

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

BAROMÈTRE RISQUES PAYS & SECTORIELS - T2 2022



Par les économistes du Groupe Coface, en collaboration avec l'Institut français des relations internationales (IFRI)

Une récession pour éviter la stagflation ? L'économie mondiale à la croisée des chemins

Q quatre mois après le début des hostilités en Ukraine, de premiers enseignements peuvent être tirés : le conflit, parti pour durer, a d'ores et déjà bouleversé les équilibres géoéconomiques mondiaux, provoquant de nouveaux mouvements tectoniques dont les répercussions restent pour l'heure peu évidentes à discerner et circonscrire – a fortiori à quantifier. A court terme, la guerre exacerbe les tensions sur un système productif déjà fortement mis à mal par deux ans de pandémie, et renforce le risque d'atterrissage brutal de l'économie mondiale : alors que celle-ci semblait surtout sous la menace stagflationniste il y a quelques semaines, le changement de ton des principales banques centrales, confrontées à une accélération continue de l'inflation, a fait ressurgir le spectre d'une récession – en particulier dans les économies avancées.

Si la très forte volatilité observée en mars/avril a laissé place à une relative stabilisation des prix des matières premières, ceux-ci restent très élevés notamment pour l'alimentaire et l'énergie, et le resteront probablement tant que la croissance économique mondiale n'aura pas ralenti significativement. Les marges de manœuvre côté offre sont en effet extrêmement limitées, alors que s'accumulent les mesures de restrictions aux exportations de produits alimentaires et que les sanctions occidentales (et les contre-sanctions russes) ciblent désormais l'ensemble des approvisionnements énergétiques. Une transmission continue, ou accrue, de la hausse des prix des intrants aux prix des biens et services, encore embryonnaire dans certains pays/secteurs, paraît donc inévitable, alors même que les pressions salariales vont s'intensifier. Autrement dit, le risque de stagflation a considérablement augmenté. Les premiers signes en sont d'ores et déjà perceptibles.

C'est ainsi que la BCE a progressivement durci son discours, enjoignant le pas à la Réserve Fédérale américaine et à la Banque d'Angleterre, allant même jusqu'à pré-annoncer ses futures hausses de taux d'ici la fin de l'année. A l'instar des autres grandes banques centrales (Banque du Japon exceptée), la BCE n'a en effet d'autre choix, dans le strict cadre de son mandat, que celui de monter significativement sa garde, quitte à provoquer un ralentissement brutal de l'activité et raviver les craintes d'une nouvelle crise souveraine européenne. Des craintes qu'elle s'est d'ailleurs immédiatement empressée de (vouloir) dissiper en réaffirmant son intention d'éviter toute fragmentation excessive des marchés financiers.

Rien de tel néanmoins dans notre scénario central selon lequel l'activité devrait progressivement ralentir, entraînant dans son sillage les prix à la consommation. Si un atterrissage en douceur de l'économie mondiale est toujours possible, il paraît toutefois nettement plus à risque qu'en début d'année : le chemin de crête permettant d'éviter à la fois récession et stagflation est de plus en plus étroit et la nécessité de déclencher la première pour éviter la seconde de plus en plus grande. Le prix à payer, en cas d'échec, sera d'autant plus élevé que le *policy mix* sera devenu particulièrement illisible et déstabilisant, entre austérité monétaire et compensation budgétaire. Il est ainsi à craindre qu'à vouloir éviter l'une au prix de l'autre, nous ayons finalement les deux.

Dans cet environnement pour le moins complexe, nous avons procédé à la révision à la baisse de l'évaluation de 19 pays, dont 16 en Europe – Allemagne, France, Royaume-Uni et Espagne notamment – et à seulement 2 révisions à la hausse qui concernent le Brésil et l'Angola. Au niveau sectoriel, les 76 révisions d'évaluations à la baisse ce trimestre (contre 9 révisions à la hausse) mettent en lumière la diffusion progressive de ces chocs sur l'ensemble des secteurs, aussi bien ceux intensifs en énergie (pétrochimie, métallurgie, papier, ...) que ceux plus directement liés au cycle de crédit (construction). Alors que l'horizon continue de s'obscurcir, les risques sont baissiers et aucun scénario ne peut totalement être écarté.

RETROUVEZ TOUTES LES AUTRES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE :

<http://www.coface.com/fr/etudes-economiques>



Introduction, par l'IFRI : Le retour de la guerre et la polarisation croissante des relations internationales

Alors que la guerre en Ukraine s'inscrit désormais dans la durée, tout comme ses effets sur les équilibres stratégiques et sur les échanges internationaux, un autre théâtre de crise suscite de sérieuses préoccupations : le détroit de Taïwan. Washington renforce ses relations avec l'île, tandis que son soutien militaire en cas d'offensive chinoise ne fait plus guère de doute. Pékin, quant à lui, maintient la pression et réaffirme avec force sa détermination à répondre à toute provocation et à combattre militairement les velléités d'indépendance, « quel qu'en soit le prix ». La guerre en Ukraine et les tensions autour de Taïwan accentuent la ligne de fracture idéologique entre démocraties et autocraties, et accélèrent le découplage technologique entre ces deux pôles.

En Russie, l'économie fait preuve d'une certaine résilience au vu de la sévérité des sanctions. Non seulement ces dernières ont peu de chance d'être levées ou assouplies, mais elles n'ont probablement pas atteint leur summum. L'armée russe, qui s'est révélée fort désorganisée et a essuyé de nombreux revers au début du conflit, parvient à gagner du terrain face à des forces ukrainiennes qui dépendent désormais entièrement des livraisons d'armes occidentales. Dans l'état du rapport de force après quatre mois de conflit, tout processus de paix apparaît hors de portée à court terme. Progressivement et en dépit de lourdes pertes, la Russie continuera de s'emparer de territoires, où elle organisera des référendums sur l'indépendance. L'objectif de long terme est de transformer l'Ukraine en Etat failli, et *in fine* soumettre Kiev.

Aux Etats-Unis, le retour d'une forte inflation grève l'avenir de l'administration Biden, qui pourrait perdre les deux chambres du Congrès lors des élections du 8 novembre. Cela ne devrait néanmoins pas bouleverser la politique étrangère du Président américain, qui repose sur un solide consensus bipartisan. La guerre en Ukraine permet en outre un renforcement de l'OTAN et des relations transatlantiques plus largement. L'administration

Biden démontre qu'elle ne se détourne pas pour autant de sa stratégie Indopacifique ni de sa volonté d'endiguer la Chine, notamment en consolidant son réseau d'alliances dans la région (QUAD, AUKUS) et en cherchant à entraver le développement des technologies chinoises et leur déploiement dans le monde.

Pour la Chine, la guerre en Ukraine fait certes peser une forte incertitude sur l'ordre international et le commerce, mais elle demeure secondaire comparée aux actuels défis intérieurs autrement plus urgents. Les nouveaux confinements draconiens à partir de mars ont frappé de plein fouet l'économie dans un contexte politique extrêmement sensible, à quelques mois du 20^{ème} Congrès du Parti communiste à l'automne, qui doit voir reconduire Xi Jinping pour un troisième mandat. L'avenir politique de Xi ne devrait pas être menacé, toutefois, la montée des tensions sociales (liées à la politique « Zéro-COVID » et à la détérioration des perspectives économiques), ainsi que la volatilité du contexte international et la rivalité avec les Etats-Unis, pourraient aggraver la tendance de radicalisation du pouvoir et son imprévisibilité.

Le ralentissement de l'activité se précise

Le risque de stagflation – régime de croissance faible conjuguée à une forte inflation – évoqué dans nos deux précédents Focus (mars¹ et mai² 2022) semble se matérialiser : l'économie mondiale plie mais ne rompt pas (encore), tandis que l'inflation continue, pour sa part, d'augmenter.

