

conjoncture mondiale qui s'annonce morose : la croissance mondiale ne devrait pas dépasser 1 % cette année (0,9 % anticipé par Coface), soit 3,1 points de moins qu'en 2008 ! « Le choc d'activité est plus fort qu'en 2001, et comparable à celui provoqué en 1991 et 1992 par la crise américaine », diagnostique le chef économiste de Coface. La progression du commerce mondial devrait, elle, s'établir à un peu plus de 4 % selon Euler Hermes, c'est-à-dire 3 points de moins qu'en 2008.

EH a dégradé les notes de 16 pays en 2008 (contre seulement 4 en 2007) et n'a procédé à aucune amélioration de note. Coface a, de son côté, récemment déclassé ou mis en surveillance négative 20 pays,

**Euler Hermes a dégradé les notes de 16 pays et Coface 20 pour 2 reclassés**

industrialisés et émergents, pour deux reclassés (Pologne, de A3+ à A3 et Albanie, de D+ à D). Ce sont des appréciations de risque à très court terme, trois mois tout au plus. De nouvelles dégradations ne sont pas à exclure. Toutefois, la généralisation des plans de relance dans les pays industrialisés (l'Allemagne vient d'en lancer un de 50 milliards d'euros) est ressentie comme un élément crucial pour éviter le pire, à savoir une période de récession-déflation longue, comme en a connu le Japon dans les années 1990. « Ces plans de relance sont un élément fondamental, juge Yves Zlotowski, surtout qu'ils s'attaquent à la racine du mal : les banques. »

« Nous ne voyons pas la fin de la crise de crédit avant le qua-

trième trimestre 2009 », pronostique-t-il. Le temps pour les entreprises de s'adapter au nouveau contexte, les plus solides survivant, les autres disparaissant.

EH, qui ne voit pas non plus le bout du tunnel avant fin 2009, s'attend, à cet égard, à une montée en flèche des faillites d'entreprises dans le monde en 2009 : son indice global des défaillances est attendu à 116 cette année, en hausse de 24 points (92 en 2008), tiré par la montée des faillites dans les grands pays industrialisés.

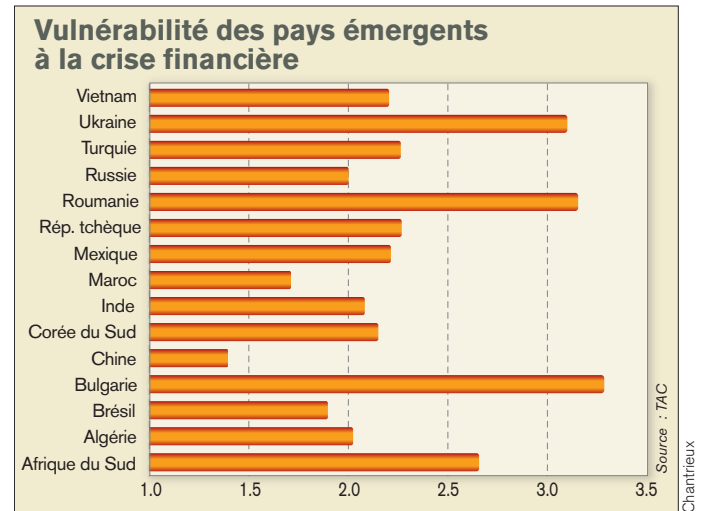
La progression des faillites sera forte aux États-Unis (+ 39 points, pour un indice prévu à 115) et dans la zone euro (+ 17 points, à 126), mais aussi au Japon (+ 7 points).

Les pays émergents, où les statistiques de défaillances sont moins disponibles, ne seront pas épargnés : la progression du nombre de faillite est prévue à deux chiffres en Chine (+ 10 %), Singapour, ou au Brésil (+ 25 %). EH table même sur une progression des défaillances d'entreprises à trois chiffres à Hong Kong (+ 103 %), touché par la chute des exportations.

