

Risques et opportunités 2012

Les clignotants au rouge en Europe

2012 sera une année de ralentissement économique généralisé, même si les pays émergents continueront à tirer la croissance économique mondiale. La zone euro est au centre des préoccupations. Tour d'horizon des indicateurs de croissance et de risques avec les dernières prévisions d'Euler Hermes et de Coface.

Croissance : ralentissement global, malgré les pays émergents

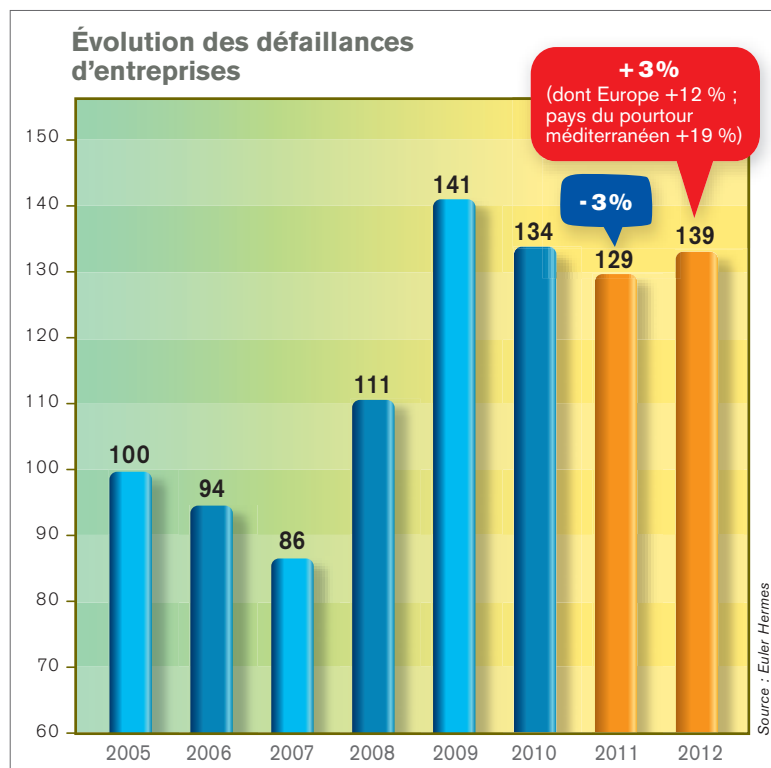
Chez les grands assureurs-crédits, les économistes prédisent tous un ralentissement de la croissance économique mondiale : « Après une hausse de 4,3 % en 2010 et de 3 % en 2011, la croissance mondiale devrait ralentir cette année et tomber à 2,7 % », indiquait Ludovic Subran, chef économiste et directeur de la recherche d'Euler Hermes (EH), lors d'une rencontre avec la presse le 10 janvier à Paris.

« Dans les pays avancés, la croissance sera de 1,1 % à 1,3 % et de 4,7 % à 5,1 % dans les pays émergents, qui devraient donc continuer à tirer la croissance mondiale », précisait de son côté Yves Zlotowski, chef économiste de Coface, dans un entretien précédant le colloque annuel de la compagnie à Paris, le 16 janvier. Pour Ludovic Subran, elle va notamment s'essouffler en Asie (hors Japon), passant de 7,3 % à 6,6 %.

Néanmoins, la Chine devrait enregistrer un « ralentissement limité », selon Yves Zlotowski, qui prévoit un taux de 8 % en 2012 au lieu de 9,3 % en 2011. Il estime que « ce pays peut contenir les impacts extérieurs, grâce à la maîtrise de sa politique monétaire, aux lancements de programmes gouvernementaux, à la relance du crédit et à sa consommation domestique ».

Zone euro : au cœur de toutes les inquiétudes

« La zone euro n'est pas le moteur de l'économie, mais comme elle est dans l'œil du cyclone, avec une économie dont la croissance tombera entre 0 et 0,5 % cette année, les grandes puissances mondiales sont inquiètes », souligne Ludovic Subran, qui précise que la zone euro « constitue l'épicentre de la crise »,



parce que les autres économies en sont dépendantes commercialement. D'après Euler Hermes (EH), 28 % des exportations de la Chine et 21 % de celles des États-Unis sont, notamment, dirigées vers cette région. « Si la zone euro entre en récession, c'est un gros risque pour les États-Unis. L'euro se déprécierait par rapport au dollar et les produits américains subiraient une concurrence renforcée », explique le chef économiste d'EH.