Les chiffres de croissance au premier trimestre ont ainsi été publiés en-deçà des attentes dans la plupart des économies développées. Pour le deuxième trimestre consécutif, le PIB de la zone euro n'a que très faiblement progressé (+0,3 % T/T, après +2,2 % au T2 et au T3), avec notamment un recul de -0,2 % en France – économie qui avait pourtant, jusqu'à présent, le mieux récupéré des effets de la pandémie. En cause, une baisse substantielle de la consommation des ménages, dans un contexte de recul du pouvoir d'achat

1 Coface Focus: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict: Stagflation ahead. 7 mars 2022.
URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Russia-Ukraine-conflict-Stagflation-ahead>

2 Coface Focus: War in Ukraine: many (big) losers, few (real) winners. 3 mai 2022.
URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/War-in-Ukraine-Many-big-losers-few-real-winners>

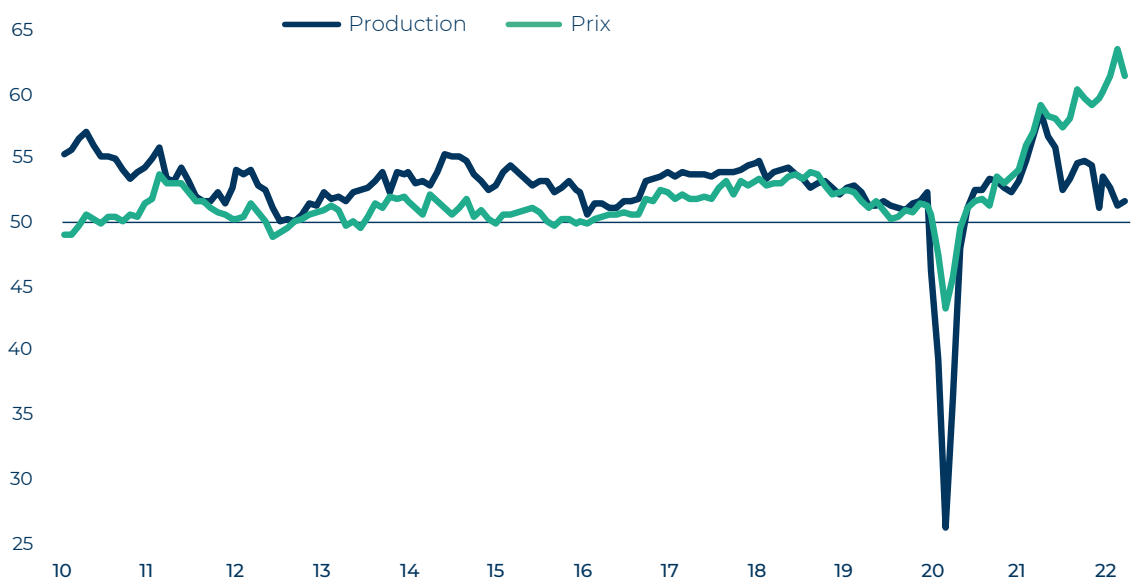
lié à l'accélération de l'inflation, désormais au plus haut depuis plusieurs décennies. Malgré la bonne tenue des dépenses des ménages, l'activité a également reculé aux Etats-Unis (-1,5 % T/T en rythme annualisé), pénalisée par le commerce extérieur et les difficultés éprouvées par le secteur productif pour reconstituer ses stocks dans un contexte de fortes perturbations des chaînes de valeur.

Ces chiffres de croissance sont d'autant plus préoccupants que les conséquences économiques de la guerre en Ukraine, notamment l'envolée des cours des matières premières (gaz, pétrole, charbon, métaux, céréales et engrais), commençaient à peine à se faire sentir, après deux premiers mois de l'année marqués par le rebond de l'activité post-Omicron. Par ailleurs, si la vague de COVID-19 en Chine semble désormais sous contrôle, ses répercussions continueront de se faire sentir au cours des prochaines semaines, dans la mesure où les restrictions mises en place entre mi-mars et fin mai dans de nombreux poumons économiques, comme Shanghai ou Shenzhen, ont entraîné une nouvelle aggravation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Quoi qu'il en soit, la détermination des autorités chinoises à appliquer leur politique « zéro-COVID » continuera de faire planer la menace de nouveaux confinements dans les prochains mois – incitant les firmes à (sur)stocker et, ce faisant, entretenant les goulots d'étranglement. Compte tenu de la forte accélération de l'inflation aux quatre coins du globe, de la dégradation des anticipations des agents et du resserrement accéléré des conditions financières mondiales, les données d'activité au deuxième trimestre ne s'annoncent pas bien meilleures dans les économies avancées, et nettement moins favorables dans les économies émergentes.

S'il est sans doute un peu tôt pour entériner que l'économie mondiale est entrée dans un régime de stagflation – qui se caractérise par une période *prolongée* de faible croissance de l'activité et de forte inflation – les signaux des derniers mois abondent largement dans ce sens. Par-delà les données dures, les données d'enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat (PMI) indiquent un découplage inédit des perspectives des prix et d'activité au cours des prochains mois (**Graphique 1**).

Graphique 1 :
PMI Composite mondial – Perspectives de production et de prix (supérieur/inférieur à 50 = hausse/recul)



Sources : S&P Global, Refinitiv Datastream, Coface



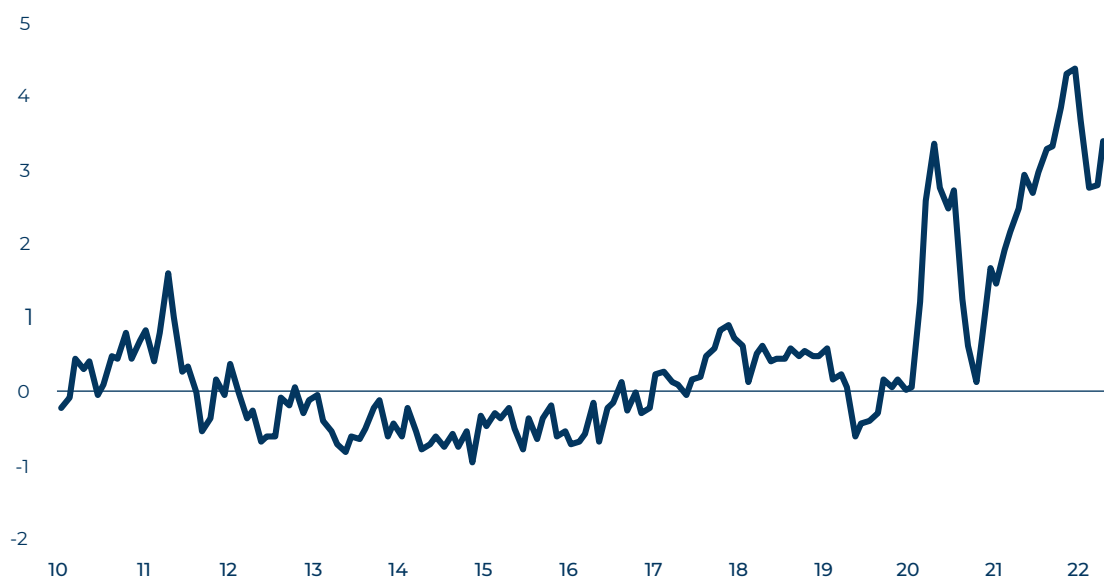
Le nombre élevé de déclassements d'évaluations sectorielles ce trimestre (76), met en lumière la détérioration de l'environnement économique (**voir p. 11 le tableau des évaluations sectorielles**). La guerre en Ukraine est un coup supplémentaire porté aux chaînes de valeur, déjà mises sous tension par les perturbations associées à la pandémie de COVID-19 depuis désormais deux ans (**Graphique 2**). Malgré une légère amélioration, ces tensions restent historiquement élevées. De plus, les données des enquêtes PMI par secteur illustrent bien qu'elles concernent un très large éventail d'industries (**Graphique 3**).