Quels que soient les canaux par lesquels la crise déclenchée aux États-Unis s'est propagée dans le monde – celui du crédit ou celui du ralentissement de la demande mondiale –, elle n'épargne plus aucun pays. Ce qui impose, pour tous les exportateurs, la nécessité d'être particulièrement vigilants dans la gestion des risques de paiement. ■

*Christine Gilguy, avec Marine Aubonnet*

# Les risques et opportunités



L'indice varie de 1 (faible vulnérabilité) à 4 (vulnérabilité extrême).

Pour la troisième année consécutive, le cabinet d'économiste TAC (Thierry Apoteker Consultant) nous livre en exclusivité son analyse des pays à fort potentiel et à risques. Il y a ceux où il faut maintenir une politique d'approche à long terme. Et ceux où il vaut mieux réduire la voilure et revenir à une stratégie plus opportuniste. Entre les deux, de nombreux pays restent attractifs malgré la crise. À condition d'y mener des projets dont la rentabilité restera suffisante pour couvrir les coûts du risque.

L'année 2008 a été marquée par un choc économique et financier d'ampleur et de violence inédite, en provenance du cœur du système financier mondial et constituant un choc exogène exceptionnel pour les pays en développement. Dans ce cadre, les entreprises ayant engagé un développement international en dehors de la zone euro, en particulier celles de taille moyenne ou petite, sont confrontées à des interrogations majeures et à des choix de stratégie complexes.

On peut essayer d'éclairer ces problématiques à partir de trois réflexions :

- 1) tout d'abord, le passage de l'euphorie excessive à la panique est un mauvais conseiller ;
- 2) ensuite, il faut rappeler que les pays émergents continueront d'avoir une croissance de leurs économies et marchés nettement plus rapide que les pays plus développés ;
- 3) dans ces conditions, la qualité de l'approche des pays, l'intégration des éléments de « potentiel » et de « risque » devient cruciale.

**1 LE PASSAGE DE L'EUPHORIE EXCESSIVE**

**À LA PANIQUE EST UN MAUVAIS CONSEILLER**

Depuis la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers en septembre 2008, les difficultés financières et macroéconomiques des États-Unis et de la zone euro se sont très brutalement aggravées. Les tensions majeures sur les marchés de liquidité entre banques ont conduit à un ta-

# tés 2009 pour les entreprises selon TAC

rissement indiscriminé de la distribution de crédit, à une chute massive de la demande et à un effondrement de la confiance.

Jusqu'à l'été 2008, de nombreux observateurs pensaient

qui extrapolait les tendances sans mesurer les risques de retournement – rappelons-nous ce que nous disions dans ces mêmes colonnes il y a un an sur les prix du pétrole (*voir encadré page suivante*). Cette phase eu-

> d'une part, les plans massifs de soutien publics tant à l'activité et à la demande qu'au secteur bancaire dans les grands pays industrialisés vont finir par compenser la pression baissière sur la demande impliqué par le retour à des structures financières plus saines;

> d'autre part, plusieurs pays émergents ont eux-mêmes mis en place des mesures de soutien de la demande et de l'activité;

> enfin, comme on l'évoque plus loin, les situations respectives des différents pays émergents sont suffisamment différentes pour invalider une vision « globale » excessivement pessimiste sur ces pays.

La perception des opérateurs

actifs sur les pays émergents est donc passée de l'illusion du « découplage » à celle du « surcouplage » ! Or, du point de vue d'une entreprise ayant développé une stratégie d'expansion internationale bien structurée, une politique de « stop and go » pourrait avoir des conséquences de moyen terme bien plus négatives qu'une approche certes prudente... mais plus continue et sans panique excessive.

## À + 5 % pour l'ensemble des pays émergents ou en développement, la progression du PIB restera très attractive

que les pays émergents avaient une capacité de croissance autonome suffisamment établie pour rester immunisés contre les turbulences affectant les pays développés. Mais cette thèse du « découplage » a volé en éclats depuis.