Une source d'inquiétude pour ce qui reste la première économie mondiale, longtemps moteur de la croissance de la planète. Car elle repose sur des « bases fragiles », selon Yves Zlotowski, même si

« avec une croissance prévue de 1,6 % à 1,7 % cette année, l'économie américaine sera stable ».

Risques pays et impayés : en hausse, particulièrement en Europe

L'année 2011 a été particulièrement dense en matière de dégradation des notes de risque pays et d'augmentations des incidents de paiement. L'Europe a été, à cet égard, en pointe.

Entre janvier 2011 et janvier 2012, Coface a revu ses évaluations de risques pays à la baisse pour 12 pays développés dont les États-Unis et le Japon, les dix autres étant membres de l'Union

européenne (voir tableaux page suivante). La Grèce est aujourd'hui aussi mal notée que l'Égypte.

« Aux États-Unis, les impayés ont reculé de 0,5 % entre 2010 et 2011, alors qu'ils ont augmenté de 28 % en moyenne en Europe, avec des augmentations de 25 % à 30 % en France et en Allemagne et de 50 % en Espagne et en Italie », détaille Yves Zlotowski. Ce dernier précise que c'est l'Europe de l'Ouest qui concentre les taux d'impayés les plus élevés.

Même tendance chez EH : en décembre dernier, l'assureur-crédit a baissé la note pays de la Grèce, des Philippines, de la Slovaquie et de la République tchèque et relevé celle de la Turquie. Pour 2012, il anticipe une hausse de 3 % des défaillances d'entreprises dans le monde, après une baisse de 3 % en 2011, et ce, malgré une diminution en Amérique (- 7 %) et en Asie-Pacifique (- 1 %). C'est l'Europe qui tirera cette tendance négative : l'assureur-crédit anticipe une progression de 12 % des défaillances en Europe, dont 19 % pour les pays du pourtour méditerranéen, très fragilisés par la crise.

Secteur : de nombreuses activités fragilisées

Le chef économiste de Coface note le retour des impayés dans certains secteurs comme la construction en France et le solaire en Allemagne. Selon lui, « en Europe, les secteurs particulièrement "sinistrogènes" sont la sous-traitance automobile en Allemagne, où l'on voit revenir les impayés, la construction et la grande distribution en Espagne, les métaux, l'agroalimentaire et le textile en Italie ». Mais les pays émergents sont loin d'être épargnés : « Tous les secteurs à faible valeur ajoutée comme le textile, la chaussure ou le jouet sont fragilisés et à la merci d'une baisse de la demande européenne », résume Yves Zlotowski.

Risques : inquiétude pour l'Europe centrale et orientale

D'après EH, les perspectives en matière de défaillances d'entreprises laissent augurer une augmentation des disparités en Europe entre le Nord et le Sud d'une part, l'Ouest et l'Est d'autre part.

Le Nord (y compris la France et excepté l'Irlande) est classé dans la catégorie la

TABLEAU DE BORD DU COMMERCE INTERNATIONAL

Les pays émergents et l'Asie consomment toujours

Malgré la mauvaise passe que traverse l'économie mondiale, l'évolution de certains pays émergents et en Asie (Thaïlande, Japon, Corée du Sud...) montre que rien n'est perdu. Du Brésil à la Chine en passant par la Turquie, les grands importateurs mondiaux n'ont pas encore limité leur appétit de biens étrangers si l'on en croit les chiffres de leurs importations à fin novembre 2011.

Voici les tendances pour 7 pays d'Asie et émergents choisis dans le top 30 mondial des importateurs, d'après la base de données statistiques de notre partenaire GTA-GTIS.

Pays	Valeur (en milliards d'euros)	Progression 2011/2010 (en %)
Turquie	157	27,73
Chine	1 132	19,55
Brésil	149	18,34
Thaïlande	150	17,86
Corée du Sud	342	17,70
Japon	558	17,41
Hong Kong	334	9,69

Source : GTA-GTIS.

Sur les onze premiers mois de 2011, la Turquie affiche, de loin, la progression de ses importations de marchandises la plus élevée par rapport à la même période de 2010, avec + 27,73 %, devant la Chine, le Brésil, la Thaïlande, la Corée du Sud et le Japon. Hong Kong est le seul pays à ne pas enregistrer une croissance à deux chiffres. La Turquie a acheté plus chez tous ses partenaires, y compris la France (+ 14,77 % à 6,1 milliards d'euros), mais c'est avec l'Inde (+ 84 %), l'Iran (+ 60 %), la Suisse (+ 57 %), l'Allemagne (+ 31 %), les États-Unis (+ 29 %), l'Italie (+ 28,5 %) et la Chine (+ 24 %) qu'elle a connu les meilleures progressions. Deuxième pays importateur au monde en valeur, derrière les États-Unis, la Chine a, de son côté, augmenté ses fournitures avec l'Iran (+ 59 %), l'Indonésie (+ 46 %), l'Arabie Saoudite et la Russie (+ 44 % chacune), le Canada (+41 %), le Brésil et l'Australie (+ 31 % chacun), la France (+ 21 % à 14,1 milliards d'euros) et l'Allemagne (+ 20 %).