Les tensions sur les prix des matières premières s'installent

Si les prix des matières premières se sont relativement stabilisés au cours des dernières semaines, après une volatilité extrême en mars et en avril, ils restent à des niveaux très élevés, à l'exception des métaux, pour lesquels la demande était fortement retombée pendant la vague de COVID-19 en Chine, mais qui devrait repartir à la hausse si les restrictions sanitaires y sont significativement/durablement assouplies. En dépit du ralentissement de la demande chinoise, le prix du baril de pétrole n'est, lui, jamais

repassé en-dessous de 98 USD depuis le début de la guerre, tant les craintes sur un potentiel déficit d'offre sur le marché sont restées importantes. Ces craintes ont été attisées par la confirmation, après des semaines de négociations, d'un embargo de l'Union Européenne sur le pétrole russe acheminé par voie maritime (**Encadré 1**). L'annonce par la coalition OPEP+³, trois jours plus tard, d'une augmentation de sa production plus rapide que prévu n'a pas dissipé ces tensions, laissant le baril de pétrole autour de 120 USD. Le groupe a en effet annoncé qu'il augmenterait sa production de 648,000 barils par jour en juillet et en août (soit 50 % de plus que prévu). Néanmoins, la nouvelle n'a apporté aucun soulagement aux prix du pétrole, car l'augmentation de l'objectif a été répartie entre tous les membres de l'OPEP+, dont beaucoup ont peu de marge de manœuvre pour augmenter leur production, à commencer par... la Russie. De plus, cet accord signifie que les capacités de production disponibles (*spare capacities*) seront réduites à des niveaux faibles. Aussi, en dépit des hausses de production prévues hors coalition OPEP+ (Etats-Unis, Brésil, Canada, Guyana...), et même si la demande ralentit dans les prochains mois, les tensions sur l'offre devraient maintenir les prix à des niveaux élevés.

Graphique 2 :
Indice des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (normalisé)



Sources : Réserve fédérale de New York, Refinitiv Datastream, Coface

3 Organisation des Pays Exporteurs de Pétrole et 10 alliés (dont la Russie)

Graphique 3 :
Indice PMI mondial dans certains secteurs clés, délais de livraison



Sources : S&P Global, Refinitiv Datastream, Coface

Encadré 1 :

L'EUROPE AU RÉVÉLATEUR DE LA CRISE DE L'ÉNERGIE, PAR L'IFRI

L'Europe glisse désormais d'une situation de multiples crises des prix des énergies vers des tensions physiques accrues sur les approvisionnements en pétrole, gaz et métaux. La Russie s'est engagée dans un bras de fer sur la résilience militaire, sociétale et économique avec l'Europe et pense pouvoir l'emporter à l'usure. Pour les Européens, les prix élevés vont s'enraciner dans la durée, le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises sont affaiblis et les prochains mois seront encore plus durs. Le brutal découplage avec la Russie est irréversible.

Les solutions sont doubles et doivent rester cohérentes : à court terme, diversifier les approvisionnements dans l'urgence, réduire la demande et opérer des transferts sociaux ciblés ; à moyen terme, accélérer la transition énergétique et mobiliser les technologies bas carbone, seul véritable atout des Européens. Pour l'instant, l'Union européenne (UE) est la championne des ambitions (Loi Climat, paquet Fit for 55, RePowerEU : rehaussement des objectifs d'énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique, de l'hydrogène, de la mobilité propre, de la fiscalité du carbone...). Mais les financements sont limités, les approches se fragmentent, le repli national et l'allègement des contraintes gagnent du terrain, la stratégie industrielle a ses limites, le marché de l'électricité doit être ajusté, aucun des grands Etats membres ne peut se prévaloir du moindre leadership et certains outils de la transition (ETS, nucléaire) sont remis en cause. Si cette mobilisation échoue, l'UE risque de perdre une partie de ses industries énérgo-intensives et d'importer des technologies dont elle a besoin, en plus du GNL et du pétrole, sachant que les coûts de l'accélération montent en flèche. Et *in fine*, de s'affaiblir dangereusement. Les prochains mois seront décisifs, alors que le troisième anniversaire du Green Deal approche.

Ce contexte sera favorable aux exportateurs de matières premières, et plus particulièrement de pétrole. Les deux seuls reclassements auxquels procède Coface concernent ainsi le Brésil et l'Angola. De plus, plus de la moitié des 9 reclassements sectoriels opérés ce trimestre concerne les secteurs de l'énergie de pays producteurs (Etats-Unis, Canada, Brésil, Arabie saoudite, Emirats arabes unis).

A l'inverse, les secteurs de l'énergie dans les pays où les entreprises sont situées en aval dans la chaîne de production, essentiellement en Europe, ont été déclassés. De même, les industries dont la chaîne de valeur nécessite beaucoup d'énergie dans leurs processus de production représentent le plus grand nombre de déclassés ce trimestre. Il s'agit, en particulier, des secteurs du papier, de la chimie



et de la métallurgie ainsi que de l'agroalimentaire. Ce dernier est l'un des secteurs qui compte le plus grand nombre de dégradations ce trimestre, et presque toutes les régions du monde sont touchées. En plus d'être un secteur intensif en énergie, il est également fortement touché par les conséquences de la guerre en Ukraine⁴ sur la sécurité alimentaire.

Compte tenu des fortes incertitudes actuelles, de nombreux gouvernements, craignant pour la sécurité alimentaire de leur population, ont mis en place des mesures protectionnistes. Ceci s'est par exemple matérialisé par la décision prise par l'Inde, deuxième producteur mondial de blé, d'interdire l'exportation de tous les types de blé le 13 mai 2022, alors que la récolte a été touchée par une vague de chaleur inhabituelle. S'y ajoutent des restrictions sur les exportations de sucre, dont l'Inde est le deuxième producteur mondial (après le Brésil) et l'un des principaux exportateurs (7 millions de tonnes de sucre au cours de l'exercice 2021-22). L'Inde n'est pas un cas isolé : la Chine, la Turquie, l'Argentine, l'Indonésie, la Malaisie ou encore le Kazakhstan ont également mis en place des restrictions sur l'exportation de certains produits alimentaires afin d'assurer un approvisionnement adéquat de leur propre population. Néanmoins, la prolifération de ce type de décisions est de nature à alimenter les tensions sur les prix des denrées alimentaires et, donc, les risques pour la sécurité alimentaire mondiale.

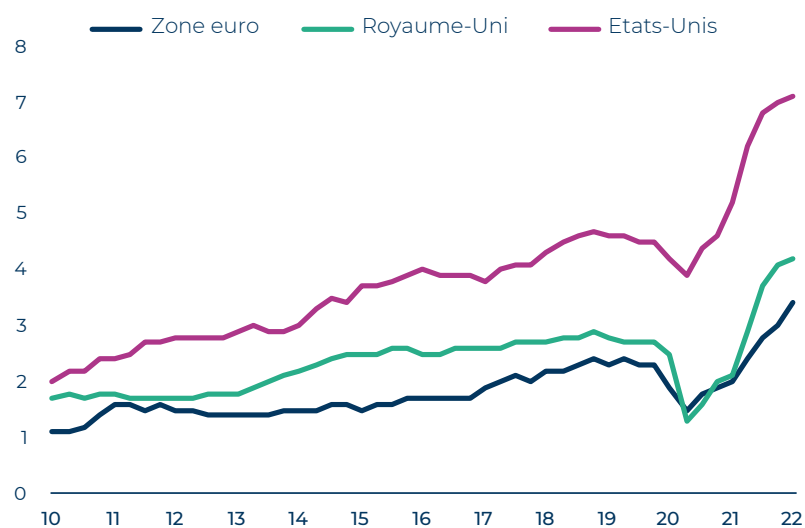
Dans cet environnement de prix des matières premières durablement élevés, il est probable que les entreprises, qui n'avaient pas totalement transféré la hausse de leurs coûts de production dans leurs prix de vente, continuent de le faire. Ainsi, même si les cours des matières premières se stabilisaient – scénario loin d'être acquis dans le contexte actuel –, les niveaux actuels continueraient de nourrir la hausse des prix à la consommation au cours des prochains mois, notamment dans les secteurs ayant un grand pouvoir de fixation des prix. C'est le cas notamment du secteur pharmaceutique, composé d'un petit nombre de sociétés qui dominent le marché à travers le monde. De surcroît, les médicaments restent des biens vitaux, dont la demande est relativement inélastique au prix. Déjà identifié et anticipé comme étant l'un des plus résilients, il est le seul disposant d'évaluations à « risque faible » dans notre baromètre sectoriel ce trimestre (région Asie-Pacifique et Europe).

