la politique monétaire très

expansionniste. L'extinction plus ou moins progressive de ces deux facteurs constituerait ainsi la variable clé pour déterminer le moment et l'ampleur d'une remontée des taux obligataires. La fuite vers la qualité a notamment été le produit d'un risque politique élevé en période de cycle électoral, aux multiples facettes (montée de l'incertitude, risque de défaut, risque de redénomination de la dette) et à l'impact hétérogène sur les marchés obligataires. En effet, l'augmentation des *spreads* a eu lieu au bénéfice des actifs considérés comme les plus sûrs et au détriment des obligations de l'État français par exemple, dont le *spread* avec l'OIS a retrouvé son niveau de 2014 au premier trimestre 2017 (graphique n° 1), c'est-à-dire au moment où les chances du Front National (parti politique français d'extrême droite) de remporter l'élection présidentielle étaient au plus haut. L'environnement monétaire a également été un facteur déterminant dans l'évolution récente des taux obligataires. Au-delà de la faiblesse de l'inflation et de la baisse des taux directeurs, le *quantitative easing* (QE) aux États-Unis comme celui dans la zone euro⁽⁵⁾, a affecté le rendement de toutes les catégories d'obligations, compte tenu de l'« habitat préféré » de certains investisseurs en termes de risque et de rendement. D'une part, le prix des obligations a augmenté (et, mécaniquement, leur rendement

a diminué) pour les actifs directement concernés par les programmes d'achats des banques centrales et pour lesquels les investisseurs les plus avertis au risque ont maintenu une demande conséquente (Safety premium channel). D'autre part, le QE a pesé sur les classes d'actifs non ciblées par les achats et qui ont bénéficié du report d'investisseurs en quête d'un rendement plus élevé (portfolio-rebalancing channel) et des anticipations sur la conduite de la politique monétaire (signalling effect channel).

Quel impact d'une remontée des taux obligataires ?

S'il apparaît évident que la hausse anticipée des taux affectera négativement les conditions de financement des États et des entreprises, le désajustement entre les besoins et les coûts de financement a permis aux émetteurs de réduire leur risque d'exposition à une hausse des taux. Mais cet ajustement pourrait peser sur leur capacité future de financement dans le cycle. Notons que, malgré la baisse du taux sans risque après la crise financière, le coût du capital (equity et dette) pour les entreprises non-financières s'est maintenu à un niveau relativement stable en raison d'un risque de marché plus élevé en période de faible croissance et d'incertitude élevée.



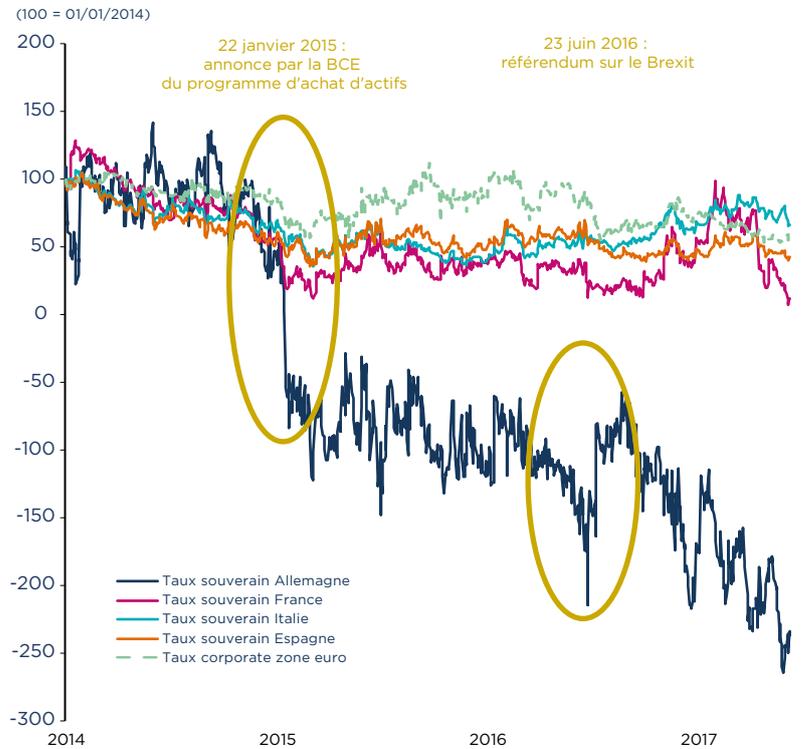


ENCADRÉ 1
Marchés obligataires, l'état se resserre-t-il vraiment ?

Dans un mouvement similaire, la hausse des taux ne devrait pas augmenter de manière drastique le coût du capital dans la mesure où la hausse du taux sans risque serait compensée par la baisse du risque de marché liée à l'amélioration des conditions économiques. Pour les États et les entreprises, la baisse des taux obligataires a permis l'allongement de la maturité de la dette, réduisant ainsi leur exposition à court terme à une hausse. Dans la zone euro, la maturité résiduelle moyenne de la dette souveraine a augmenté de 6,3 ans en 2012 à près de sept ans en 2016. Aux États-Unis, la maturité moyenne des obligations d'entreprises a progressé de 13 années en 2011 à 16 années en 2016 (graphique n° 6). Malgré la baisse du coût de la dette, les entreprises ont peu investi car les déterminants financiers et économiques de l'investissement ont été défavorables. En effet, le désajustement entre les besoins et les coûts de financement peut être illustré par le double décalage entre le coût de la dette et le coût des capitaux propres et entre le coût de la dette et les opportunités d'investissement face à une demande amoindrie. En conséquence, aux États-Unis en particulier, l'endettement des entreprises a augmenté, via notamment une hausse des émissions obligataires dont le montant annuel est passé de 1 000 milliards de dollars en 2011 à plus de 1 500 milliards en 2016 (graphique n° 2), au profit des dividendes et des rachats d'actions plutôt qu'en faveur des dépenses d'investissement⁽⁶⁾. La baisse du coût de la dette en bas de cycle pourrait ainsi peser sur la capacité à financer l'investissement lors des phases plus avancées du cycle. De la même manière que le maintien d'un endettement élevé pour les États pourrait accroître leur coût marginal de financement dans le creux du cycle, c'est-à-dire précisément lorsque leur besoin de financement serait maximal⁽⁷⁾.