François Pargny

moins risquée : « 1, risque de niveau faible ». Le niveau de défaillances y progresserait au plus de 10 % en 2012 (Belgique).

Au Sud et à l'Est, l'Espagne, l'Italie, tout comme l'Irlande ou la Hongrie, sont dans la catégorie 3 « risque de niveau spéculatif ». La Grèce, avec un niveau de défaillance de + 26 %, tout comme la quasi-totalité de l'Europe de l'Est, sont classées dans la catégorie la plus risquée : « 4, risque de niveau élevé ». « Entre l'Est et l'Ouest, les liens financiers et commerciaux sont forts

et des capitaux reviennent aujourd'hui de l'Est vers l'Ouest », commente Ludovic Subran, chef économiste d'EH.

Coface, de son côté, a dégradé 6 pays en un an (voir tableaux page suivante), les plus touchés ayant été Chypre, la Croatie et la Hongrie, passés de A4 à B. « Nous sommes très inquiets de la situation des pays d'Europe centrale et orientale, dont 70 % des échanges sont réalisés avec une Union européenne en récession », confirme Yves Zlotowski. « Les banques européennes sont très présentes dans

Allemagne Chute des défaillances

D'après l'Office fédéral de statistique (Destatis), le nombre de défaillances d'entreprises en Allemagne est tombé à 30 490 en 2011, soit une baisse de 4,7 % par rapport à 2010, année pendant laquelle ce chiffre avait déjà diminué de 2,1 %. L'assureur-crédit Euler Hermes (EH) anticipe encore un recul de 0,7 % cette année, ce qui réduirait le nombre de sociétés concernées à 30 290, et d'environ 2 % en 2013. Cette tendance à la décroissance traduit les bonnes performances et l'optimisme des milieux d'affaires, malgré les risques de récession dans la zone euro. « En 2011, l'Allemagne a été le seul pays à appliquer une véritable discipline budgétaire », observe Ludovic Subran, chef économiste d'EH. Résultat : le déficit public a été ramené à 1 % du PIB, un taux bien inférieur aux 3 % exigés dans le traité de Maastricht. Le chômage chute, les exportations augmentent (1 000 milliards d'euros en 2011). Plus encore, la consommation domestique progresse. Destatis a annoncé un PIB en hausse de 3 % en 2011. Mais, selon Yves Zlotowski, chef économiste de Coface, « la situation économique de l'Allemagne en 2012 dépendra de la bonne santé du commerce mondial. Ce dernier, contrairement à la crise de 2009, va se tenir. Il va certes ralentir, mais ne plongera pas. La situation financière des entreprises allemandes est bonne, elles seront capables de limiter les chocs extérieurs ». EH estime que l'économie pourrait croître de seulement 0,8 % en 2012, avant de « se reprendre » avec + 1,6 % en 2013. *F. P.*

cette zone, précise-t-il. Et nous craignons un *credit crunch* dans des pays comme la République tchèque, la Slovaquie, la Hongrie et la Croatie, qui sont confrontés au refinancement de leur dette privée. »

Risque politique : le retour

Avec la vague des printemps arabes et l'onde de choc qu'elle a provoquée dans les pays du pourtour méditerranéen, le risque politique a fait son grand retour dans les radars des entreprises. « Chez Coface, résume Yves Zlotowski, en 2011, nous avons eu des impayés au titre du

risque politique, ce qu'on ne voyait pas avant, en Égypte, en Syrie, en Libye et au Nigeria. Nous prédisons une dégradation de l'Égypte, où la situation financière et sombre et où les attentes du peuple risquent de ne pas être satisfaites. Nous sommes plus circonspects sur la Tunisie, qui est en surveillance négative, mais dont la note ne sera pas dégradée ». L'Égypte a été dégradée chez Coface de B à C, la Syrie de C à D et la Tunisie est toujours sous surveillance négative (A4-).

