



**CHANSON
D'AUTOMNE
CONSERVER FOI
EN L'AVENIR
MALGRÉ
LES RISQUES**

www.eulerhermes.fr

SOMMAIRE

ÉTUDES ÉCONOMIQUES EULER HERMES

LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

N° 1250 | OCTOBRE 2018

Conjoncture et risques économiques

LE BULLETIN ÉCONOMIQUE D'EULER HERMES GROUP est publié mensuellement par la Direction des Études économiques d'Euler Hermes Group. Il est destiné aux clients d'Euler Hermes Group, 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 : Alexis Garatti (Responsable), Ana Boata, Stéphane Colliac, Georges Dib, Mahamoud Islam, Dan North, Manfred Stamer (Économistes pays)

ÉTUDES SECTORIELLES ET DÉFAILLANCES

D'ENTREPRISES : Maxime Lemerle (Responsable), Catharina Hillenbrand-Saponar, Marc Livinec, Sergey Zuev (Conseillers sectoriels)

SUPPORT : Sabine Allary (Assistante), Lauren Chester (Administratrice du contenu), François de Panisse Passis, Yang He et Abdul Rahman Kassab (Assistants de recherche)

ÉDITION : Martine Benhadj

CONCEPTION GRAPHIQUE : Claire Mabilie

PHOTO CRÉDIT : Adobe Stock

POUR TOUS RENSEIGNEMENTS : Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92 048 Paris La Défense CEDEX – Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 46 – Courriel : research@eulerhermes.com > Euler Hermes Group – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 13 645 323,00 €, RCS Nanterre 552 040 594

IMPRESSION : Printcorp – Dépôt légal octobre 2018 ; issn 1 162 – 2 881
Achévé de rédiger le 8 octobre 2018

3 ÉDITORIAL

4 CHANSON D'AUTOMNE

Conserver foi en l'avenir, malgré les risques

6 LA GRANDE RÉCESSION

10 ans après et autres considérations

8 PAYS ÉMERGENTS

D'autres crises en gestation ?

10 AFRIQUE

J'ai fait danser tant de malentendus

11 LES ROUTES DE L'IMPOSSIBLE ?

Compliance, recouvrement et autres scories

12 RISQUES SECTORIELS

La fête est finie ?

13 AUTOMOBILE

La route est droite, mais la pente est forte

15 ÉNERGIES RENOUVELABLES

Soleil rouge

16 RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB MON ESPACE EH, VOTRE SITE DÉDIÉ



ABORDER L'AVENIR EN TOUTE CONFIANCE

ÉDITORIAL

Ludovic Subran

Plus que jamais le rôle de l'assurance-crédit est de rendre la confiance que les *risk-managers* peuvent par moments perdre en raison des affres qui jalonnent l'activité des entreprises de nos jours. La première des vérités est que le commerce continue d'être profitable, nonobstant les barrières protectionnistes qui ont été ajoutées bon an mal an.

Les changements de notre temps sont nombreux. Ils comportent tous des coûts conséquents et nécessitent en même temps un *aggiornamento* afin de les mettre en œuvre. Le changement climatique, le manque d'infrastructures, les inégalités qui lézardent nos économies et le changement de paradigme lié au digital en sont autant d'exemples.

Face aux défis du présent, il est souvent de mise de critiquer le secteur financier sur la parabole de la multiplication des petits pains. Ce secteur serait le seul capable de transformer les millions en milliards. Ce n'est toutefois pas la mission centrale que le secteur financier met en œuvre au quotidien. Car comment franchir toutes ses étapes sans un accompagnement d'un secteur des assurances rompu au calcul des risques, à leur optimisation et *in fine* à leur minimisation.

Les changements du moment ne sont pas anodins. Il est clair que le digital réduit parfois le coût d'entrée de telle façon que des nouveaux entrants peuvent demain révolutionner l'approche adoptée par le secteur. D'un autre côté, ces changements font des victimes et souvent des grosses dans d'autres secteurs, ce que l'on qualifie de risque de sévérité. La multiplication des grandes défaillances fait partie des défis du moment.

Mais comment ne pas voir l'avenir avec envie. Et comment ne pas parler d'Afrique lorsqu'on parle d'avenir. Il est évident que le continent n'est pas exempt des conséquences des deux grands risques qui se sont renforcés cette année. Disons-le, le protectionnisme américain et les réponses de la Chine n'ont pas un impact direct sur l'Afrique. C'est pour les Américains que les prix montent du fait de l'accroissement des taxes à l'importation.