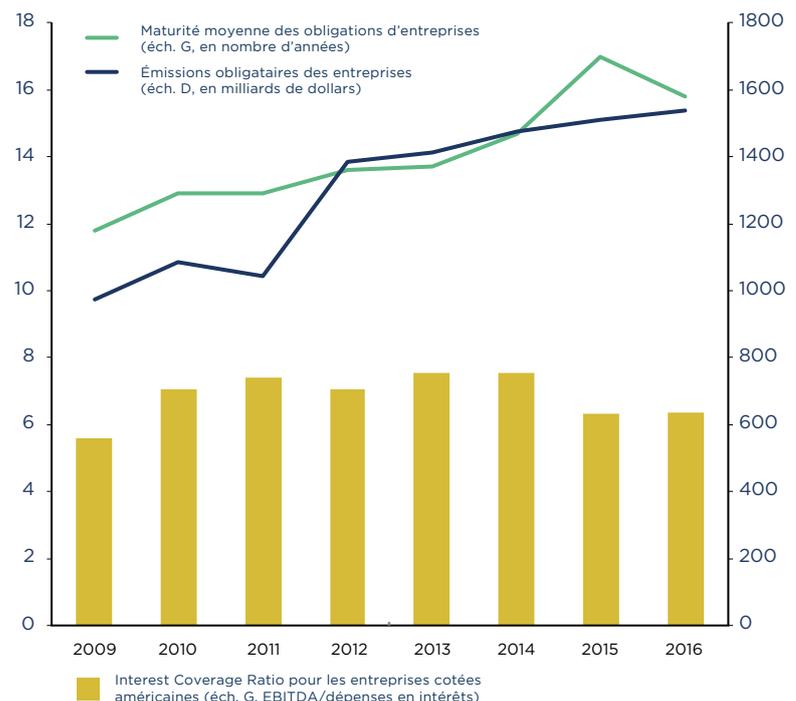
4/ Benoît Coeuré, « *Bond scarcity and the European Central Bank's asset purchase programme* », discours au Club de gestion financière d'associés en finance, Paris, 3 avril 2017.
5/ À travers le programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Program), qui comporte un volet achat d'actifs publics (Public Sector Purchase Program) et un volet achat d'actifs privés (Corporate Sector Purchase Program).
6/ Adrian Blundell-Wignal et Caroline Roulet, « Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle », OECD Journal : Financial Market Trends, 2013.
7/ Benoît Coeuré « *Sovereign debt in the euro area: too safe or too risky?* », discours à Harvard, 3 novembre 2016.

Graphique n° 5
Spread avec l'Overnight Index Swap (sur les obligations à 10 ans)



Source : Reuters

Graphique n° 6
Baisse des taux obligataires aux États-Unis : pour les entreprises, hausse des montants émis, allongement de la maturité et maintien d'un endettement conséquent



Sources : Securities Industry and Financial Markets Association, Datastream, calculs Coface. Dernières données disponibles 2016.

3 RUSSIE : TIMIDE REPRISE QUI PROFITERA AUX AUTRES PAYS DE LA CEI

Coface a reclassé plusieurs pays de la Communauté des États indépendants (CEI) depuis le début de l'année 2017 : Arménie en D en mars, Russie en B et Ouzbékistan en C en juin. Auparavant, la plupart des économies des pays de cette zone⁽⁸⁾ avaient souffert en 2015 et 2016 de l'effet conjugué de la récession en Russie et de l'évolution défavorable des cours des matières premières. Très dépendants de la Russie pour les transferts d'expatriés et les échanges commerciaux, la Biélorussie ou l'Arménie ont été particulièrement affectées. Le Kazakhstan, l'Azerbaïdjan, le Turkménistan et dans une moindre mesure l'Ouzbékistan, ont quant à eux subi les conséquences de la baisse des prix du gaz et du pétrole. Alors que l'économie russe montre des signes de reprise, certes timides mais réels, et que les cours de nombreuses matières premières ne devraient pas baisser fortement en 2017 (voir encadré 2, page 9, sur les prix du pétrole), les perspectives de croissance de la zone CEI semblent meilleures. Par conséquent, Coface a rehaussé les évaluations de nombreux pays de la CEI (graphique 4) ; y compris celles de la Russie et de l'Ouzbékistan ce trimestre et de l'Arménie au premier trimestre 2017.

Certains pays de la zone pourraient d'abord bénéficier de la reprise de l'activité en Russie via le commerce et les transferts des travailleurs expatriés. La sortie de récession de l'économie russe devrait se traduire par une hausse de l'emploi mais surtout des salaires, tout au moins dans certains secteurs, impliquant une progression des transferts des expatriés vers leur pays d'origine. Ces envois de fonds vers la CEI ont déjà commencé à progresser au 4^e trimestre 2016 très modestement (de moins 1%), mais pour la première fois depuis plus de deux ans. Cette hausse pourrait avoir un effet positif sur la consommation des pays dont l'économie est dépendante des transferts et dont une forte proportion de travailleurs est expatriée en Russie (notamment dans la construction et le commerce de détail). Cela serait le cas en Arménie ou

en Ouzbékistan, première destination des transferts privés de Russie vers la CEI. Par ailleurs, les exportations de plusieurs économies de la CEI, très dépendantes de la Russie en termes d'échanges commerciaux (Biélorussie, Arménie, Tadjikistan dont les exportations sont destinées respectivement à 46 %, 20 % et 22 % au marché russe) devraient profiter d'une demande russe plus dynamique. La réduction des pressions inflationnistes attendue dans la majorité des économies (notamment en Azerbaïdjan, au Kazakhstan, en Biélorussie et en Moldavie) pourrait également tirer la consommation des ménages. L'assouplissement progressif des politiques monétaires, entamé en 2016 par plusieurs banques centrales, devrait se poursuivre en 2017, favorisant également l'investissement.

En outre, les cours de nombreuses matières premières, sans augmenter fortement, ne devraient pas être orientés à la baisse. Ils devraient donc soutenir l'économie des pays de la zone qui sont exportateurs d'hydrocarbures (l'Azerbaïdjan, le Turkménistan, le Kazakhstan, dont les recettes d'exportations proviennent respectivement à plus de 90 %, 75 % et 70 % des hydrocarbures et dans une moindre mesure l'Ouzbékistan - 15 %) ou de coton (environ 10 % des exportations de l'Ouzbékistan et du Tadjikistan), par exemple.

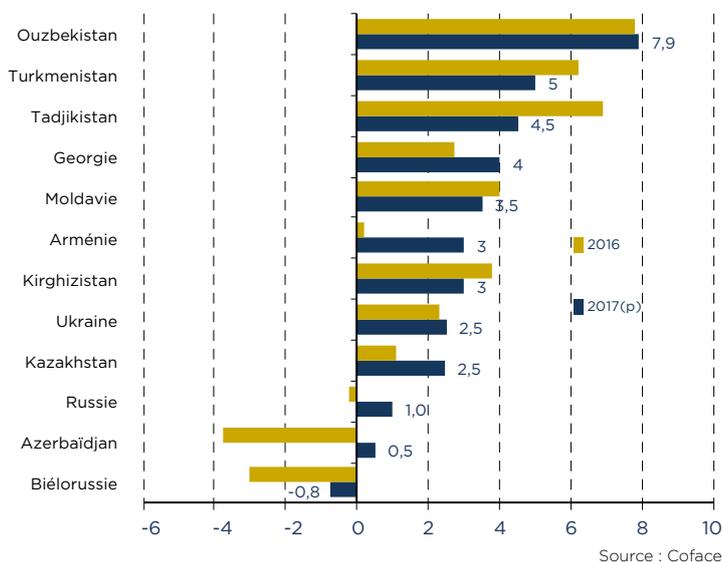
Mais deux sources d'inquiétude demeurent : le risque politique et la fragilité des secteurs bancaires de certains pays. Selon l'indice de risque politique Coface⁽⁹⁾, le score des pays de la CEI est en moyenne de 47 % en 2016, la Géorgie ayant le niveau de risque le plus faible de la zone (28 %) et l'Ukraine le plus élevé (70,8 %). Le score de la CEI dans son ensemble a progressé de 5 % depuis 2007. En Ouzbékistan, le niveau de risque politique (46 %, ce qui représente un risque moyennement élevé) comparable à celui de la République Démocratique du Congo ou du Laos, est relativement stable depuis 2012. La situation politique, bien qu'encore instable, pourrait toutefois s'améliorer avec l'élection en décembre 2016 de Shavkat Mirziyoyev, après le décès d'Islam Karimov qui dirigeait le pays depuis son indépendance.