Sophie Creusillet et François Pargny

France Des risques commerciaux

« Malgré sa récente dépréciation, l'euro reste très fort. Or, la France ne peut plus se permettre de perdre un débouché extérieur », affirme Ludovic Subran, chef économiste et directeur de la recherche d'EH. « L'Italie, parce qu'elle absorbe 8 % des exportations françaises, représente pour la France un grand risque commercial, car son service de la dette est important et ses défaillances d'entreprises devraient augmenter de 15 % en 2012 par rapport à 2011 », explique Ludovic Sabran. Autre inquiétude, la mauvaise « conjoncture politique » entre la France et la Turquie, un grand partenaire commercial. Enfin, l'Hexagone « ne peut pas compter sur une reprise de l'activité comme en 2010 dans les pays émergents, dont la croissance, au contraire, ralentit ». Et de citer, à cet égard, le cas du Brésil qui, après s'être ouvert aux produits étrangers, « dresse maintenant des barrières tarifaires pour inciter les entreprises extérieures à investir sur place ». « Encore un marché de moins pour la France », regrette le chef économiste. *F. P.*

LES PRINCIPALES DÉGRADATIONS DES NOTES DE RISQUE PAYS DE COFACE

Pays développés

Pays	Janvier 2011	Janvier 2012
Allemagne	A2+	A2
Autriche	A2+	A2
Belgique	A2+	A2
Espagne	A3-	A4
États-Unis	A2+	A2
France	A2+	A2
Grèce	A4	C
Italie	A3	A4
Japon	A1	A1-
Pays-Bas	A2+	A2
Portugal	A3-	A4-
Royaume-Uni	A3+	A3

Pays d'Europe centrale et orientale

Pays	Janvier 2011	Janvier 2012
Chypre	A2-	B
Croatie	A4-	B
Hongrie	A4	B
Rép. tchèque	A2	A2-
Slovaquie	A3	A3-
Slovénie	A2	A2-

Moyen-Orient et Afrique

Pays	Janvier 2011	Janvier 2012
Égypte	B-	C
Nigeria	D+	D
Syrie	C-	D
Tunisie	A4	A4-

Source : Coface.

+ sur www.lemoci.com

Retrouvez sur notre site :
 • toutes nos analyses de marchés
 • nos fiches pays

Les trois repères et trois outils de TAC pour traverser les turbulences

Si les clignotants sont au rouge côté risques, les entreprises exportatrices ne doivent pas pour autant opter pour un repli. Notre partenaire, le cabinet de recherche économique Thierry Apoteker Consultants (TAC), leur livre repères forts et outils clés pour rester dans la course.

Au début de 2011 (voir *Le Moci* ° 1882 du 20 janvier 2011), les experts de TAC avaient lancé un appel à la prudence relative, car les effets indirects et parfois différés de la crise financière globale de 2008-2009 n'avaient pas encore été absorbés. L'année qui vient de s'écouler a de fait été caractérisée à la fois par une nette montée des risques (pays avancés comme en développement), des craintes aiguës de dérèglement profond des mécanismes économiques et financiers internationaux (la zone euro peut-elle et va-t-elle éclater ?), et des sorties parfois violentes de situations difficiles (comme l'ont montré les événements du printemps arabe). 2012 s'ouvre donc dans un climat très pesant, où l'aversion la plus complète au risque tient lieu de stratégie et où la tentation du repli frileux et prudent devient irrésistible.

Dans ce cadre, il est essentiel de ne pas suivre les comportements moutonniers et de mesurer, au contraire, que ces périodes de forte volatilité, d'incertitude et de grande inquiétude sont aussi des moments d'opportunité rares pour prendre un avantage qui deviendra décisif lorsque le ciel économique s'éclaircira. Il ne s'agit évidemment pas de pousser à des prises de risques inconsidérées (une mauvaise opération sur un acheteur important peut affecter brutalement la santé globale de l'entreprise exportatrice). C'est pourquoi il est particulièrement important, dans cette incertitude prégnante, de se reposer sur quelques repères simples et forts d'un côté, et sur quelques outils clés pour que la fonction de détection des risques critiques soit assurée.

1/ Trois repères simples pour 2012

Dans l'incroyable cacophonie de nouvelles toutes plus alarmistes les unes que les autres, il est difficile au chef d'entre-

prise ou au responsable export de garder un cap et de maintenir les stratégies de développement, qui doivent rester, comme toujours, un équilibre entre audace et prudence. Comme il est assez peu probable que la situation redevienne calme comme par enchantement au cours de cette année 2012, ces repères doivent rester en permanence dans les réflexions opérationnelles.