Il y a un an ou 18 mois subsistait une tendance « euphorique »

phorique avait conduit à une « sous-facturation » du risque pris dans les pays émergents, et conduisait donc à des choix plus risqués dans les stratégies internationales des entreprises. Symétriquement, la situation actuelle se caractérise par une panique tout aussi injustifiée que l'euphorie précédente :

## 2 LES PAYS ÉMERGENTS RESTENT DES PÔLES DE CROISSANCE PLUS RAPIDE

Dans cette approche continue mais prudente, il faut évidem-

# COMMUNIQUEZ POUR EXPORTER

## Exporter, c'est savoir se vendre

C'est pourquoi Amarena vous propose, en France, les outils de communication qui vous seront utiles là-bas.



Contact / Tél. : 01 45 26 66 79 ou [contact@amarena.fr](mailto:contact@amarena.fr)

## Prix du pétrole : ce que nous disait Thierry Apoteker il y a un an

Interrogé par *Le Moci*\* qui s'étonnait que les pays producteurs de pétroles soient plutôt mal situés en termes d'opportunité sur son graphique 2008, voici ce que répondait Thierry Apoteker :

« Nous pensons que les prix pétroliers sont actuellement dans une bulle spéculative qui n'est pas durable, surtout dans un contexte de ralentissement fort de l'économie américaine et de la plupart des économies des pays développés. Cela signifie que plusieurs de ces producteurs pétroliers - on peut citer les Émirats Arabes Unis, le Venezuela ou, dans une moindre mesure, l'Algérie - sont entrés dans une période excessivement... euphorique, avec à la clé des risques élevés de retournement de conjoncture, comme le montre notre graphique de risque.

Aujourd'hui, si on fait l'hypothèse toute simple que les prix du baril sont 20 à 25 dollars plus haut que ce que justifierait un équilibre réel de l'offre et de la demande, on peut s'attendre à ce que ces pays soient confrontés à des déconvenues assez fortes qui auront des répercussions négatives importantes sur leurs commandes et leurs achats extérieurs. Notre scénario, à cet égard, est un retour des prix du baril à la mi-2008 aux alentours de 70 dollars... »

\**Le Moci* n° 1810 du 24 janvier 2008.

### Sept pays restent à fort potentiel : Chine, Corée du Sud, Inde, Taïwan, Mexique, Brésil, Russie. Mais avec des coûts du risque différents

ment garder en tête que, vus dans leur ensemble, les pays émergents continueront d'avoir une croissance structurellement plus élevée que celle des pays développés. Même si cette croissance fléchit en 2009 et sans doute encore 2010, même si le rythme de progression du commerce mondial tendait vers zéro au cours de ces années, la demande en provenance des pays en développement restera en croissance positive.

Dans ses dernières projections, le FMI estime de fait que la divergence entre les rythmes de croissance des uns (les pays développés) et des autres (les pays en développement) sera sans doute une des plus im-

portantes de ces dernières années (graphique) : à + 5 % pour l'ensemble des pays émergents ou en développement, la progression du PIB restera très attractive, et d'autant plus que les pays développés seront alors en récession.

### 3 UNE APPROCHE STRUCTURÉE DES RISQUES ET DES OPPORTUNITÉS DEVIENT CRUCIALE

Les entreprises exportatrices ou investissant dans ces pays émergents sont aujourd'hui confrontées à des choix difficiles : comment gérer la montée inévitable des risques tout en maintenant une démarche

### Une politique de « stop and go » pourrait avoir des conséquences de moyen terme bien plus négatives qu'une approche certes prudente... mais plus continue

continue et de moyen terme ? Du point de vue d'un groupe d'analyse comme TAC, les réponses à ces questions difficiles doivent s'appuyer, pour partie, sur une approche à trois dimensions : l'identification des pays ayant, globalement, les potentiels de croissance les plus attractifs à moyen terme ; le calcul du coût du risque à moyen terme, c'est-à-dire le supplément de rentabilité que le risque « pays émergent » suggère, par rapport à ce que l'entreprise attend dans son marché ou pays d'origine ; enfin, l'examen attentif des « courroies de transmission » de la crise actuelle à ces pays émergents, pour améliorer le pilotage à court terme.