Par ailleurs, la situation du secteur bancaire est à surveiller, en particulier celle au Kazakhstan et en Azerbaïdjan. La dépréciation des monnaies de ces deux pays respectivement en 2014 et 2015 a très fortement affecté leurs établissements bancaires, compte tenu de la forte dollarisation du secteur. Malgré différentes mesures prises pour éviter la dégradation de leur situation, ces deux États ont dû intervenir pour prévenir la faillite de grands établissements. Le gouvernement du Kazakhstan a créé une structure de défaillance à laquelle ont été transférées les créances douteuses de la Kazkommertsbank (première banque du pays, centralisant 37 % des actifs), dont le capital a été repris par une banque privée (Halyk Bank). L'International Bank of Azerbaïdjan (IBA, concentrant 40 % des actifs) a bénéficié d'un soutien financier public, via le fonds souverain SOFAZ. Si le risque d'une crise systémique n'est pas le scénario le plus probable dans ces deux pays, le secteur est fragilisé et les difficultés de ces grands établissements pourraient peser sur la reprise de la croissance.

8/ Y compris la Géorgie et l'Ukraine, qui ne sont toutefois plus membres de la CEI.

9/ Cf. Panorama Coface « Le risque politique dans tous ses États » publié en mars 2017. <http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Actualites/Nouvel-indice-du-risque-politique-de-Coface-dans-159-pays>

Graphique n° 7
Prévision de croissance dans les pays de la CEI



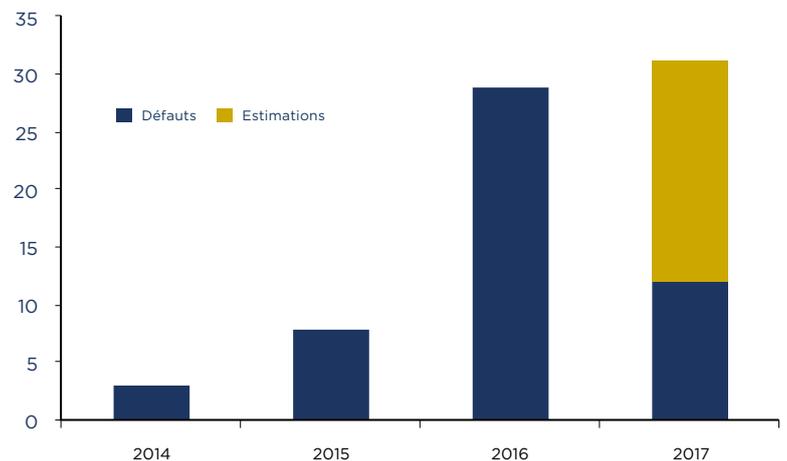
4 CHINE : FIN DES BONNES NOUVELLES

Depuis le début du 2^e trimestre, les signes de ralentissement de l'activité économique en Chine se multiplient. Les baromètres mensuels habituels (production industrielle, investissement en capital fixe ou encore ventes au détail) sont tous orientés à la baisse en avril et en mai. Pour la première fois depuis juin 2016, l'indice PMI de confiance des entreprises du secteur manufacturier est descendu sous la barre de 50, qui est supposée représenter la limite entre expansion et récession.

Les prix de l'immobilier suivent la même tendance : leur croissance est au plus bas depuis août 2016 (+10,7 % sur un an en avril 2017 pour le prix du logement moyen dans 70 grandes villes, contre 11,3 % en mars). Or, depuis mi-2016, la croissance chinoise était largement tirée par le secteur de la construction (qui compte directement et indirectement pour environ un tiers du PIB). Mais face au risque de surévaluation des prix et de spéculation dans les grandes villes, les autorités ont changé leur fusil d'épaule et instauré des mesures plus strictes en ce qui concerne la propriété (durée minimum de détention des nouveaux logements) et l'octroi de crédit : la banque centrale a durci à deux reprises sa politique monétaire en février et mars.

Dans ce contexte de conditions de crédit moins aisées, le risque de défaillance d'entreprises augmente : douze entreprises ont déjà fait défaut sur au moins une de leurs obligations depuis le début de l'année 2017. Si ce rythme se poursuit jusqu'en décembre, le nombre record de défauts obligataires atteint en 2016 sera

Graphique n° 8
Nombre de défauts sur le marché obligataire d'entreprises en Chine



Source : Bloomberg

battu (voir graphique n° 8). Cette tendance est d'ailleurs en ligne avec les résultats de l'enquête annuelle sur les délais de paiements réalisée par Coface auprès de 1 000 entreprises chinoises, qui fait état d'une augmentation des retards de paiements d'une durée supérieure à 150 jours fin 2016 (15 % du total, contre moins de 10 % en 2015 et 5 % en 2014)⁽¹⁰⁾.

5 UNE REPRISE DE LA CROISSANCE PROFITE D'ABORD À L'INDUSTRIE EN GÉNÉRAL ET À L'AUTOMOBILE EN PARTICULIER

Si, après une récession, une reprise de la croissance mondiale ne profite donc pas à tous les pays, elle ne bénéficie pas non plus à tous les secteurs d'activité. Le Bureau d'analyse économique, qui fait figure de référence dans la datation des cycles économiques aux États-Unis, définit la récession comme une « baisse significative de la production durant au moins quelques mois et visible sur le PIB, les revenus réels, l'emploi, la production industrielle et les ventes au détail »⁽¹¹⁾. Outre la période de récession, trois autres phases du cycle sont souvent identifiées :

- **La reprise** : les indicateurs d'activité ci-dessus s'améliorent, la croissance du crédit ainsi que celle des profits des entreprises sont positives, les taux d'intérêt restent bas car la politique monétaire est toujours expansionniste ;

- **L'expansion** : la croissance des indicateurs d'activité atteint son pic, la croissance du crédit aussi. Les taux d'intérêt augmentent car la politique monétaire est moins expansionniste ;
- **Le ralentissement** : la croissance baisse, les conditions de crédit se durcissent, les profits des entreprises reculent et les stocks augmentent.

Afin d'identifier les secteurs d'activité susceptibles de bénéficier de la reprise actuelle de l'activité mondiale, nous avons mesuré le coefficient de corrélation entre la croissance de la valeur ajoutée en volume de 12 secteurs d'activité et celle du PIB entre 1985 et 2016 dans 15 pays⁽¹²⁾. Sans surprise, la corrélation entre la croissance de l'activité du secteur pharmaceutique et celle du PIB du pays est en moyenne quasi-nulle pour notre panel de 15 pays.