1/ Ne pas céder à la panique ambiante

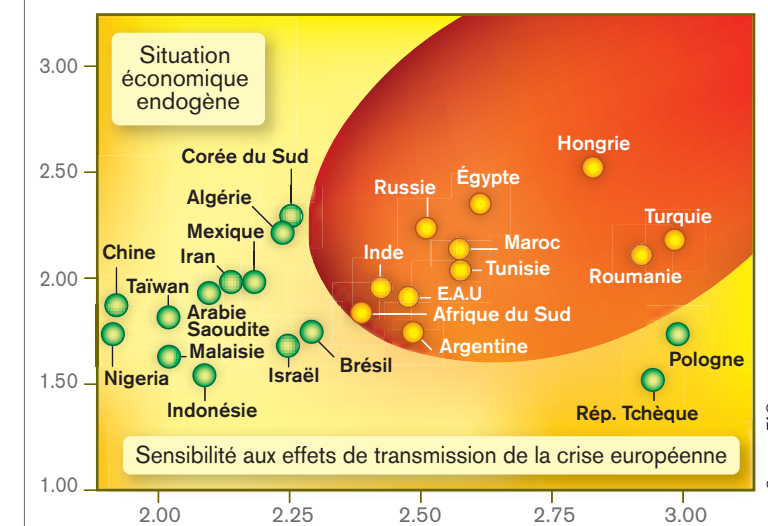
C'est un repère finalement simple. Oui, la zone euro a des difficultés. Oui, ces difficultés sont ardues à résoudre, à la fois parce que les marchés financiers et politiques ne sont pas (et ne peuvent être) sur les mêmes rythmes, de l'instantané pour les premiers à la négociation politique et diplomatique pour les seconds. Et parce qu'une

grande part des difficultés de la zone euro tient à des facteurs financiers spéculatifs, eux-mêmes alimentés par des politiques monétaires offrant une liquidité immédiate à coût zéro (ou presque), incitant alors aux prises de positions financières à très court terme et fort levier de dette.

Mais la construction européenne s'est faite, tout au long de son histoire, par des épisodes de tensions suivis par des moments d'avancée institutionnelle majeure. Nous sommes aujourd'hui dans une situation analogue, où chacun comprend, *primo*, qu'une union monétaire « optimale » doit intégrer des mécanismes de solidarité et de transferts fiscaux des plus résistants aux plus faibles, *secundo*, que ces mécanismes de solidarité ne peuvent être mis en place sans contrôle voire sanction potentielle, *tertio*, que ceci implique de

LES ÉTATS-UNIS CONTINUENT D'ENREGISTRER UNE PROGRESSION DE LA DEMANDE

Risque pays en situation de crise exogène



nouveaux transferts de souveraineté, à quoi les pays renâclent naturellement mais qui seront *in fine* beaucoup moins coûteux qu'un éclatement de la zone. , surtout, pour les exportateurs français, ce qui se passe dans la zone euro ne doit pas occulter ce qui se passe ailleurs : les États-Unis continuent d'enregistrer une progression de la demande, certes moins rapide que dans les cycles précédents ; l'Asie va ralentir... mais avec des taux de croissance qui se maintiendront proches de 8 % en 2012, l'Afrique subsaharienne verrait son PIB augmenter de près de 6 %... Au total, le FMI anticipe une pro-

gression du PIB mondial se situant entre 3 % et 4 % en 2012, certes en ralentissement par rapport aux 5 % de 2010 et aux 4 % de 2011, mais encore bien au-dessus de la récession de 2009 (- 0,7 % pour l'ensemble du monde - voir graphique p. 12).

2/ Renforcer la différenciation entre pays et risques

C'est sans doute une évidence qu'il n'est pas inutile de rappeler : en période de fortes incertitudes, les entreprises doivent mener davantage d'investigations et d'analyses sur les éléments qui différencient les

pays entre eux. N'oublions pas qu'il y a, à l'intérieur des grandes zones géographiques, de très profondes différences de situations et de perspectives : la Chine n'a pas les mêmes contraintes ou enjeux que l'Inde, les risques encourus sont très différents s'il s'agit de l'Indonésie, de la Thaïlande ou la Corée. De même, il faut distinguer en Europe (Pologne *versus* Hongrie), en Afrique subsaharienne (Ghana *versus* République démocratique du Congo) comme en Amérique Latine (Pérou *versus* Venezuela). Le graphique p. 9 permet d'illustrer ces très fortes différences entre pays à partir d'outils quan-

titatifs de mesure du risque pays : sur l'axe vertical, TAC mesure la fragilité endogène des différents pays, à partir de leurs performances macroéconomiques et financières, mais aussi à partir de leurs caractéristiques politiques et de gouvernance ; plus la note est élevée, plus le risque est fort. Sur l'axe horizontal, nous mesurons le degré de sensibilité des pays en développement aux tensions actuelles en Europe, avec ici aussi un score d'autant plus élevé que cette transmission est forte. On comprend alors très aisément

que les pays qui se situent en haut et à droite de ce graphique présentent des risques plus importants dans les circonstances actuelles.