Enfin, le caractère durable des pressions inflationnistes sera déterminé par de potentiels effets de second tour, où l'inflation entraîne des revalorisations salariales qui elles-mêmes nourrissent une augmentation des coûts pour les entreprises et, *in fine*, une nouvelle augmentation des prix. La probabilité d'un tel scénario est d'autant plus importante que les marchés du travail sont en tension dans de nombreux pays, avec des taux d'emplois vacants records au Royaume-Uni, en zone euro et, surtout, aux Etats-Unis (**Graphique 4**), où le salaire horaire moyen est en progression de +5,2 % sur un an. Néanmoins, la tendance des trois derniers mois indique une modération des hausses de salaires, malgré une inflation au plus haut depuis 40 ans, suggérant que la boucle prix-salaires ne s'est pas (encore ?) installée.

Les banques centrales les deux pieds sur le frein

Face à un risque de plus en plus élevé de désancrage des anticipations d'inflation, les banques centrales sont contraintes de réagir et de resserrer leur politique monétaire, notamment en remontant leurs taux directeurs. Si la Banque d'Angleterre (BoE) a été la première à agir en décembre dernier, la banque centrale américaine (Fed) a prévenu d'un resserrement

Graphique 4 :
Taux d'emplois vacants



Sources : Refinitiv Datastream, Coface

⁴ Coface Focus: Medium and long-term knock-on effects of the war in Europe on global sectors trends: will there be resilient sectors? 12 mai 2022.

URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Medium-and-long-term-knock-on-effects-of-the-war-in-Europe-on-global-sectors-trends-will-there-be-resilient-sectors>

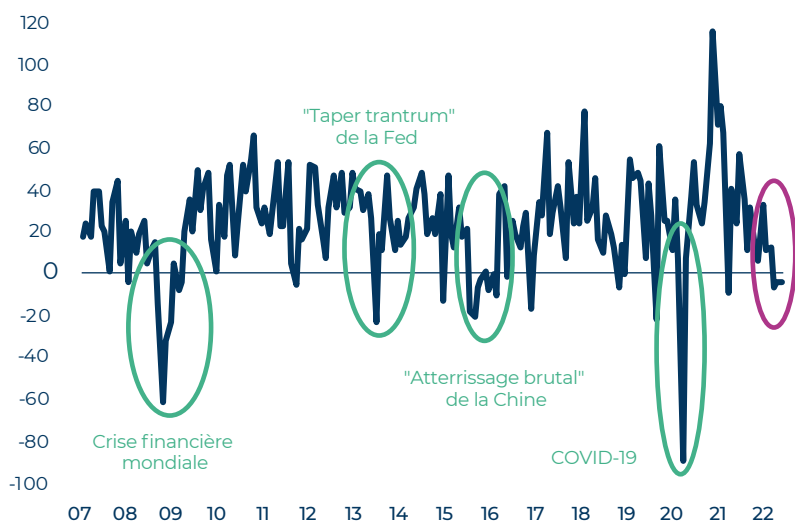
particulièrement agressif et rapide à venir, entraînant, comme toujours dans ces cas-là, des fuites de capitaux dans les pays émergents (**Graphique 5**) et une appréciation du dollar vis-à-vis de l'essentiel des autres monnaies (**Graphique 6**). Depuis mars, la Fed a remonté son taux directeur de 150 points de base (pb), avec notamment une hausse de 75 pb le 15 juin, la plus importante depuis quasiment trois décennies. Une nouvelle hausse d'au moins 50 pb semble

assurée lors de sa réunion de politique monétaire de juillet, ce qui confirmerait le rythme de resserrement le plus rapide depuis le milieu des années 1990. La Fed a également lancé, le 1^{er} juin 2022, le processus de réduction de son bilan dont la taille a doublé avec les programmes d'achats d'actifs mis en place pour répondre à la COVID-19.

Afin de limiter les fuites de capitaux, quasiment toutes les banques centrales émergentes ont procédé à des hausses de taux en mai et en juin, allant de 50 pb au Mexique à 200 pb en Egypte. En Amérique latine, les autorités monétaires de l'Argentine (+200 pb), du Chili (+200 pb) et du Brésil (+150 pb) ont ainsi poursuivi leurs resserrements monétaires. En Inde, la banque centrale a augmenté son taux de 90 pb. En Afrique, les deux plus grandes économies, le Nigeria (+150 pb) et l'Afrique du Sud (+50 pb), ont également remonté leurs taux d'intérêt. En Europe, en dehors de la zone euro, la Pologne et la Hongrie ont respectivement procédé à des hausses de 150 et 50 pb.

Dans ce panorama, trois économies émergentes ont mené au cours des dernières semaines des politiques monétaires à contre-courant. D'une part, le rouble ayant plus que corrigé son effondrement initial, la banque centrale de Russie a fortement rabaisé son taux directeur pour le ramener de 20 % à 9,5 %, après l'avoir plus que doublé au moment de l'invasion et des premières sanctions occidentales. Pour sa part, la Turquie a laissé sa politique monétaire extrêmement accommodante inchangée depuis le début de l'année, en dépit d'une inflation galopante ayant atteint 73,5 % en mai (contre 36 % en décembre 2021). Enfin, les autorités monétaires chinoises ont conservé la plupart de leurs taux de référence inchangés au cours des derniers mois, et même abaissé le 19 mai dernier le taux servant de référence pour les prêts hypothécaires (*loan prime rate (LPR)* à cinq ans), afin de soutenir la croissance. Les restrictions liées à la pandémie ayant fortement affecté l'activité tout au long du deuxième trimestre, les autorités ont également prolongé et accru les mesures de soutien budgétaire fin mai, afin de se rapprocher de l'objectif officiel de croissance de 5,5 % en 2022, qui semble cependant hors d'atteinte.

Graphique 5 :
Flux nets d'investissements de portefeuille vers 36 pays émergents (en milliards USD)



Sources : IFI, Coface

Graphique 6 :
Taux de change effectif nominal du dollar US (DXY)



Sources : Refinitiv Datastream, Coface



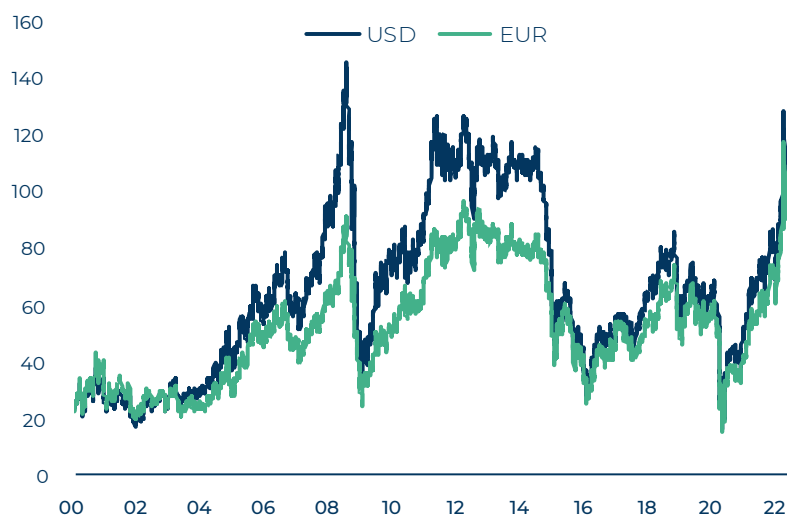
Par ailleurs, dans la mesure où la grande majorité des matières premières sont libellées en dollars, l'appréciation de la monnaie américaine accroît encore un peu plus la facture pour les pays importateurs de matières premières. C'est notamment le cas pour les pays de la zone euro, qui font face à une inflation importée exacerbée par un euro particulièrement faible, portant le prix du baril de Brent à plus de 110 EUR, soit près de 30 % au-dessus des niveaux observés lors des précédents épisodes de flambée des cours du pétrole en 2008 et 2012 (**Graphique 7**). Libellé en livre britannique, la hausse dépasse même les 30 % par rapport au pic de 2008.