10/ <http://www.coface.com/News-Publications/Publications/China-corporate-payment-survey-the-devil-is-in-the-detail>

11/ http://www.nber.org/cycles/jan08bcdd_memo.html

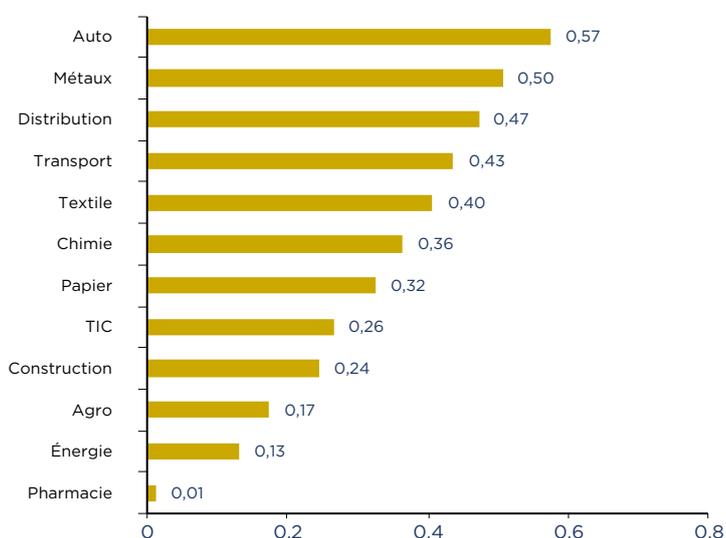
12/ États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Allemagne, France, Espagne, Italie, Portugal, Chine, Indonésie, Inde, Brésil, Mexique, Turquie, Afrique du Sud.

Ce panel bénéficie en effet d'une hausse des dépenses sociales en période de récession (notamment dans le cas où le gouvernement laisse jouer les stabilisateurs automatiques et/ou met en œuvre une politique budgétaire contra-cyclique). La corrélation est positive mais faible pour l'agroalimentaire et l'énergie, la demande adressée à ces secteurs variant relativement peu en fonction du revenu et donc de la croissance. Beaucoup de biens produits par les entreprises de ces secteurs comme les biens alimentaires répondent en effet à des besoins primaires. La construction, le papier-bois, les TIC ou encore la chimie se situent dans une position intermédiaire. Le

niveau du coefficient est en moyenne relativement élevé dans la distribution, les transports et le textile habillement, c'est-à-dire des biens répondant davantage à des besoins secondaires et dont la demande fluctue donc en fonction du revenu. Et enfin deux secteurs apparaissent comme étant très corrélés avec le PIB : les métaux (dont l'évaluation sectorielle a été revue à la hausse en Chine et au Brésil au premier trimestre) et surtout l'automobile. Dans la majorité des cas (voir graphique n° 9), l'automobile est en effet le secteur dont la variation de la valeur ajoutée est la plus corrélée à la croissance du PIB. Le coefficient est supérieur à 0,5 dans la plupart des pays de l'échantillon.

Graphique n° 9

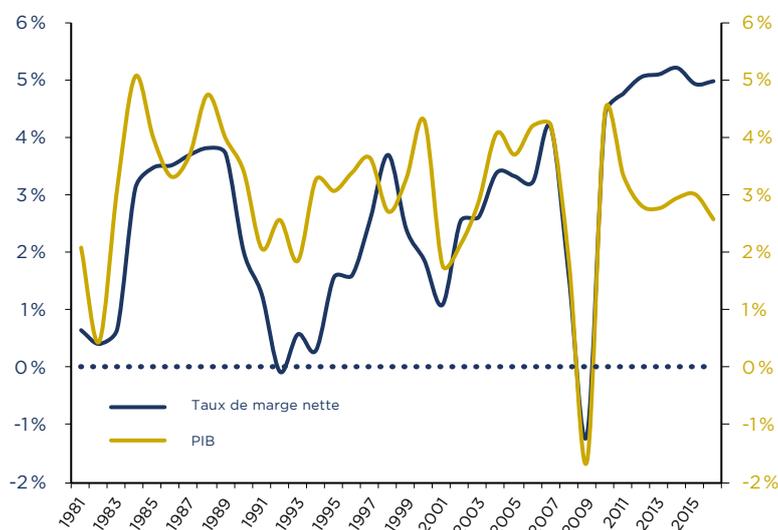
Coefficient de corrélation entre la croissance du PIB et celle de la valeur ajoutée de 12 secteurs d'activité entre 1985 et 2016 (moyenne de 15 pays)



Source : Coface

Graphique n° 10

Croissance du PIB mondial et taux de marge nette des entreprises cotées du secteur automobile



Sources : Thomson Worldscope, Coface

Un rebond de l'activité économique modifie les perceptions des ménages et des entreprises, en particulier lorsqu'il est mondial. Le taux de chômage se réduit, les consommateurs sont plus confiants et consomment donc davantage, en particulier des biens durables comme l'automobile. En période de reprise, les taux d'intérêt restent bas favorisant ainsi la capacité des ménages à s'endetter pour financer l'acquisition d'un véhicule. Or, dans les économies développées, les véhicules sont de plus en plus financés par des contrats de location avec option d'achat. C'est le cas au Royaume-Uni et aux États-Unis, deux pays en avance sur le cycle des ventes automobiles par rapport à la zone euro.

Néanmoins, le graphique n° 10 met en lumière une divergence depuis 2011 entre le taux de croissance du PIB et celui de la marge nette (rapport en la marge nette et le chiffre d'affaires) des acteurs du secteur. Le tassement de la croissance mondiale n'a pas empêché les constructeurs et équipementiers de parvenir à enregistrer des taux de profitabilité historiquement élevés, et donc un taux d'endettement net en reflux (20,8 % à fin 2016). En effet, grâce au soutien contra-cyclique de plusieurs États à leur industrie automobile (via des programmes de primes à la casse aux États-Unis et en Europe de l'Ouest, ainsi que des mesures fiscales en Chine), les constructeurs ont pu écouler leurs véhicules lors des périodes de récession. En outre, l'inclusion de plus en plus forte de contenus technologiques dans les véhicules, notamment pour répondre aux exigences environnementales et aux désirs des consommateurs de bénéficier d'aides à la conduite, favorise une plus forte profitabilité. Les équipementiers de rang 1 ne sont pas en reste, car ils tiennent de plus en plus le rôle de fournisseurs d'innovations (et non plus seulement de biens matériels).

Dans ce contexte, même s'il convient de distinguer perspectives de croissance et risque de crédit, il n'est pas surprenant que le secteur automobile soit en moyenne le moins risqué dans le monde d'après les évaluations Coface (voir partie changements d'évaluations pays et secteurs) après le secteur pharmaceutique. Après le Brésil au premier trimestre, nous reclassons aujourd'hui l'automobile en Russie et en Italie (même si le secteur automobile en Chine est, quant à lui, déclassé).

13/ <http://www.coface.com/News-Publications/Publications/Recovery-in-global-growth-more-than-a-flash-in-the-pan>

ENCADRÉ 2

Pétrole : le scepticisme gagne le marché après six mois d'efforts infructueux

Le 30 novembre 2016, au lendemain d'un accord historique de limitation de la production entre les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et ses partenaires (dont la Russie), un optimisme prudent s'était emparé des acteurs du marché de l'or noir, poussant les prix du baril de Brent et de *West Texas Intermediate* (WTI) au-dessus d'un seuil symbolique de 50 dollars. Six mois après le début de la mise en œuvre effective de cet accord au 1^{er} janvier 2017, l'optimisme prudent laisse, aujourd'hui, place au scepticisme.

L'OPEP joue les prolongations

Ce doute trouve sa source dans le constat d'échec qui s'impose, pour l'instant, à l'OPEP et ses partenaires face à l'objectif annoncé de rééquilibrer le marché pour mettre fin à un excédent d'offre persistant qui avait provoqué la chute des cours de pétrole à partir de l'été 2014. En effet, au moment de se retrouver à Vienne le 25 mai pour évaluer l'efficacité d'une baisse volontaire de la production globale de 1,8 million de barils par jour (Mb/j), les représentants de l'OPEP et des pays participants à l'accord ont dû constater, malgré le respect des engagements pris en novembre, que l'écart offre-demande tardait à se combler et, surtout, que les stocks mondiaux étaient encore à un niveau plus élevé qu'avant la mise en place des quotas.