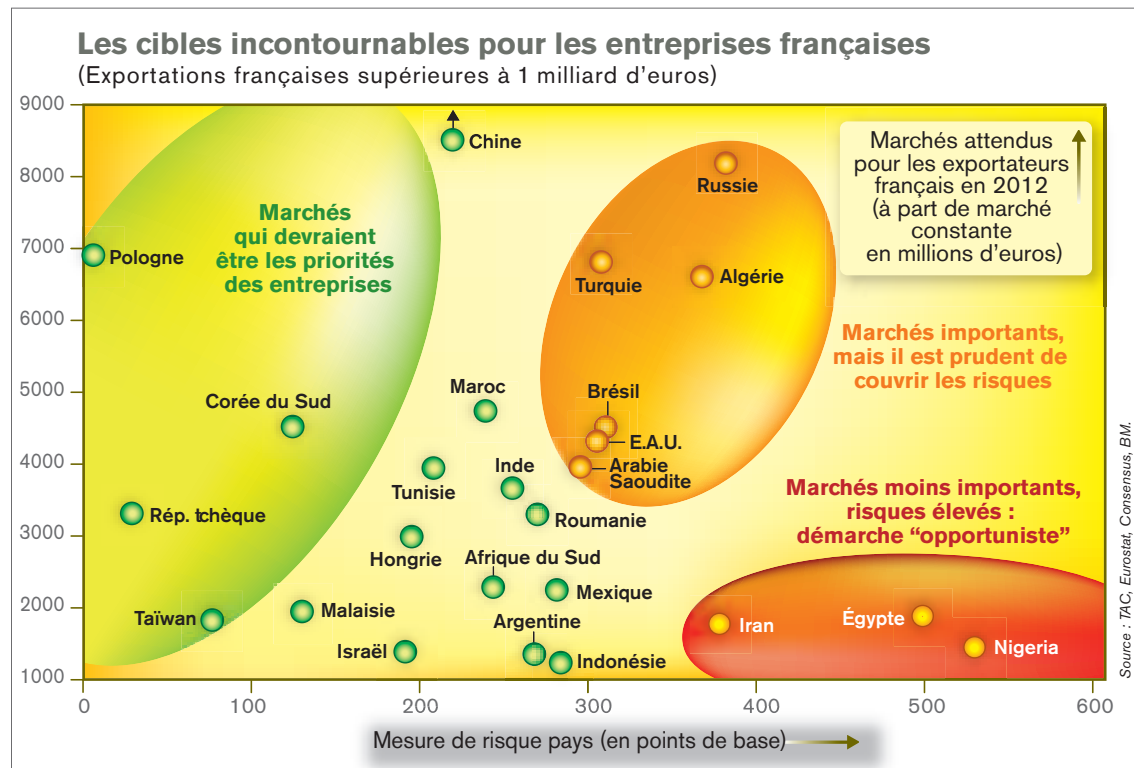
3/ Se préparer à la prochaine étape d'internationalisation des échanges

Ce repère est sans doute celui qui reste encore le plus flou pour les entreprises exportatrices, en particulier les PME. Il s'agit là d'une tendance lourde, de moyen terme, qui voit se renforcer les échanges à l'intérieur des différentes zones géogra-

phiques davantage qu'au travers des échanges plus « globalisés » et plus lointains. Ceci tient naturellement à la hausse des coûts de transport et de logistique, mais aussi à la multiplication ou à l'intensification des accords de libre-échange régionaux (par exemple, en Asie, Asean - Association des nations d'Asie du Sud-Est - puis Asean + Chine, puis Asean + Japon...) et à l'amélioration des infrastructures régionales de transport. Cette tendance suggère que les entreprises doivent d'ores et déjà s'interroger sur leur présence mondiale en termes d'investissement et de production, non plus dans le