Mais lorsque l'investissement étranger décline en raison des craintes que ce mauvais terreau fait naître, l'Afrique est au premier rang des régions affectées. C'est la zone qui en a le plus besoin de nos jours. Les besoins en infrastructure sont légion, que ce soit en termes d'accès à l'électricité ou à l'eau, ainsi qu'en matière de transports.

Difficile d'imaginer aujourd'hui un financement de ces besoins sans apport de capitaux extérieurs. Les États n'ont pas assez de ressources, avec des recettes budgétaires en moyenne à 20% du PIB. Aujourd'hui, il est évident que la qualité de ce financement a décliné, parce que la baisse des investissements a été compensée par une hausse de la dette.

Un mauvais *timing* quand les taux d'intérêt américains augmentent, avec un risque de non-paiement croissant dans les pays africains où la dette a le plus augmenté. Il est donc d'autant plus important de voir au-delà des affres du court terme et des opportunités sans lendemain. Il convient d'envoyer en Afrique le financement dont elle a besoin, notamment en soutenant les partenariats publics privés. C'est en adoptant la bonne approche que nous pourrions aborder demain en toute confiance.

Stéphane Colliac

CHANSON D'AUTOMNE CONSERVER FOI EN L'AVENIR, MALGRÉ LES RISQUES





L'automne est la saison des feuilles mortes. C'est aussi celle de l'avent, la période qui nous sépare de la fin d'année et du début de la prochaine. Bien évidemment, il y a des continuités entre une année et sa suivante, mais il faut aussi faire face aux changements et remarquer que ceux-ci peuvent souvent se transformer en opportunités pour peu que l'on s'y adapte.

Il y a les feuilles qui tombent et celles qui repousseront... pas forcément de la même façon. Un exemple : les barrières protectionnistes affectent les flux d'investissement ? Qu'à cela ne tienne, l'exportation se porte bien !

LA GRANDE RÉCESSION 10 ANS APRÈS ET AUTRES CONSIDÉRATIONS

Stéphane Colliac

VOUS AVEZ AIMÉ 2018, VOUS ADOREREZ 2019

À peine la rentrée des classes passée, vient cette sempiternelle antienne: que nous réserve l'année prochaine? Octobre venu, l'horizon s'étend soudain. Attention vertige possible. Il n'y a pas de hasard si quatre des plus grandes paniques financières de l'histoire sont intervenues en octobre, 1929, 1987, 1998 et 2008.

Des quatre, 1987 est certainement celle qui inquiète le moins rétrospectivement puisque celle-ci se termina bien. Et 1998, passées quelques semaines de sueurs froides, ne fut pas la mère de toutes les inquiétudes, tant les marchés ne tanguèrent qu'en raison de quelques aventureux américains (LTCM) partis spéculer sur des emprunts russes.

1929 et 2008 sont bien davantage dans les têtes, parce que les lendemains ne furent pas heureux et que la décennie qui suivit resta marquée du sceau originel de la grande dépression. Et alors que l'on « fête » les dix ans du krach d'octobre 2008, il est légitime de s'interroger sur l'héritage de cette crise. Des cassandres qui annoncent la rechute à ceux qui promettent des lendemains qui fleurent bon les performances de croissance pré-2008.

Alors de quoi la crise de 2008 est-elle le nom? De la réponse, on pourra imaginer tirer ce qui structure cet après dans lequel nous vivons encore, que cela nous plaise ou non. Les années 2000 ont été des années de croissance incroyables. Les années de la deuxième mondialisation. On l'oublie souvent, mais la première mondialisation avait, à la fin du 19ème siècle, déjà conduit à une ouverture commerciale et financière sans précédent.

LE TEMPS DE L'INNOCENCE

Les années 2000 ont marqué une mondialisation, facteur de convergence plus que de divergence, avec

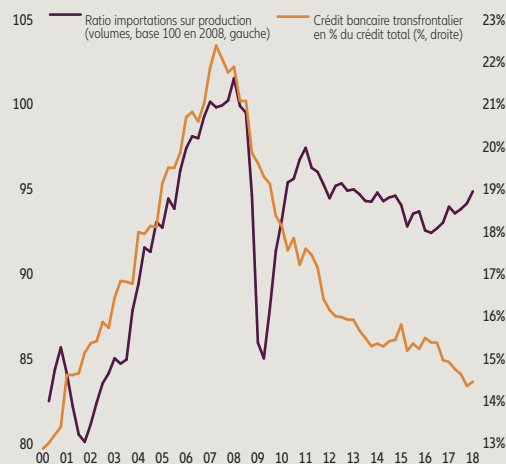


l'avènement de la Chine et de ses voisins d'Asie Pacifique comme nouvelle économie monde, comme l'aurait qualifiée Fernand Braudel. Le moins que l'on puisse dire est que la 1ère mondialisation, celle du 19ème siècle, a été infiniment plus verticale.