En outre, les réserves au sein de l'OCDE excédaient, à fin mai 2017, de plus de 250 Mb/j leur moyenne à cinq ans, mettant à mal la crédibilité de l'accord du cartel. Inclue dans l'accord paraphé en novembre dernier, la possibilité d'une prolongation s'est imposée comme une nécessité lors de ce deuxième sommet qui conviait les ministres de OPEP et non-OPEP. Ces derniers ont toutefois décidé que ce ne serait pas de six, comme entendu en novembre 2016, mais de neuf mois que ces réductions volontaires seraient prolongées, soit jusqu'à la fin du premier trimestre 2018. Cet effort supplémentaire de trois mois, largement anticipé, a toutefois déçu les investisseurs. Depuis lors, les prix sont retombés sous les 50 dollars.

L'offre américaine en hausse

Alors que l'influence de l'OPEP sur la production mondiale a longtemps modelé la courbe des cours de l'or noir, le cartel, qui ne compte aujourd'hui que pour environ un tiers de la production mondiale, ne peut que constater l'inefficacité de son

entreprise de rééquilibrage du marché. En effet, si l'OPEP a abaissé sa production, ce choix a alimenté le dynamisme de la production aux États-Unis, répartie à la hausse au second semestre 2016. De 8,4 Mb/j en juillet 2016, le volume de pétrole brut produit est passé à 9,3 Mb/j près de 12 mois plus tard, notamment soutenu par l'industrie du pétrole brut léger (dont fait partie le pétrole issu du gaz de schiste). L'augmentation constante des données de Baker Hughes sur les plateformes de forage en activité suggère que l'augmentation de la production américaine observée au premier semestre 2017 devrait se poursuivre. Ainsi, dans le sillage de la production américaine, les rapports de juin de l'*International Energy Agency* (IEA) et de l'OPEP ont revu leurs prévisions de croissance de l'offre de pétrole à la hausse pour 2017 et 2018. La hausse de la production n'est toutefois pas exclusivement imputable aux États-Unis.

L'OPEP plombé par deux de ses membres

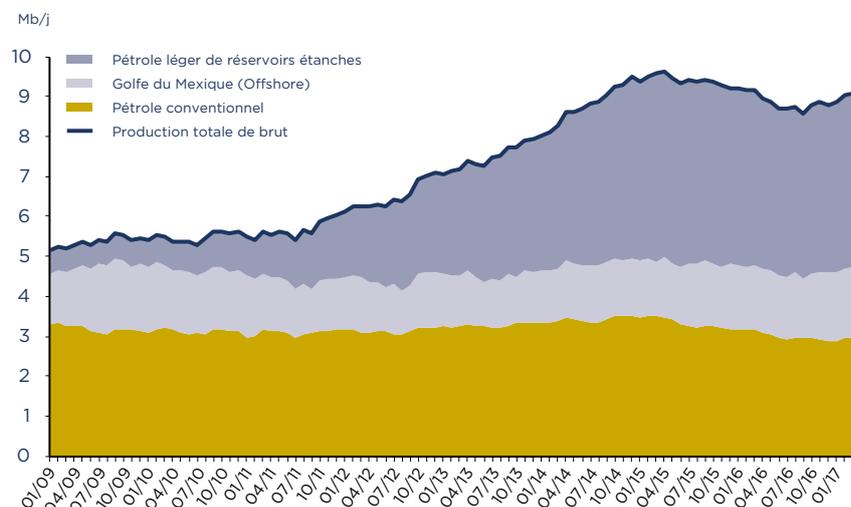
La Lybie et le Nigeria, membres de l'OPEP exemptés de limitation de production compte tenu des importantes perturbations qui ont touché les sites de production dans ces deux pays, contribuent également à réduire l'efficacité de l'action de leurs confrères du cartel. La reprise de l'activité sur plusieurs sites de production, confirmée dans les dernières semaines

du 2^e trimestre 2017, pourrait permettre à la production d'atteindre les 1,3 Mb/j en Lybie et les 2,2 Mb/j au Nigeria d'ici à la fin de l'année contre, respectivement 528 000 barils par jour et 1,6 Mb/j au mois d'octobre 2016 (qui avait servi de base de référence pour les réductions de production de l'OPEP). Même s'ils n'atteignaient que la moitié de ces objectifs, la hausse de la production saperait déjà près d'un tiers l'effort consenti par les autres membres de l'OPEP et leurs partenaires.

La hausse de la demande plus lente que prévu

Les facteurs d'augmentation de la production globale s'accroissent donc et, dans le même temps, les indications que la consommation globale croît à un rythme moins soutenu qu'attendu se sont multipliées. Les données du premier semestre 2017 suggèrent, en effet, une certaine faiblesse de la demande asiatique, en Inde notamment, et européenne. Les perspectives de reprise pour l'année 2018 ne sont pas plus positives. L'*International Energy Agency* (IEA) indique même dans son dernier rapport que la croissance de la production surpassera celle de la demande l'année prochaine. Au regard du niveau actuel des stocks, de la production et de la demande mais également des perspectives d'évolution de ces différents indicateurs, les investisseurs affichent davantage de pessimisme.

Graphique n° 11
Production de pétrole brut aux États-Unis



Source : Energy Information Administration

Changements d'évaluations risques pays

PAYS	Ancienne évaluation		Nouvelle évaluation
ESPAGNE 	A3	↗	A2
JAMAÏQUE 	C	↗	B
OUZBÉKISTAN 	D	↗	C
PORTUGAL 	A4	↗	A3
RUSSIE 	C	↗	B

PAYS	Ancienne évaluation		Nouvelle évaluation
BAHREÏN 	B	↘	C
BURUNDI 	D	↘	E
MAURICE 	A3	↘	A4
NAMIBIE 	A4	↘	B
QATAR 	A3	↘	A4
SALVADOR 	B	↘	C

RISQUE
D'IMPAYÉS
DES
ENTREPRISES

A1
Très faible

A2
Peu élevé

A3
Satisfaisant

A4
Convenable

B
Assez élevé

C
Élevé

D
Très élevé

E
Extrême

↗
Reclassement

↘
Déclassement

Espagne ↗ (reclassement d'A3 en A2)

L'économie devrait croître plus rapidement que prévu en 2017, avec un taux de croissance proche de 2,9 %. La reprise économique enregistrée au cours des trois premiers mois de l'année reste en partie liée à une forte contribution des exportations. Ces dernières ont progressé de 14,1 % en glissement annuel au premier trimestre de 2017, portées par une hausse de la demande des marchés émergents et à une tendance économique européenne positive. La consommation devrait demeurer soutenue, grâce à un marché du travail dynamique qui crée des emplois et une baisse du taux de chômage.

Jamaïque ↗ (reclassement de C en B)

Le pays a conclu la première révision d'un accord de confirmation du FMI en avril, après avoir atteint son objectif d'excédent budgétaire primaire et achevé ses réformes initiales. La dette publique globale devrait atteindre 109 % du PIB en 2017, contre 115 % en 2016 et 145 % en 2012. La croissance du PIB réel a été positive durant sept trimestres consécutifs, et l'économie devrait croître de 2 % au cours de l'exercice 2017-2018, portée par le secteur agricole, la construction et le tourisme. L'inflation a atteint un record historique en 2016 et devrait s'établir à 5 % en 2017. La confiance des investisseurs est au plus haut.