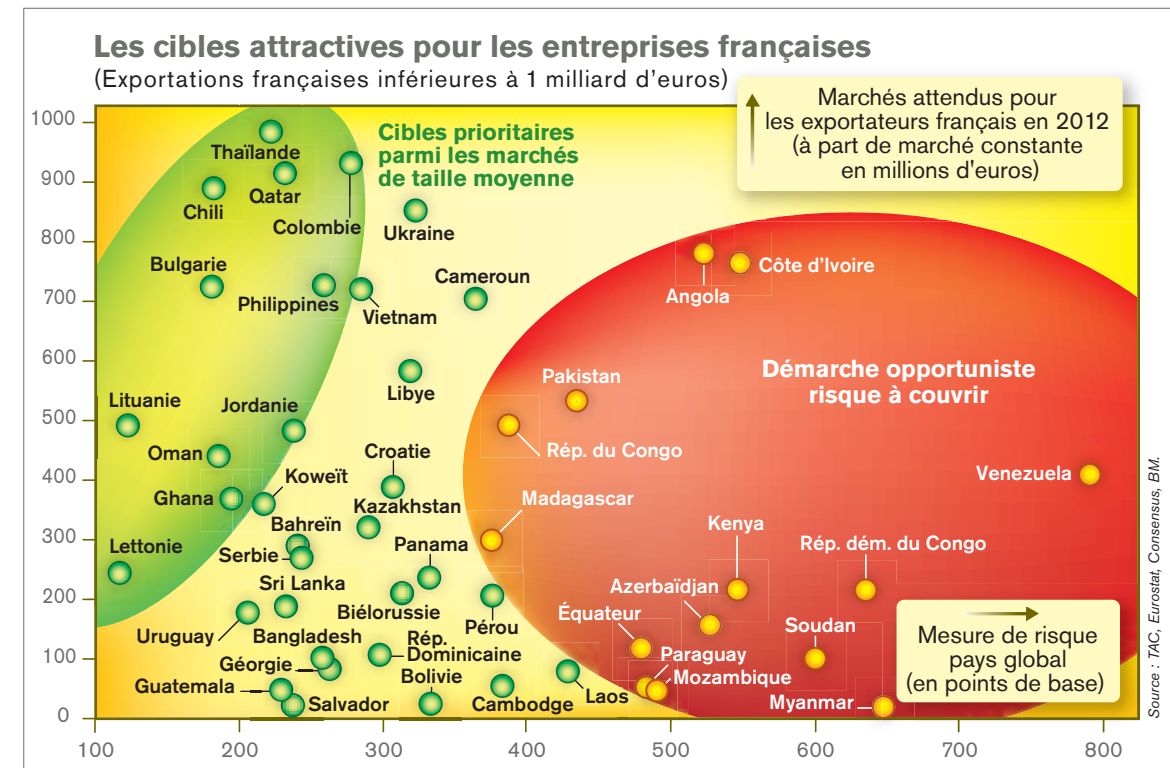
LES ÉCHANGES À L'INTÉRIEUR DES ZONES GÉOGRAPHIQUES SE RENFORCENT

LES MARCHÉS ÉMERGENTS INCONTOURNABLES POUR LES EXPORTATEURS FRANÇAIS



On peut définir a priori les pays qui offrent à la fois les perspectives attrayantes en termes de marchés, et qui présentent par ailleurs des risques acceptables ou facilement gérables par l'entreprise. L'analyse doit être menée au niveau des produits et des marchés de chaque entreprise exportatrice, mais il est possible de donner une première indication, plus macroéconomique, de ce que sont globalement les cibles les plus attractives. L'aspect « marché » est mesuré par le montant (actuel) des exportations totales de la France vers chaque pays, sur l'axe vertical du graphique. La mesure du risque,

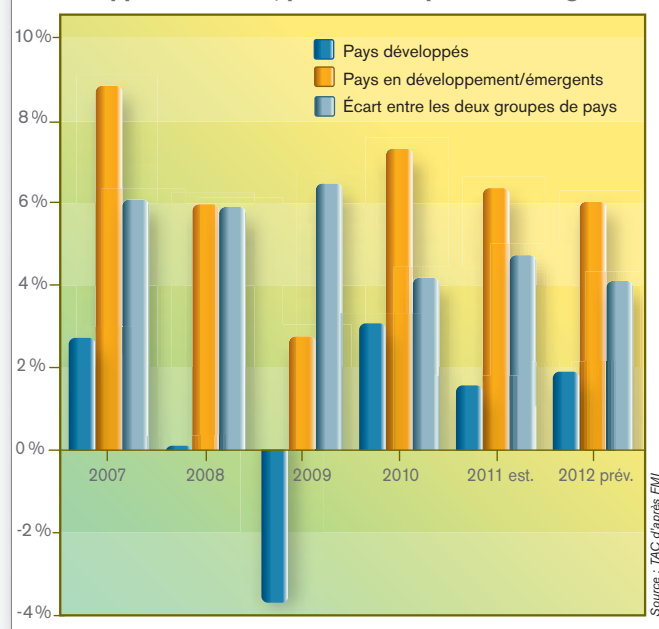
exprimé en points de base (100 points de base égalent 1 %), est le résultat le plus synthétique d'un ensemble de mesures du risque pays développées par TAC, qui incluent notamment les risques de dépréciation de change, de paiement et de conjoncture, mais aussi le risque politique et réglementaire, ainsi que le risque d'un choc brutal. La « prime de risque pays » ainsi mesurée (axe horizontal du graphique) peut alors être incorporée dans les choix opérationnels, avec notamment des implications fortes sur les marges « nécessaires » pour couvrir ce risque.