Allons plus loin, les années 2000 ont été le théâtre d'une double mondialisation parallèle, du commerce et de la finance. L'adhésion de la Chine à l'OMC et son entrée en pole position des exportateurs mondiaux n'aura pas nécessité une décennie. Mais 2008 a aussi été le point culminant des échanges de capitaux entre les pays développés, notamment entre les États-Unis et l'Europe.

Le point culminant de ce que l'on qualifia d'eurodollar. Il faut remonter aux années 60 pour trouver les racines de cette activité qui vit des banques européennes émettre et s'échanger des titres en dollar afin de contourner les limites strictes posées par le système de Bretton-Woods sur l'accès des non-amé-

GRAPHIQUE 1: POIDS DES IMPORTATIONS DANS LA PRODUCTION ET DU CRÉDIT TRANSFRONTALIER DANS LE CRÉDIT (ratios Monde)



Source: BRI, IHS Global Insight, Euler Hermes



ricains au dollar. Cette compétence des banques européennes ne disparut pas avec la fin du système de Bretton-Woods au début des années 70 (le flottement généralisé des monnaies). L'émission des titres en dollar en dehors des États-Unis s'est même développée avec le temps.

Et quand les pays développés firent sauter les uns après les autres les barrières des contrôles de capitaux, les banques européennes n'eurent plus besoin d'émettre des titres en dollars. En tout cas, plus seulement. Désormais, elles pouvaient aller se servir directement. Ce sont avant tout les banques européennes qui ont été les instruments financiers de la mondialisation, en finançant les projets d'infrastructure et les flux commerciaux en dollars, par l'intermédiaire de leur position privilégiée sur le marché américain.

LA DOULEUR DU DOLLAR

On trouve ici le premier des facteurs qui conduisit à la crise et resta grippé lorsque celle-ci ne fut plus qu'un souvenir désagréable. Car à l'évidence l'argent n'a pas d'odeur et n'a pas de destination unique. On pouvait tout aussi bien participer à la folie de la titrisation débridée aux États-Unis et l'importer de-ci de-là en Europe puisque cela rapportait. Or, quand la crise américaine se déclencha, la fermeture naturelle du marché américain qui s'ensuivit mit les banques européennes en cure de sevrage express, ne trouvant plus les dollars nécessaires pour faire face aux engagements pris. Il fallut intervenir pour éviter qu'elles ne tombent, ce qui fut fait.

La finance mondiale ne s'en est pas encore relevée ou plutôt elle n'est pas revenue à l'équilibre d'avant. La mondialisation est passée de mode et la régionalisation est passée sur le devant de la scène. Régionalisation financière d'abord, puisque les banques européennes ont cessé de jouer les intermédiaires du financement en dollars du monde. Régionalisation commerciale ensuite, en raison de la multiplication des accords commerciaux bilatéraux et de la mise en sommeil de l'OMC, seulement utilisé comme organe de conciliation en cas de problème matrimonial sérieux entre partenaires commerciaux

désaccordés (par l'intermédiaire de l'organe de règlement des différends).

L'organisation par le secteur bancaire d'une ouverture commerciale et financière croissante s'est vue freinée, avec deux conséquences. Le retour des États en tant qu'architectes des relations commerciales de leurs secteurs privés, avec la floraison de banques publiques de développement (comme la BNDES brésilienne) qui damèrent le pion aux banques multilatérales de développement (dont la Banque Mondiale), malgré force augmentations de capital de ces dernières. Et il ne manqua pas que ces architectes nationaux décident de favoriser leurs entreprises.

L'HEURE DU CLOISONNEMENT

Le virage protectionniste était lancé. Il est aujourd'hui évident que ce virage a été pris avec l'objectif final, le nerf de la guerre, de renforcer pour chacun la part de la valeur d'un produit qui est ajoutée sur son territoire. La politique industrielle comme au bon vieux temps des plans quinquennaux. China 2025, les taxes du Brésil sur la production de ses propres entreprises, dès lors qu'elles intègrent trop de composants produits ailleurs, sont autant d'exemples de stratégies de cet ordre.