Ouzbekistan ↗ (reclassement de D en C)

La croissance économique s'avère dynamique et sera soutenue par la réalisation de projets d'infrastructures grâce aux financements obtenus de la Banque mondiale et de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD). L'évolution plus favorable du cours de certaines matières premières (coton ; or) est positive pour les exportations du pays. L'orientation du nouveau président Mirziyoyev plus favorable aux réformes économiques devrait être bénéfique au climat des affaires et aux investissements.

Portugal ↗ (reclassement d'A4 en A3)

Après avoir crû de 1,4 % en 2016, le produit intérieur brut portugais augmenterait de 2 % en 2017, et de 1,7 % en 2018. La contribution des exportations resterait importante alors que la demande extérieure et l'effet de la dépréciation réelle de l'euro devraient plus que compenser l'effet négatif associé à l'augmentation du prix du pétrole. La croissance de la consommation se montrerait dynamique, mais elle croîtrait à un rythme plus lent que celui de 2016, à cause d'une inflation plus élevée. Enfin, la décision de la Commission européenne de mettre un terme à la procédure de déficit excessif concernant le Portugal marque un tournant et montre une confiance croissante dans l'économie. Le déficit public en 2016 ne représentait que 2,0 % du PIB, en baisse par rapport à 2015 (4,4 %). Cependant, la dette publique reste élevée et le pays est encore classé dans la catégorie spéculative par les agences de notation.

Russie ↗ (reclassement de C en B)

L'économie repart. L'investissement a progressé de 2,3 % en g.a au T1 2017. La production industrielle est en hausse (+2,3 % en g.a en avril) ; les ventes de détail ne baissent plus (0 % en avril), soutenues par un niveau d'inflation moins élevé, qui atteint la cible fixée par la Banque centrale (4 %). Les profits des entreprises augmentent (+5 % en g.a au T1 2017), surtout dans les secteurs extractifs, de production d'électricité et gaz et l'immobilier. La reprise reste lente et limitée, en particulier dans le secteur manufacturier où les revenus nets des entreprises continuent à baisser.

Bahreïn ↘ (déclassement de B en C)

Les indicateurs de la dette intérieure et extérieure de Bahreïn restent faibles. Les réserves officielles comptent moins d'un mois de compte courant et le déficit budgétaire a atteint 13,5 % du PIB en 2016 et le ratio dette / PIB 60%, le plus élevé dans le Conseil de coopération du Golfe - CCG - (qui pourrait atteindre 90 % du PIB d'ici 2021). La réduction du déficit prendra du temps et dépendra des prix du pétrole et de l'assainissement budgétaire. L'activité économique baisserait en 2018 (de 2,3 % en 2017 à

2 % en 2018), puisque le ralentissement de l'économie d'Arabie saoudite, son voisin, pèse sur son commerce et son tourisme. L'appréciation du dollar américain peut entraîner une détérioration de la compétitivité internationale (le dinar étant rattaché au dollar), ce qui risque d'atténuer la croissance du PIB non-pétrolier.

Burundi ↘ (déclassement de D en E)

Les troubles intérieurs déclenchés par l'élection pour un troisième mandat de Pierre Nkurunziza à la mi-2015 n'en finissent pas. La crise politique pèse déjà massivement sur l'économie, ce qui devrait perdurer dans les prochains mois. Aussi, il est peu probable que les sanctions de l'Union européenne soient retirées alors qu'aucun progrès significatif n'a été réalisé. Les réserves de change sont désormais dangereusement faibles. En conséquence, le pays connaît également une pénurie de carburant, qui compromet encore plus les sombres perspectives économiques. De plus, l'inflation étant de l'ordre de 20 %, le risque d'émeute à grande échelle augmente.

Maurice ↘ (déclassement d'A3 en A4)

Si Maurice reste caractérisé par un environnement des affaires particulièrement peu favorable, aucune réforme significative n'a été mise en œuvre ces dernières années par les autorités. Par conséquent, le pays régresse dans les classements internationaux, comme celui de la Banque mondiale. La démission en janvier de Sir Anerood Jugnauth, le premier ministre, en raison de sa santé et la passation de pouvoir à son fils, Pravind Jugnauth, a éveillé des tensions et augmenté le risque d'instabilité politique dans un environnement économique qui demeure relativement stable.

Namibie ↘ (déclassement d'A4 en B)

Le pays est entré en récession technique au dernier trimestre de 2016 et le PIB a progressé de 0,2 % sur l'ensemble de l'année. Les perspectives 2017 sont médiocres, malgré une reprise dans le secteur minier. Les dépenses publiques plus faibles et une politique monétaire plus restrictive qui limite la consommation,

présent sur la croissance. La faiblesse de l'activité en Afrique du Sud, principal partenaire commercial de la Namibie, risque également d'avoir un impact négatif sur le pays. Enfin, le soutien de Hage Geingob pour le nouveau cadre d'autonomisation économique pourrait également endommager une économie déjà dans le marasme.

Qatar ↘ (déclassement d'A3 en A4)

Des mesures ont été prises par les pays du Golfe à l'encontre du Qatar : blocage de l'accès terrestre, maritime et aérien et expulsion des fonctionnaires, des résidents et des visiteurs de Qatar de l'Arabie Saoudite et des Émirats. De telles mesures pourraient exacerber les vulnérabilités externes du pays et exercer une pression sur sa croissance économique (réduction du commerce régional, moindre rentabilité des entreprises) ainsi que sur ses comptes courants et budgétaires. Si la situation s'aggrave, elle peut déstabiliser les dépôts non-résidents (17 % du PIB en 2016) et un soutien du gouvernement pourrait être nécessaire pour compenser les sorties de capitaux (ressources de Qatar Investment Authority). La réduction d'investissements directs étrangers et de flux de portefeuille mettrait en outre une pression sur le système de l'ancrage monétaire du pays.

Salvador ↘ (déclassement de B en C)

Les perspectives de croissance se sont détériorées rapidement en raison de la dégradation de la situation politique. Le gouvernement de gauche, dirigé par Salvador Sánchez Céren, est confronté à une faiblesse législative. Les tensions politiques ont été exacerbées en avril 2017 lorsque le Congrès, dominé par l'opposition, a refusé de soutenir la hausse du budget nécessaire pour couvrir le remboursement de capital et des intérêts aux fonds de pension locaux à hauteur de 57 millions de dollars, entraînant le premier défaut du pays en plus de vingt ans. Le paiement a finalement été effectué. Néanmoins, la tension croissante entre les deux forces politiques augmente les risques liés au paiement de la dette publique.