Les nuages s'accumulent pour 2023

L'environnement économique et financier se détériorant rapidement, Coface a procédé au déclassement de l'évaluation de 16 pays sur le continent européen, dont toutes les principales économies – à l'exception de l'Italie, déjà évaluée en A4, soit le niveau de risque le plus élevé en Europe de l'Ouest.

Dans un environnement marqué par le durcissement des conditions de crédit, le secteur de la construction apparaît comme l'un des plus vulnérables. Aussi, il est concerné par un grand nombre de déclassements, particulièrement dans la région Europe centrale et orientale mais également en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord. Dans l'ensemble des régions du monde, il est désormais considéré en « risque élevé » ou « très élevé ». La hausse des coûts d'emprunt devrait se ressentir sur le marché immobilier et, à terme, les activités de construction. Cela commence à s'observer aux États-Unis où les ventes de logement déclinent rapidement. Après la très forte reprise enregistrée au cours des deux dernières années, la hausse des taux sur les prêts hypothécaires (+200 pb depuis le début de l'année) et des prix du logement (+20 % en glissement annuel) refroidissent la demande. Aux États-Unis, comme dans le reste du monde, le secteur doit également faire face à la hausse des coûts des intrants, à commencer par ceux du bois d'œuvre, toujours très élevés.

Graphique 7 :
Prix du baril de pétrole Brent en dollars US et en euros

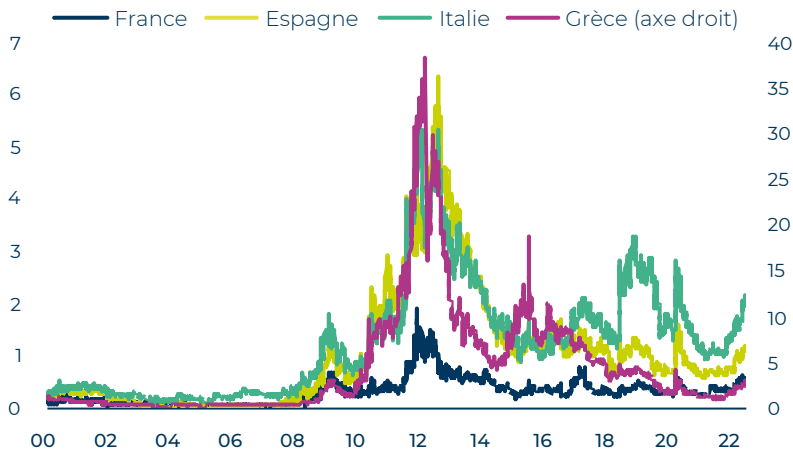


Sources : Refinitiv Datastream, Coface

Dans ce contexte d'inflation élevée, les banques centrales des pays avancés n'ont d'autre solution que de resserrer également fortement leur politique monétaire, si bien que la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait finalement remonter son taux de dépôt en juillet puis en septembre, pour le porter à 0,25 % (contre -0,5 % actuellement). La Banque d'Angleterre, de son côté, a annoncé qu'elle continuerait de normaliser sa politique monétaire malgré la probabilité explicitement évoquée d'une récession au cours des prochains trimestres. En Suède, en Norvège, en Corée du Sud, en Australie, en Nouvelle-Zélande, au Canada ou encore en Israël, les autorités monétaires procèdent également à des resserrements monétaires.

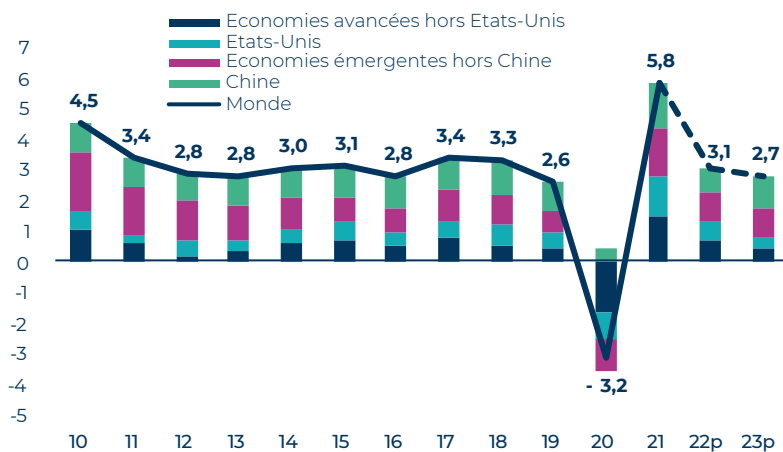
Si la plupart des gouvernements ont rapidement mis en place, au cours des derniers mois, des mesures de soutien aux ménages et, dans une moindre mesure, aux entreprises, le maintien de déficits publics élevés soulève d'ores et déjà, dans un environnement de hausse des taux, la question de la soutenabilité des finances publiques de certains États. Notamment en zone euro, où se conjugueront les effets de l'arrêt des achats nets d'obligations par la BCE et le début de la remontée des taux. Avant même la matérialisation de ce changement d'orientation de politique monétaire, cette simple perspective a entraîné une hausse des taux d'emprunts pour tous les pays de la zone et, surtout, un accroissement des écarts de taux (*spread*) entre celui bénéficiant des conditions de financement les plus favorables, l'Allemagne, et les autres. Signe que le mécanisme de discrimination de la part des marchés a déjà commencé à se

Graphique 8 :
Ecart de taux vis-à-vis du taux d'emprunt de l'Allemagne (%)



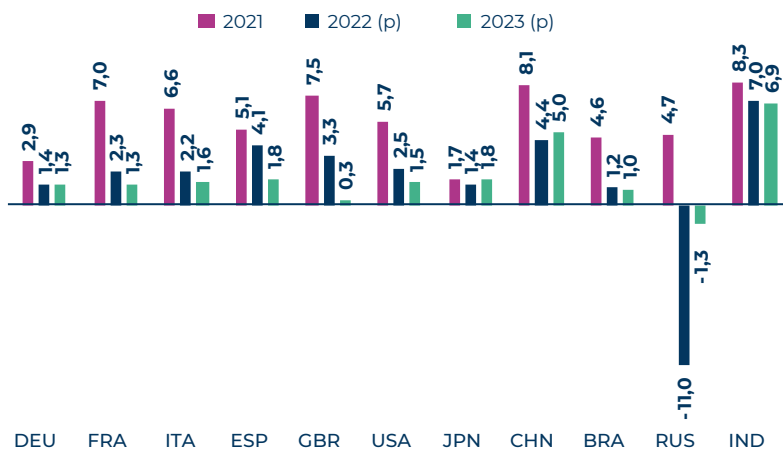
Sources : Refinitiv Datastream, Coface

Graphique 9 :
Croissance du PIB mondial (moyenne annuelle, %)



Sources : FMI, Instituts statistiques nationaux, Refinitiv Datastream, prévisions Coface

Graphique 10 :
Croissance du PIB (pays sélectionnés, moyenne annuelle, %)



Sources : FMI, Instituts statistiques nationaux, Refinitiv Datastream, prévisions Coface

mettre en place, comme habituellement dans les périodes de crise où l'aversion au risque est plus importante, les spreads de l'Italie et de la Grèce, pays les plus endettés de la zone euro, ont progressé bien plus rapidement que ceux des autres membres (**Graphique 8**).