Et c'est précisément ce qui dérange l'administration américaine, comme en témoigne la renégociation de l'accord commercial avec le Mexique, qui a porté sur un rééquilibrage vers les États-Unis de la valeur ajoutée produite. C'est également le sous-jacent majeur de la brouille commerciale avec la Chine. Comment voir le déficit commercial bilatéral des États-Unis se réduire si la Chine ajoute encore des cordes à son arc ?

La résultante de toutes ces évolutions ? Un monde davantage fractionné, où les stratégies d'internationalisation sont perturbées. Deviennent-elles perdantes pour autant ? Pas obligatoirement, mais il faut retrouver des solutions que l'on employait il y a 20 ans et qu'on s'était empressés d'oublier depuis.

Quid si un marché émergent se referme après quelques années d'investissement ? C'est une question que toute entreprise préférerait ne pas avoir à se poser. 2018 nous l'a rappelée avec force, lorsque les sanctions sur l'Iran ont été remises en vigueur. Les crises des pays émergents qui se multiplient offrent un potentiel pour d'autres cas, avec à chaque fois à l'évidence un risque de nature différente, mais pour les entreprises toujours cette question lancinante de la mobilité ou non des capitaux (rapatriement des profits, financement du besoin de fonds de roulement, financement de l'investissement...).

22,3%

Poids maximal du crédit transfrontalier dans le crédit total atteint en juin 2007. Un ratio aujourd'hui revenu à sa valeur de fin 2000.

PAYS ÉMERGENTS D'AUTRES CRISES EN GESTATION ?

Stéphane Colliac

→ L'Argentine et la Turquie ont connu des dépréciations de leurs devises de près de 50% depuis le début de l'année, faisant craindre des récessions dans ces deux pays.

→ Cela rappelle les crises connues au Brésil et en Russie à partir de 2015. Cette suite d'évènements suscite la question suivante : peut-on s'attendre à d'autres crises ? La réponse est : oui.



QU'EST-CE QU'UNE CRISE DE PAYS ÉMERGENTS ?

Les cycles de l'économie mondiale sont ainsi faits que de longues périodes de croissance et de crises se succèdent. Le dernier cycle complet de crises a duré un peu moins d'une dizaine d'années et s'est étendu tout au long des années 90. Il a commencé par une récession américaine en 1991 et s'est prolongé par une crise européenne en 1993, puis par une litanie de crises dans les pays émergents du Mexique en 1994 à l'Argentine en 2002. Paradoxalement, c'est un peu la récession américaine de 2001 qui marqua la fin de ce cycle de crises, ouvrant à une période de croissance élevée dans la plupart des zones du monde dans les années 2000.

Pourquoi cet ordre des choses ? La croissance chinoise est forte, mais a été trop régulière jusqu'ici pour avoir eu le potentiel de déstabiliser celle de l'économie mondiale. L'économie américaine reste, qu'on le veuille ou non, le moteur principal des retournements de cycles. Si l'Europe suit toujours, en 1993 comme en 2011, c'est parce que cette zone reste souvent incapable d'adopter toutes les réponses nécessaires au nouvel environnement né de la crise américaine. La crise de 2008 a entraîné une raréfaction des financements internationaux, provoquant la crise de 2011 dans les pays européens aux déficits extérieurs les plus élevés.

Et viennent les crises des pays émergents. Et elles sont à répétition. D'où viennent-elles ? Elles sont la réunion de causes extérieures et internes. Les causes extérieures peuvent être de deux ordres, soit l'accroissement des taux d'intérêt, soit la baisse du cours des matières premières. Elles rencontrent souvent un déséquilibre dans l'économie qui va tomber en crise, souvent un déficit extérieur ou budgétaire conséquent, qui devient plus diffi-

cile à financer dès lors que les taux d'intérêt s'accroissent ou que les prix des matières premières diminuent.

C'est pour cela que le Mexique est tombé, peu après le resserrement monétaire américain de 1994, ou que la Russie n'a pas résisté à l'effondrement du cours du pétrole en 1998. Un même cocktail a engendré des crises au Brésil et en Russie en 2015 et 2016, après que la banque centrale américaine ait annoncé qu'elle allait arrêter de faire croître la taille de son bilan (tapering) et que le prix du pétrole se soit effondré. Il semble que nous entrions dans une 2ème phase de crise cette année, avec probablement quatre hausses de taux d'intérêt mises en œuvre cette année par la banque centrale américaine. Cette fois, c'est l'Argentine et la Turquie qui sont touchées, avec un impact qui est largement aggravé par des erreurs manifestes de politique économique.