Changements d'évaluations risques sectoriels

ÉVALUATION SECTORIELLE DES RÉGIONS

	Amérique latine	Amérique du Nord	Europe centrale et de l'Est	Europe de l'Ouest	Asie émergente	Moyen Orient & Turquie
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲↑	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲↑	▲↑	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲↑	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmacie	▲	▲	▲↑	▲	▲	▲↓
Distribution	▲	▲	▲	▲	▲↑	▲
Textile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲	▲

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

▲
Risque faible▲
Risque moyen▲
Risque élevé▲
Risque très élevé▲
Reclassement▲
Déclassement

RÉGION AMÉRIQUE LATINE

	Amérique latine	Mexique	Argentine	Chili	Brésil
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲
Métaux	▲	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmacie	▲	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲	▲
Textile	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲↓	▲	▲	▲

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

MEXIQUE

Transport ▲

(Risque moyen à risque élevé)

Sous-développées, les infrastructures ne devraient pas connaître de grandes améliorations, à cause de la contraction des ressources publiques. Selon les données fournies par le ministère des

communications et des transports (SCT), 80 % des marchandises sont acheminées au Mexique par voies routières. Avec la fin des subventions cette année, l'augmentation du prix du diesel affectera gravement le secteur des transports. Les dépenses en carburant peuvent représenter entre 35 % et 40 % du coût total des transporteurs.

RÉGION AMÉRIQUE DU NORD

	Amérique du Nord	Canada	États-Unis
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport			

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

ÉTATS-UNIS

Énergie ↗

(Risque très élevé à risque élevé)

La nouvelle administration américaine consolidera la reprise du secteur pétrolier et gazier du pays. L'assouplissement de la réglementation encouragera une plus grande activité en amont de la filière. Le prix du baril, autour de 50 dollars, démontre que la surabondance de brut persiste malgré des signes de ralentissement de la demande énergétique des principaux pays consommateurs comme la Chine, et les accords de réduction de la production de pétrole de pays membres et non-membres de l'OPEP.

Aux États-Unis, la production de brut continue de croître en flèche avec l'augmentation de nombre de plateformes d'extractions de pétrole de schiste. L'industrie des services pétroliers concentrée dans l'exploitation du pétrole et du gaz on shore aux États-Unis continue de croître alors que l'exploitation offshore est encore en récession et de nombreux projets en attente.

RÉGION ASIE ÉMERGENTE

	Asie émergente	Inde	Chine
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport			

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

INDE

Agroalimentaire ↗

(Risque élevé à risque moyen)

Après deux années de sécheresse (2014 et 2015), l'Inde devrait connaître en 2017 une deuxième saison de pluies normales. En 2016, les pluies ont entraîné une production de céréales record (estimée par le gouvernement à 272 millions de tonnes), et un rebond de la croissance agricole (4,6 % pour l'exercice 2016-2017). Ceci est à mettre en parallèle avec la faible croissance de l'économie dans son ensemble (+0,8 % pour l'exercice 2015-2016), et avec la contraction de 0,3 % pour l'exercice 2013-2014.

CHINE

Automobile ↘

(Risque moyen à risque élevé)

Le gouvernement chinois a mis en place des mesures pour limiter les ventes d'automobiles, y compris pour réduire la vente des véhicules électriques et les subventions.

Distribution ↗

(Risque moyen à risque faible)

Les délais moyens de paiement augmentent malgré la baisse de la rentabilité et la croissance de la dette pour les « autres services ». Les ventes au détail ont diminué en avril, mais cela peut être attribué à la forte contraction des ventes d'automobiles. La demande dans les autres segments reste robuste.

RÉGION EUROPE CENTRALE ET DE L'EST

	Europe centrale et de l'Est	Roumanie	République tchèque	Pologne
Automobile				
Agroalimentaire				
Chimie				
Construction				
TIC*				
Énergie				
Métaux				
Papier				
Bois				
Pharmacie				
Distribution				
Textile				
Transport				

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

- Risque faible
- Risque moyen
- Risque élevé
- Risque très élevé
- Reclassement
- Déclassement

POLOGNE

Énergie ↗
(Risque élevé à risque moyen)
La rentabilité élevée des entreprises de raffinage pétrolier soutient le secteur.

Métaux ↗
(Risque élevé à risque moyen)
Ce secteur sera porté par les nouveaux investissements en infrastructures et par la bonne dynamique du secteur automobile.

Construction ↗
(Risque très élevé à risque élevé)
Le nouveau budget de l'Union européenne devrait permettre de restaurer le niveau des investissements en infrastructures, niveau qui avait diminué en 2016. Néanmoins, le secteur de la construction est traditionnellement risqué, compte tenu entre autres de nombreux retards de paiement, ce qui est accentué par la mise en place de l'auto-liquidation de la TVA pour les activités de construction (renforçant les problèmes de liquidités des entreprises sous-traitantes).

RÉGION MOYEN ORIENT & TURQUIE

	Moyen Orient & Turquie	Turquie	EAU	Arabie Saoudite
Automobile				
Agroalimentaire				
Chimie				
Construction				
TIC*				
Énergie				
Métaux				
Papier				
Bois				
Pharmacie				
Distribution				
Textile				
Transport				

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

ÉMIRATS ARABES UNIS

Métaux ↗

(Risque très élevé à risque élevé)

Les conditions difficiles auxquelles le secteur de la construction fait face dans la région du Conseil de coopération du Golfe (CCG) peuvent peser sur la demande de métaux. Le prix des métaux devrait demeurer instable en 2017, ce qui réduira les marges bénéficiaires. Surtout, les anticipations d'une croissance de la demande plus faible en Chine, en raison du resserrement du crédit dans le pays, ont fait baisser les prix du minerai de fer de 15,6 % entre janvier et mai 2017 par rapport à l'année précédente. Cette baisse des prix a commencé à nuire aux prix des actions des principales sociétés minières qui pourraient également toucher les producteurs des Émirats Arabes Unis (EAU). Cependant, en ce qui concerne les fondamentaux domestiques, les EAU continueront d'être un acteur clé de la demande de métaux, alors qu'ils s'engagent dans une frénésie des dépenses en infrastructures. L'organisation de l'Exposition universelle 2020 et

une croissance économique plus élevée prévue en 2018 aideraient la croissance de la consommation d'acier et d'aluminium à atteindre deux chiffres. La production augmentera également compte tenu des plans d'Emirates Global Aluminium et d'Emirates Steel, et garantira le maintien du pays comme le premier exportateur de métaux du Golfe dans la décennie à venir.

Pharmacie ↘

(Risque faible à risque moyen)

Retards de paiements possibles à Abu Dhabi en raison des dépenses gouvernementales de santé plus faibles, qui génèrent des problèmes de liquidité.

ARABIE SAOUDITE

Pharmacie ↘

(Risque faible à risque moyen)

Très dépendant des dépenses publiques, le secteur de la pharmacie enregistre des conditions de paiement plus longues.

RÉGION EUROPE DE L'OUEST

	Europe de l'Ouest	Autriche	Suisse	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Espagne
Automobile	■	■	■	■	■	■	■ ↗	■
Agroalimentaire	■ ↗	■	■	■	■ ↗	■ ↘	■	■ ↗
Chimie	■	■	■	■	■	■	■	■
Construction	■	■	■	■	■	■	■ ↘	■
TIC*	■	■	■	■	■	■	■	■
Énergie	■	■	■	■	■	■	■	■
Métaux	■	■	■	■ ↗	■	■	■	■ ↗
Papier	■	■	■	■	■	■	■	■
Bois	■	■	■	■	■	■	■	■
Pharmacie	■	■	■	■	■	■	■	■
Distribution	■	■	■	■	■	■	■	■ ↗
Textile	■	■	■	■	■	■	■	■
Transport	■	■	■	■	■	■	■	■

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

ALLEMAGNE

Métaux ↗

(Risque élevé à risque moyen) :

Perspectives du secteur des métaux sont positives, grâce à la stabilisation des prix des métaux et à la bonne dynamique des secteurs des métaux de consommation et de l'automobile, de la construction et de l'ingénierie.