Afin d'apaiser ces tensions, la BCE a annoncé qu'elle n'hésiterait pas à réorienter ses investissements arrivant à échéance vers les obligations des pays en difficulté pour faire redescendre leurs taux d'emprunt si cela venait à s'avérer nécessaire, et qu'elle travaillait sur un nouvel outil « anti-fragmentation ». Toutefois, malgré les efforts des autorités pour réaliser un atterrissage en douceur, dans une économie mondiale où les risques s'amoncellent, aucun scénario ne peut être écarté – même si la situation n'est plus la même qu'il y a dix ans (rééquilibrage des comptes extérieurs notamment).

Notre scénario central suggère, à horizon 18 mois, un sensible ralentissement de l'activité, permettant à l'inflation de ralentir très (trop ?) progressivement. Nos prévisions de croissance sont particulièrement médiocres dans les pays avancés (**Graphiques 9 et 10**) à l'exception de 2020, année de la récession liée à la pandémie, ils enregistreraient leur plus faible taux de croissance en 10 ans. Les risques baissiers sur l'économie mondiale sont nombreux, tandis que le risque haussier sur l'inflation demeure. Afin de juguler l'inflation, les banques centrales semblent aujourd'hui tentées d'agir jusqu'à pousser l'économie en récession, qu'elles espèrent plus clémentes que dans le cas où les prix continueraient de dérapier, les contraignant à procéder à un choc monétaire plus violent ultérieurement. Le risque, qu'on ne peut écartier, serait celui d'un recul de la demande et du maintien d'une inflation élevée, en raison de cours des matières premières qui peineraient à s'assagir du fait d'une insuffisance chronique de l'offre. Ce d'autant que de nombreux gouvernements ont annoncé qu'ils continueraient de subventionner les dépenses d'énergie (via des baisses de taxes ou des rabais), contrariant l'ajustement de la demande.

Changements d'évaluations risques pays



PAYS		Ancienne évaluation		Nouvelle évaluation
ANGOLA		D	↗	C
BRÉSIL		C	↗	B
ALLEMAGNE		A2	↘	A3
AUTRICHE		A2	↘	A3
BELGIQUE		A2	↘	A3
ESPAGNE		A2	↘	A3
ESTONIE		A2	↘	A3
FRANCE		A2	↘	A3
HONGRIE		A3	↘	A4
IRLANDE		A3	↘	A4
KAZAKHSTAN		B	↘	C
LETTONIE		A3	↘	A4
LITUANIE		A3	↘	A4
OUZBÉKISTAN		B	↘	C
POLOGNE		A3	↘	A4
PORTUGAL		A2	↘	A3
REP. TCHÈQUE		A3	↘	A4
ROYAUME-UNI		A3	↘	A4
RWANDA		A4	↘	B
SERBIE		B	↘	C
SLOVAQUIE		A3	↘	A4

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

Changements d'évaluations risques sectoriels

(T2 2022)

ÉVALUATION DES RISQUES SECTORIELS DES RÉGIONS

	Asie-Pacifique	Europe centrale et de l'Est	Amérique latine	M. Orient & Turquie	Amérique du nord	Europe de l'Ouest
Agroalimentaire	▲	▲	▲ ↓	▲	▲	▲ ↓
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲ ↓
Construction	▲	▲ ↓	▲	▲	▲ ↓	▲ ↓
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲ ↑	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Métallurgie	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲ ↓
Papier	▲	▲	▲	▲	▲	▲ ↓
Pharmaceutique	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲ ↑	▲	▲ ↓
Textile-Habillement	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲ ↓
Bois	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲

* Technologies de l'information et de la communication
Source : Coface

RÉGION ASIE-PACIFIQUE

	Asie-Pacifique	Australie	Chine	Inde	Japon	Corée du Sud
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲	▲ ↓
Construction	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Métallurgie	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmaceutique	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Textile-Habillement	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲	▲

* 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 EUROPE CENTRALE ET DE L'EST

	Europe centrale et de l'Est	Tchéquie	Pologne	Roumanie
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲
Automobile	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲
Construction	▲ ↓ ▲	▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲
Énergie	▲	▲	▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲
Métallurgie	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲
Papier	▲	▲	▲	▲
Pharmaceutique	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲	▲
Textile-Habillement	▲	▲	▲	▲
Transport	▲ ↓ ▲	▲	▲ ↓ ▲	▲
Bois	▲ ↓ ▲	▲	▲ ↓ ▲	▲

* Technologies de l'information et de la communication
Source : Coface

RÉGION AMÉRIQUE LATINE

	Amérique latine	Argentine	Brésil	Chili	Mexique
Agroalimentaire	▲ ↓ ▲	▲	▲	▲	▲ ↓ ▲
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲ ↑ ▲	▲ ↓ ▲	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲
Métallurgie	▲	▲	▲	▲	▲
Papier	▲	▲	▲	▲	▲
Pharmaceutique	▲	▲	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲ ↓ ▲	▲ ↓ ▲	▲
Textile-Habillement	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲

* 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 M. ORIENT & TURQUIE

	M. Orient & Turquie	Israël	Arabie saoudite	Turquie	Émirats Arabes Unis
Agroalimentaire	▲	▲	▲	▲	▲↓▲
Automobile	▲	▲	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲	▲↓▲	▲
Construction	▲	▲	▲	▲	▲
Énergie	▲	▲	▲↑▲	▲	▲↑▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲
Métallurgie	▲	▲	▲	▲↓▲	▲
Papier	▲	▲	▲↑▲	▲↓▲	▲↑▲
Pharmaceutique	▲	▲↑▲	▲	▲	▲
Distribution	▲↑▲	▲	▲↑▲	▲	▲
Textile-Habillement	▲	▲	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲	▲	▲

* Technologies de l'information et de la communication
Source : Coface

RÉGION AMÉRIQUE DU NORD

	Amérique du nord	Canada	États-Unis
Agroalimentaire	▲	▲	▲
Automobile	▲	▲	▲
Chimie	▲	▲	▲
Construction	▲↓▲	▲↓▲	▲↓▲
Énergie	▲↑▲	▲↑▲	▲↑▲
TIC*	▲	▲	▲
Métallurgie	▲	▲	▲
Papier	▲	▲↓▲	▲
Pharmaceutique	▲	▲	▲
Distribution	▲	▲	▲
Textile-Habillement	▲	▲	▲
Transport	▲	▲	▲
Bois	▲	▲	▲

* 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 EUROPE DE L'OUEST

	Europe de l'Ouest	Autriche	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas (les)	Espagne	Suisse	Royaume-Uni
Agroalimentaire	↓	↓	↓	↓	↓		↓	↓	↓
Automobile									
Chimie	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓
Construction	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓		↓
Énergie		↓	↓				↓		
TIC*					↑				
Métallurgie	↓	↓	↓	↓			↓	↓	↓
Papier	↓		↓		↓		↓		
Pharmaceutique	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Distribution	↓		↓		↓	↓	↓		
Textile-Habillement									
Transport	↓			↓					
Bois							↓		↓

* Technologies de l'information et de la communication
Source : Coface

AUTRES PAYS

RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES

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

	Russie	Afrique du Sud
Agroalimentaire		
Automobile	↓	
Chimie	↓	↓
Construction	↓	
Énergie		
TIC*	↓	
Métallurgie	↓	↓
Papier	↓	
Pharmaceutique	↑	
Distribution	↓	
Textile-Habillement		
Transport	↓	
Bois	↓	