LES ERREURS À NE PAS COMMETTRE

Lorsque la politique monétaire d'un pays se resserre, cela restreint la liquidité dont bénéficie son économie. Mais lorsqu'il s'agit des États-Unis, c'est la liquidité de l'ensemble du monde qui diminue. Dans ce cadre, les déficits qui étaient aisément financés auparavant le sont plus difficilement et à un taux d'intérêt plus élevé. Il est donc important de ne pas attirer l'attention par un déficit extérieur et une inflation trop conséquents. Et lorsque les nuages commencent à s'amonceler, il

24%

Inflation en Turquie
au mois de septembre 2018



importe d'adopter des mesures correctrices et d'éviter de s'entêter dans une lutte perdue d'avance contre ceux qui parient sur la dépréciation d'une devise. Lorsqu'on observe l'Argentine et la Turquie, c'est tout le contraire qui a été fait. Ces deux pays ont vu leur déficit extérieur s'accroître ces dernières années. Et lorsque les taux longs américains ont fortement augmenté en février dernier, les banques centrales de ces deux pays ont décidé de dépenser des réserves de change pour lutter contre la dépréciation de leur devise, mais n'ont pas relevé leur taux d'intérêt assez vite pour restaurer la confiance. Il a fallu attendre le mois de septembre pour que la Turquie décide de relever son taux directeur de plus de 600 points de base. L'avenir dira si c'est suffisant.

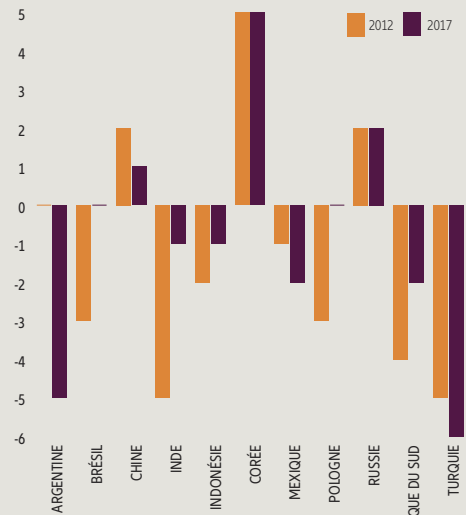
La leçon à tirer? Les pays émergents ne sont pas collectivement en crise, en témoigne l'Asie qui croît toujours à 5% par an et donne peu de signes d'un décrochage brutal. Mais certains pays sont en crise et d'autres peuvent très bien suivre. Car s'ils commettent les mêmes erreurs, ils subiront les mêmes conséquences. Dire lesquels relève aujourd'hui de la boule de cristal. Ce qui importe c'est d'observer attentivement à l'avenir les endroits où l'ensemble de causes internes et externes qui ont conduit à des crises se trouveront à nouveau réunis.

LE RISQUE DE L'HÉTÉRODOXIE

Bien évidemment, lorsqu'un pays connaît une crise, il y a un risque que son gouvernement commence à