#### IDENTIFIER LES PAYS LES PLUS ATTRACTIFS ET CALCULER LE COÛT DU RISQUE

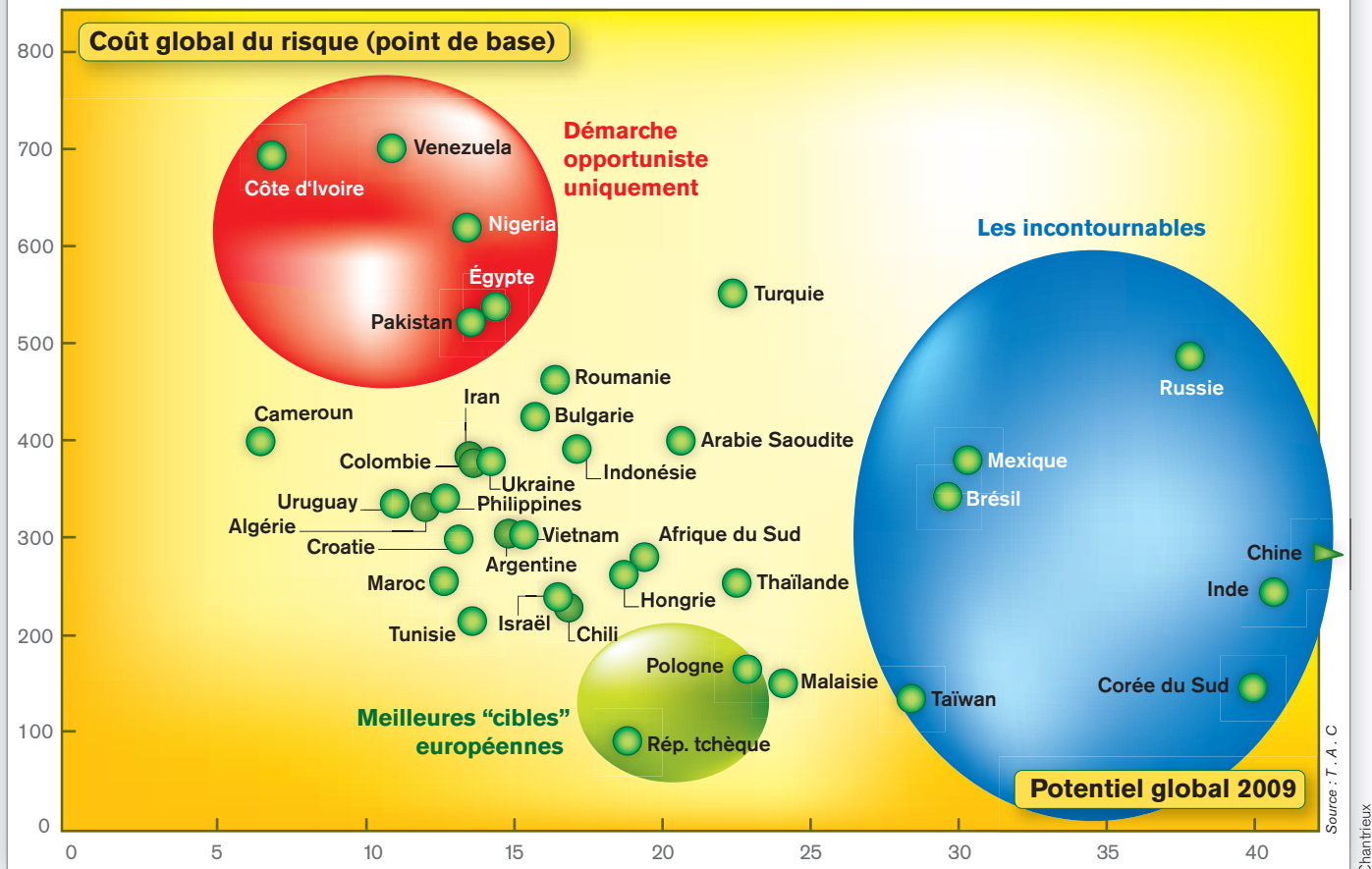
Le graphique page suivante représente, sur un ensemble de plus de 30 pays en développement, la combinaison du potentiel global d'affaires\* à moyen terme (axe horizontal) et du coût du risque (axe vertical). Ces deux résultats sont le produit d'un ensemble complexe de modèles quantitatifs. Pour le potentiel, ces modèles utilisent des variables couvrant la taille et la nature de la demande, la densité du tissu d'entreprise, les conditions réglementaires et juridiques d'opération dans le pays, etc. L'indicateur synthétique présenté dans le graphique est étalonné de 0 (potentiel le plus faible) à 100