* Technologies de l'information et de la communication
Source : Coface



Décryptage de
L'ÉCONOMIE MONDIALE
2^e trimestre 2022

coface
FOR TRADE

Retrouvez toutes nos publications
sur www.coface.com

Suivez-nous sur  

162 PAYS PASSÉS À LA LOUPE

UNE MÉTHODOLOGIE UNIQUE

- Une expertise macroéconomique en matière d'appréciation des risques pays
- L'appréhension de l'environnement des affaires
- Les données microéconomiques à travers 70 ans d'expérience en matière de paiement

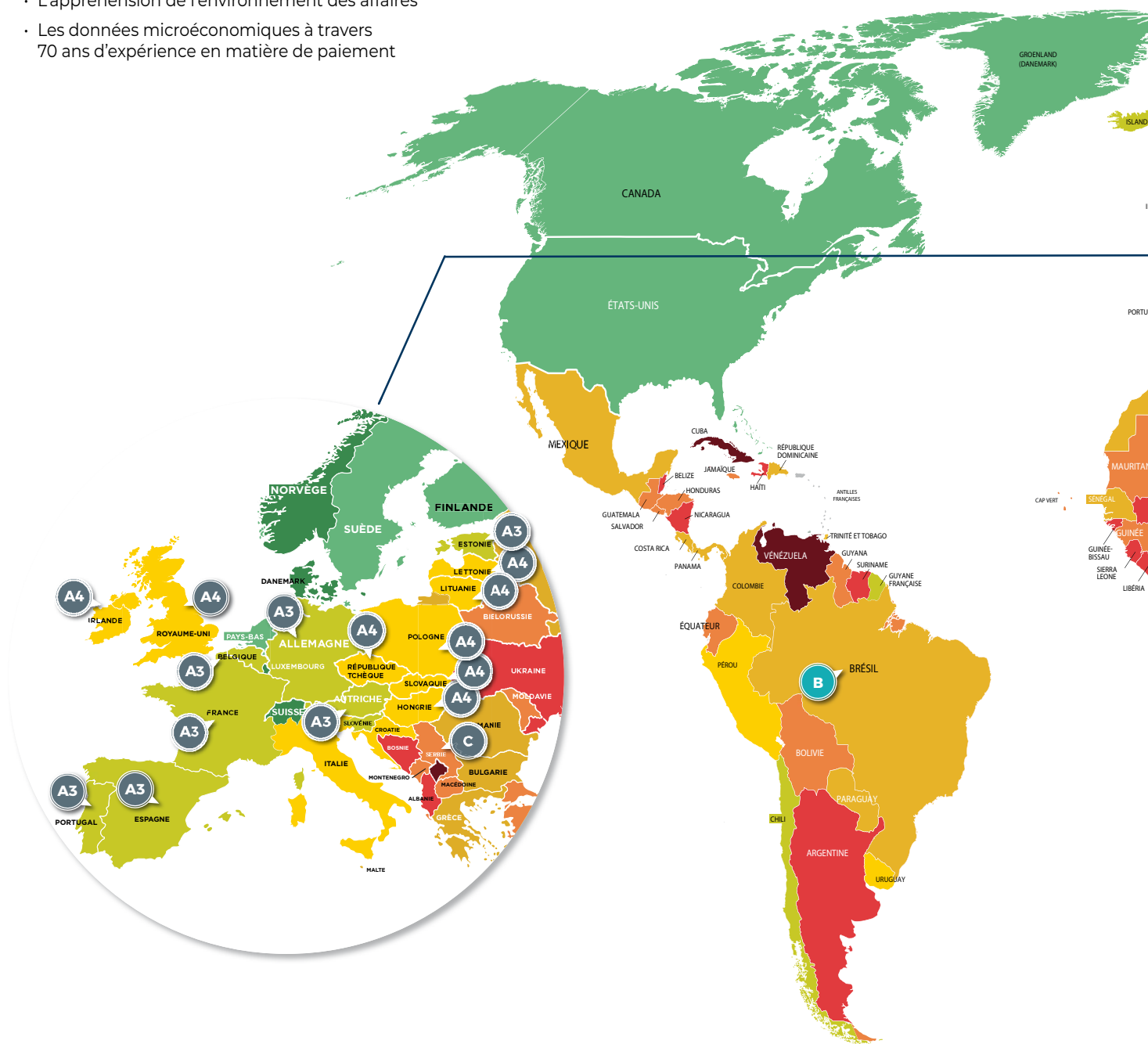
RISQUE D'IMPAYÉS DES ENTREPRISES



AMÉLIORATIONS



DÉGRADATIONS



ÉVALUATIONS PAYS

A1

A2

A3

A4

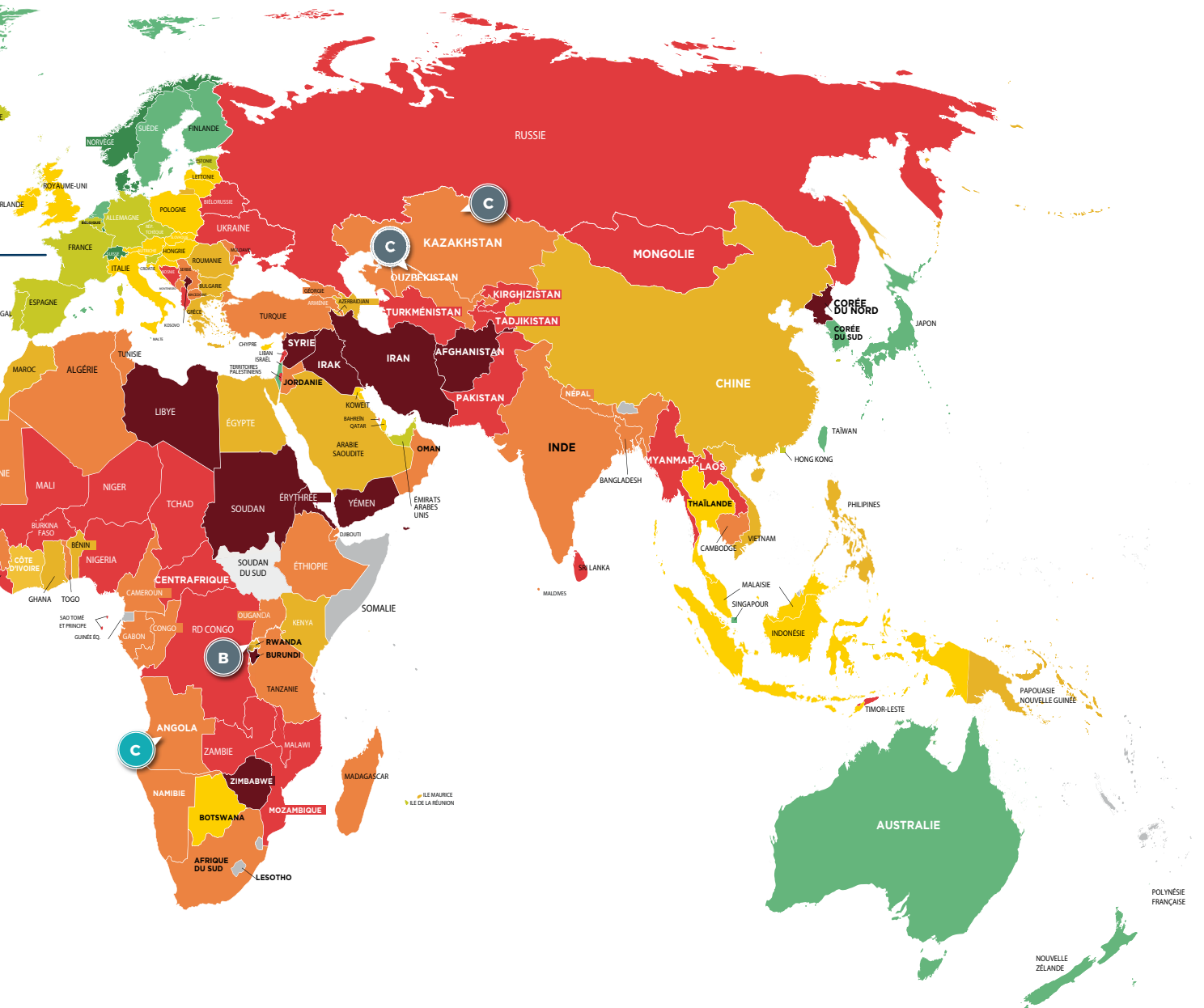
B

C

D

E

TRÈS FAIBLE PEU ÉLEVÉ SATISFAISANT CONVENABLE ASSEZ ÉLEVÉ ÉLEVÉ TRÈS ÉLEVÉ EXTRÊME



ÉVALUATIONS DU RISQUE SECTORIEL

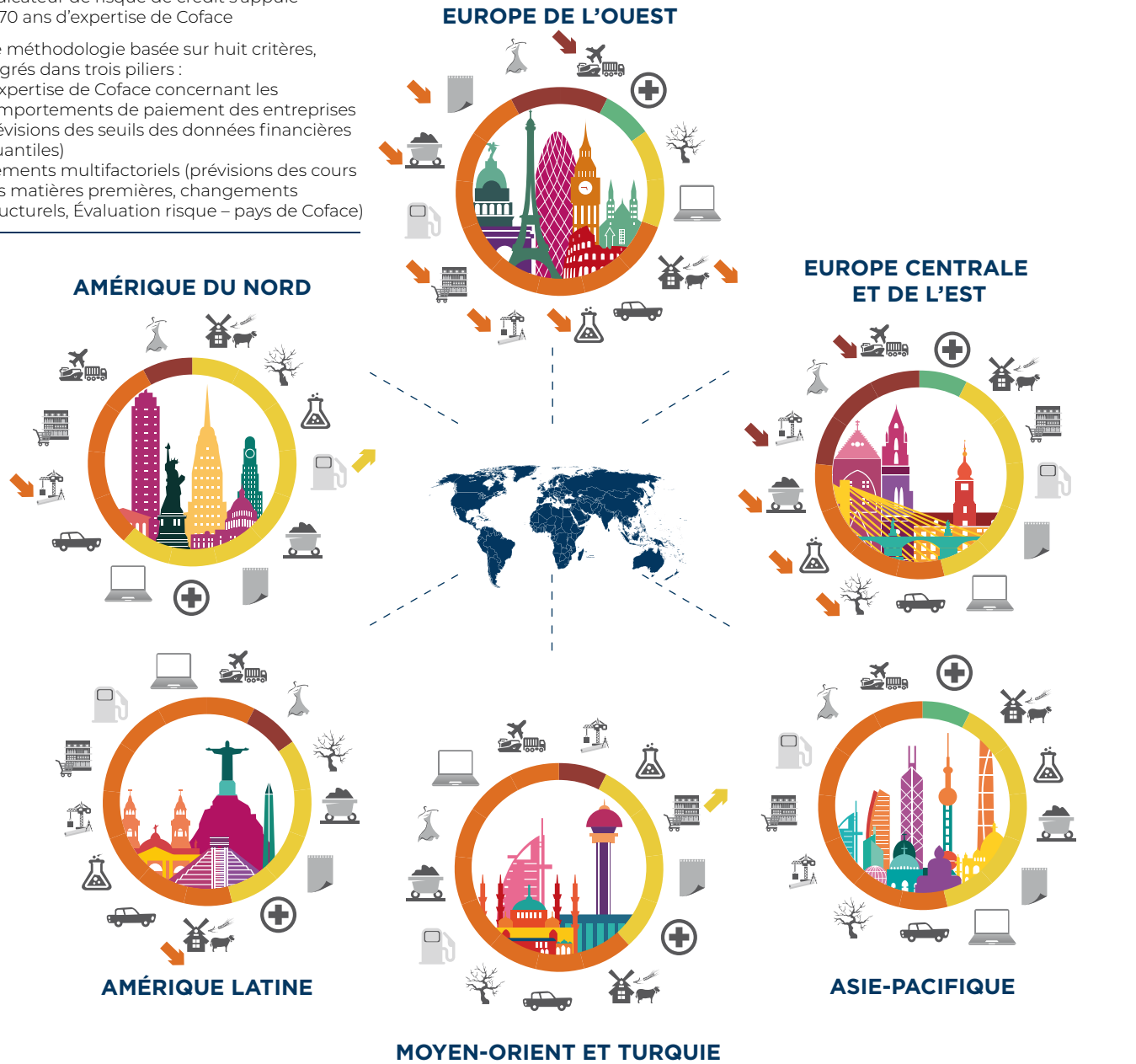
2^e trimestre 2022

13 SECTEURS MAJEURS ÉVALUÉS À L'ÉCHELLE MONDIALE

L'indicateur de risque de crédit s'appuie sur 70 ans d'expertise de Coface

Une méthodologie basée sur huit critères, intégrés dans trois piliers :

- L'expertise de Coface concernant les comportements de paiement des entreprises
- Prévisions des seuils des données financières (quantiles)
- Éléments multifactoriels (prévisions des cours des matières premières, changements structurels, Évaluation risque – pays de Coface)



agroalimentaire



distribution



textile-habillement



automobile



énergie



TIC*



bois



métallurgie



transports



chimie



papier



construction



pharmacie

* Technologies de l'Information et de la Communication



Amélioration
du risque



Détérioration
du risque

risque
très élevé

risque
faible

risque
élevé

risque
moyen

LES ÉCONOMISTES DU GROUPE COFACE

Jean-Christophe Caffet,
Économiste en chef
Paris, France

Sarah N'Sondé