FRANCE

Agroalimentaire ↗

(Risque élevé à risque moyen) :

Les producteurs français de céréales se portent mieux en 2017, après les mauvaises récoltes de 2016.



**ROYAUME-UNI****Agroalimentaire** ↘**(Risque élevé à risque très élevé)**

La hausse du coût des intrants, résultant de la dépréciation de la livre sterling, commence à peser sur les marges des entreprises dans ce secteur très concurrentiel. L'inflation des prix alimentaires est également visible dans la mesure où les détaillants commencent à répercuter la hausse des coûts dans les prix à la consommation. L'agroalimentaire est un des secteurs les plus exposés aux conséquences du Brexit, à cause de la baisse des financements publics provenant de la Politique agricole commune (PAC), de la faiblesse de l'investissement et de l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre.

ITALIE**Automobile** ↗**(Risque moyen à risque faible)**

Le secteur de l'automobile a été très dynamique en 2016, avec des volumes en hausse (plus de 15 %) grâce notamment à la plus grande confiance des clients, à la baisse du prix des carburants, aux campagnes promotionnelles des constructeurs automobiles, et à l'augmentation du covoiturage. Une bonne dynamique est attendue pour 2017.

Construction ↘**(Risque élevé à risque très élevé)**

La faible performance du secteur de la construction au dernier trimestre 2016 devrait affecter la rentabilité de ses entreprises en 2017.

ESPAGNE**Agroalimentaire** ↗**(Risque moyen à risque faible)**

Le secteur agroalimentaire espagnol devrait continuer de bénéficier de la hausse de la demande aussi bien domestique que celle provenant de l'étranger. Sa production a crû de

2,1 % au premier trimestre par rapport au trimestre précédent et de 4 % en glissement annuel. Du côté de la demande extérieure, les exportations agroalimentaires ont représenté 16,7 % du total et ont augmenté de 15,6 % par an d'après les données du mois de mars 2017. Elles ont contribué à hauteur de 2,6 points à la hausse des exportations nationales (16,9 %), soit la deuxième contribution après celle des biens d'équipement. Les enquêtes conjoncturelles du ministère du commerce montrent en outre que les entreprises exportatrices du secteur anticipent une hausse de leur production dans les deux prochains mois.

Métaux ↗**(Risque élevé à risque moyen)**

Selon les données de la production industrielle, la production sidérurgique a augmenté de 4 % en décembre 2016 et de 1,8 % par rapport à 2015 confirmant la lente reprise du secteur qui se rapproche du niveau de 2011. La production en biens d'équipement dans le secteur des métaux a également augmenté de 3,3 % en décembre et de 2,3 % sur toute l'année. L'activité de la branche des structures métalliques continue d'enregistrer une baisse d'année en année, mais pourrait s'améliorer à court terme.

Distribution ↗**(Risque moyen à risque faible)**

La bonne tenue de la demande intérieure, portée par une consommation des ménages dynamique, soutiendrait le secteur de la distribution. Les ventes au détail ont progressé de 0,6 % en avril 2017 par rapport au mois précédent et de 2 % depuis le début de l'année. Les canaux de grande distribution ont enregistré la plus forte hausse (1,1 %) en variation mensuelle sur le mois d'avril, de même que le commerce de petite taille dont les ventes ont crû de 0,9 %. Hors stations-service, les ventes aux détails, tous canaux de distribution confondus, ont augmenté de 2,4 %.

RISQUE
D'IMPAYÉS
DES
ENTREPRISES

Risque faible

Risque moyen

Risque élevé

Risque très élevé

Reclassement

Déclassement

AUTRES PAYS

	Afrique du Sud	Russie	Japon
Automobile			
Agroalimentaire			
Chimie			
Construction			
TIC*			
Énergie			
Métaux			
Papier			
Bois			
Pharmacie			
Distribution			
Textile			
Transport			

* Technologies de l'information et de la communication

Source : Coface

RUSSIE

TIC ↗

(Risque élevé à risque moyen)

La baisse de l'inflation, l'augmentation progressive de la demande dans l'ensemble de l'économie russe et la hausse de la rentabilité des entreprises privées devraient renforcer la confiance des entreprises et soutenir l'investissement. La modernisation des capacités de production soutiendra le secteur des TIC.

Automobile ↗

(Risque très élevé à risque élevé)

Après deux années consécutives de baisse, les ventes de nouveaux véhicules (voitures particulières et VCL) ont progressé de 9,4 % en mars 2017, compensant les baisses des mois de janvier et février précédents, et permettant une légère augmentation au premier trimestre 2017 (une première depuis plus de quatre ans). Cette tendance devrait se poursuivre lentement, favorisant une légère reprise du marché de l'automobile en 2017 (+11 % selon les prévisions d'Oxford Economics), en particulier pour les VCL. La production de véhicules neufs progresserait en 2017, tirée par la hausse de la demande intérieure.

JAPON

Pharmacie ↗

(Risque moyen à risque faible)

La rentabilité du secteur se dégrade.

Distribution ↗

(Risque élevé à risque moyen)

Si la demande nationale n'a pas complètement retrouvé son niveau avant l'augmentation de la TVA, les ventes au détail ont crû en 2016 et au début 2017 (3,2 % en avril, contre 2,1 % en mars), grâce à des salaires plus élevés. En outre, le premier ministre Shinzo Abe devrait repousser à 2019 la nouvelle hausse de TVA. La dépréciation du yen a également favorisé les exportations et les revenus du tourisme. Cette tendance pourrait toutefois s'essouffler si le yen s'appréciait à nouveau, mais l'augmentation de l'écart avec les taux d'intérêt américains devrait, au moins en théorie, continuer à exercer des pressions dépréciatrices.

AFRIQUE DU SUD

Distribution ↘

(Risque moyen à risque élevé)

Le chômage élevé (27,7 % au premier trimestre 2017), l'inflation (5,3 %) et les incertitudes politiques pèsent sur le secteur de la distribution sud-africaine. Tous ces facteurs devraient continuer à peser dans les prochains mois. Après avoir augmenté à un rythme lent en 2016 (+1,9 %), les ventes au détail se sont contractées pour la première fois sur un trimestre depuis 2009 (-1,0 % au premier trimestre 2017).

Agroalimentaire ↗

(Risque élevé à risque moyen)

Le sous-indice général des conditions agricoles s'est amélioré de quatre points au premier trimestre 2017 à 69. Ces données ouvrent des perspectives favorables pour la production 2016/2017. Les premières estimations du Comité national d'estimation des cultures sont de 16,21 millions de tonnes pour l'été 2017 (+72 % par rapport à la saison précédente, qui était exceptionnellement faible). Cela pourrait être la plus grande récolte depuis 2013/2014 à la faveur d'un climat plus clément.

Métaux ↗

(Risque très élevé à risque élevé)

2015 a été considérée comme une *annus horribilis* pour l'industrie sidérurgique mondiale. Le prix de l'alliage étant descendu à son plus bas niveau depuis 2004, plusieurs producteurs d'acier ont été forcés de réduire leurs capacités ou de fermer leurs magasins. Mais l'industrie semble repartir en 2017. La production minière globale augmente en effet de 7,2% au premier trimestre 2017, en particulier la production de platine.

RÉSERVE

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.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

Conception et réalisation :
Éditions stratégiques
Photo : Fotolia.