GRAPHIQUE 2: PAYS ÉMERGENTS, SOLDE COURANT

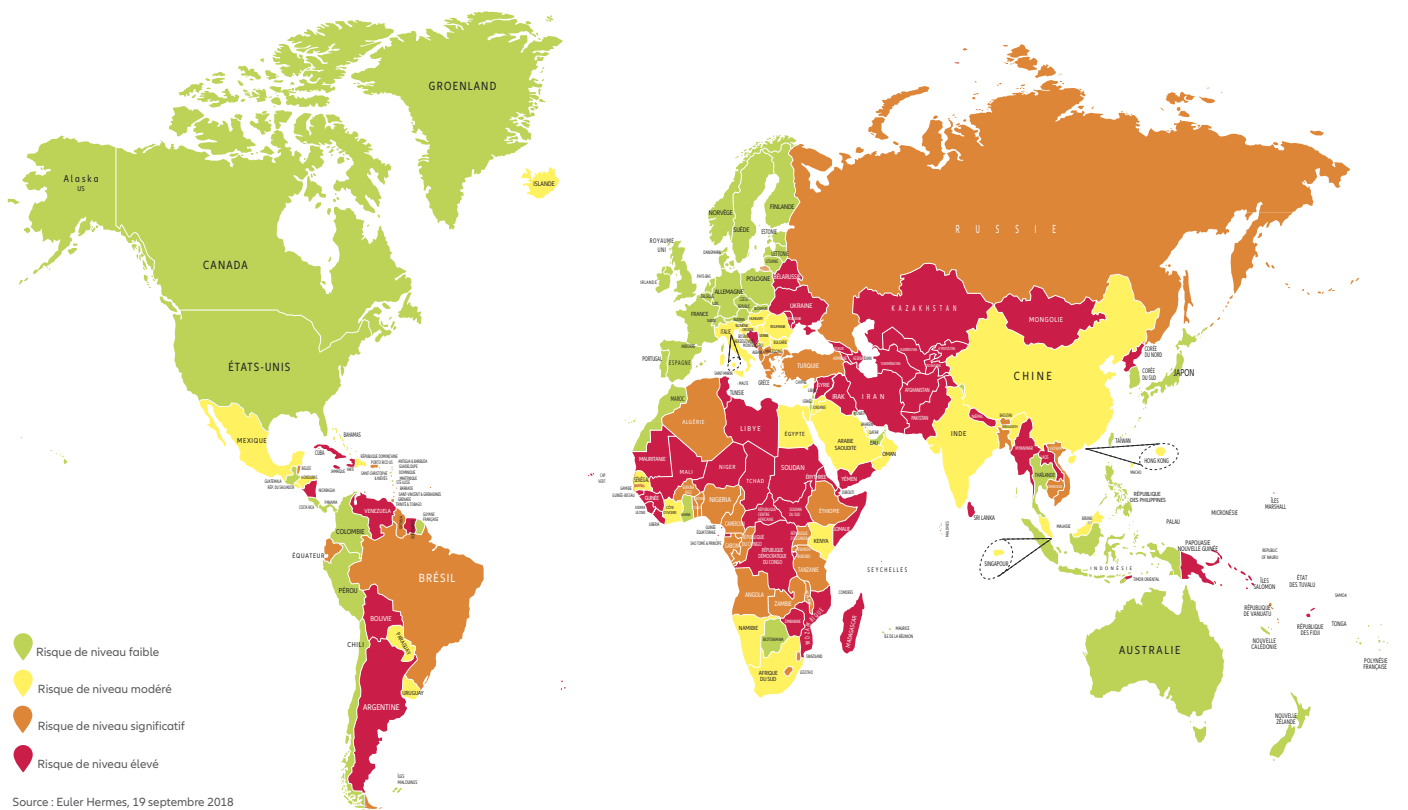
(en % du PIB)



Source: Euler Hermes

rejeter les règles de marché. Pêle-mêle, le financement de la dette publique par la banque centrale, les contrôles de capitaux, le protectionnisme peuvent être des réponses choisies. Ce risque d'hétérodoxie est d'autant plus fort que les institutions d'un pays sont faibles, car cela veut dire que les progrès effectués sont fragiles et réversibles. C'est pour cela que, in fine, le risque sera toujours plus fort pour les pays les plus pauvres, et dont les régimes politiques sont le plus susceptibles d'être remis en cause. L'Afrique, l'Amérique Latine, l'Europe émergente et l'Asie se sont enrichies durant les 20 dernières années, mais ce progrès a été asymétrique et chacune de ces zones comporte toujours des maillons faibles, que l'on peut hiérarchiser selon notre carte des risques pays.

GRAPHIQUE 3 : NOTATIONS PAYS





SUIVEZ-NOUS

www.eulerhermes.fr/etude-economique

www.linkedin.com/company/euler-hermes-france

www.twitter.com/eulerhermesFR

LES MINUTES DE L'ÉCO

www.eulerhermes.fr/minute-eco

APPLICATION MOBILE

www.eulerhermes.fr/appli-eco

BLOG

blog.eulerhermes.fr

MON ESPACE EH

www.monespaceEH.fr

RDV sur votre site d'informations dédié pour gérer de manière proactive votre contrat et tout savoir de l'actualité métier, produit et économique d'Euler Hermes.

Pour vous abonner à votre web newsletter mensuelle, envoyez-nous un email à :

ehfrancecommunication@eulerhermes.com

LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group

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 d'Euler Hermes Group.

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 d'Euler Hermes Group 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



Avec Ecofolio
tous les papiers
se recyclent.