Responsable des analyses
sectorielles
Paris, France

Bruno De Moura Fernandes
Responsable
de la recherche
macroéconomique
Madrid, Espagne

Ruben Nizard
Responsable analyse
du risque politique
Économiste,
Amérique du Nord
Toronto, Canada

Bernard Aw
Économiste Asie-Pacifique
Singapour

Christiane von Berg
Économiste,
Europe du Nord
et Belgique
Mayence, Allemagne

Dominique Fruchter
Économiste,
Afrique
Paris, France

Erwan Madelénat
Économiste Sectoriel
et Data Scientist
Paris, France

Grzegorz Siewiczyk
Économiste,
Europe centrale et de l'Est
Varsovie, Pologne

Khalid Aït-Yahia
Économiste Sectoriel
et Statisticien
Paris, France

Simon Lacoume
Économiste Sectoriel
Paris, France

Aroni Chaudhuri
Économiste Afrique
et Coordinateur
Paris, France

Marcos Carias
Économiste,
Europe du Sud
Paris, France

Patricia Krause
Économiste,
Amérique latine
São Paulo, Brésil

Seltem Iyigun
Économiste,
Moyen-Orient & Turquie
Istanbul, Turquie

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 publie ce document de bonne foi et sur la base d'une obligation de moyens (étant entendu de moyens commerciaux raisonnables) quant à l'exactitude, l'exhaustivité et la réalité des données. Coface ne pourra être tenu responsable de tout dommage (direct ou indirect) ou perte en tout genre, subis par le lecteur et découlant de l'utilisation par le lecteur des informations, analyses et opinions. Le lecteur est ainsi seul responsable des décisions et conséquences des décisions qu'il prend sur la base du 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, de reproduire le présent paragraphe 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 web de Coface : <http://www.coface.fr/Home/Informations-generales/Mentions-legales>.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

coface
FOR TRADE