(potentiel maximum). En ce qui concerne le coût du risque, les outils développés par TAC permettent à la fois de mesurer les risques économiques et financiers (risque de change, de conjoncture ou de paiements) et le risque politique (stabilité et efficacité gouvernementale), et de traduire ces éléments de risque en une « prime globale de risque pays », exprimée en points de base, et directement intégrable dans les calculs économiques et financiers de l'entreprise. La combinaison de ces indicateurs conduit à l'identification de groupes de pays :

> **sept pays** affichent un potentiel nettement plus important, dans l'ensemble des pays en développement, et aucune entreprise ne peut ignorer ce potentiel à moyen terme : Chine, Corée du Sud, Inde et Taïwan en Asie, Mexique et Brésil en Amérique latine, Russie. Comme le montre le graphique, la rentabilité attendue des opérations sur ces sept géants devrait être différente, pour compenser des degrés de risque de moyen terme très différents, sensiblement plus élevée en Russie, plus proche de ce que l'entreprise attend dans son marché d'origine pour la Corée du Sud ou Taïwan ;

> **à l'inverse**, la combinaison de risque et de potentiel pour des pays comme le Venezuela, le Nigeria ou la Côte d'Ivoire suggère, non pas de les ignorer, mais d'adopter là une stratégie plus « opportuniste » associée à des rentabilités plus substantielles.

## INDICATEURS SYNTHÉTIQUES DE POTENTIEL D'AFFAIRES ET DE RISQUE



### LES PAYS LES PLUS VULNÉRABLES DANS LES MOIS QUI VIENNENT

Cette analyse de moyen terme doit aujourd'hui être complétée par une réflexion sur la transmission de la crise financière internationale aux pays en développement, de façon à intégrer les risques de plus court terme dans les dispositifs opérationnels.

D'un point de vue conceptuel, cette transmission passe par trois canaux ou courroies différentes :

> une courroie commerciale, au travers de laquelle les pays en développement voient leurs exportations baisser du fait de la chute de la demande aux États-Unis et en Europe, ou enregistrent

des pertes de revenus du fait de la chute des cours des matières premières ;

> une courroie financière ou bancaire, au travers de laquelle les pays émergents n'ont plus d'accès, ou un accès plus difficile et coûteux, aux financements internationaux du fait des difficultés des banques occidentales et de l'aversion forte aux risques ;

> enfin, une courroie de marchés d'actifs, du fait des corrélations fortes, en période de

crise, entre les marchés (change, bourse, obligations...) des pays développés et ceux des pays en développement, corrélations qui induisent des retournements, des effets de pertes de richesse et des reculs de confiance dans ces pays.

Pour un échantillon plus restreint de pays, le graphique page 12 illustre le degré de cette « transmission » à partir d'un indice synthétique intégrant ces différents éléments ; cet indice varie de 1 (faible vul-

nérabilité à la crise financière) à 4 (vulnérabilité extrême), et un indice au-dessus de 2 suggère une transmission forte.

Les pays d'Europe centrale et orientale sont en première ligne, et des pays comme l'Afrique du Sud, le Mexique, la Corée ou l'Inde apparaissent comme vulnérables ; symétriquement, la Chine devrait avoir les moyens de résister à la crise internationale, comme certains pays du Maghreb ou d'Amérique latine (Brésil).

*Thierry Apoteker, directeur général, IAC*

**De nombreux pays en transition et émergents sont très vulnérables aux effets de la crise financière, dont un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale**

\* Il s'agit bien sûr d'une vision macroéconomique que chaque entreprise doit ajuster en fonction des produits et services proposés dans les pays émergents.