Parmi les principaux marchés d'exportation pour la France, la Chine, la Corée du Sud et Taïwan doivent demeurer prioritaires, comme la Pologne et la République tchèque. À l'opposé, le degré de risque est très élevé en Égypte, au Nigeria et en Iran, suggérant une stratégie « opportuniste » et invitant à une forte sécurisation des transactions éventuelles. Enfin, trois grands marchés pour les entreprises françaises (Russie, Turquie et Algérie) affichent un risque substantiel, suggérant d'intégrer autant que possible des dispositifs de couverture de risque (change comme paiements).

Parmi les marchés de taille globale plus modeste pour les exportations françaises, on peut identifier, en Asie, la Thaïlande et les Philippines, au Moyen-Orient, Qatar, Oman et Koweït, en Amérique latine, le Chili et la Colombie, et en Europe, la Bulgarie et les pays baltes comme offrant la combinaison la plus attractive entre risque et marchés.

Croissance du PIB des pays développés et en développement avant, pendant et après la crise globale



Les pays développés et en développement ont été fortement affectés par la crise financière de 2008, la perte cumulée de croissance a été de 6,5 points et 6,1 points respectivement. Ainsi, on ne constate pas de désynchronisation entre les zones, mais l'écart de croissance reste très substantiel, autour de 4,5 % entre ces deux grands groupes de pays.

Les évolutions attendues en 2012 reflètent le maintien de ce large écart de croissance entre les groupes de pays, mais masquent également une très grande hétérogénéité des situations au sein des deux groupes. Dans les pays développés, les États-Unis devraient retrouver une croissance plus dynamique en 2012, alors que l'activité resterait atone, voire légèrement négative si elle continue à être gangrenée par la crise de la dette souveraine. Dans les pays en développement, malgré un net ralentissement en 2012, la région asiatique devrait croître à un rythme plus soutenu que les autres régions (Amérique latine, Afrique/Moyen-Orient). Les pays émergents d'Europe devraient être les plus affectés par la crise de la zone euro et donc les moins dynamiques des pays en développement.

but de réduire les coûts et de réexpédier les produits en France ou en Europe, mais pour tirer le meilleur profit de la nouvelle phase d'expansion des échanges.

II/ Trois risques clés et les outils pour les surveiller

Les trois grands repères précédents n'effacent naturellement rien des risques qui continuent de peser sur la dynamique économique mondiale. Sans prétendre à l'exhaustivité, on peut résumer ici trois facteurs clés qui pourraient faire basculer la situation d'un côté (amélioration inattendue) ou de l'autre (tensions majeures) au cours des douze prochains mois. Pour chacun de ces facteurs, on peut également indiquer comment suivre l'évolution du risque, sachant qu'un dispositif de veille sur les risques pays demande naturellement beaucoup plus d'informations et de points à surveiller.

1/ Les tensions au Moyen-Orient et les risques sur les prix de l'énergie

Une montée plus violente des tensions

géopolitiques autour du golfe Arabo-Persique aurait des répercussions très négatives sur les perspectives économiques mondiales, renforçant les éléments récessifs dans les pays développés et créant de nouvelles pressions inflationnistes dans les pays en développement.

À surveiller : la volatilité quotidienne et hebdomadaire des cours du brut, toute montée brutale signalant l'imminence de tensions fortes.

2/ Le risque d'atterrissage brutal de l'économie chinoise

Le retournement des marchés immobiliers et les craintes de difficultés bancaires se combinent avec le ralentissement des exportations. Pour le moment, la probabilité reste forte d'un tassement, visible mais raisonnable, de la croissance chinoise (8 % attendus en 2012), mais un scénario de perte de contrôle, notamment des dépenses d'investissements ou des crédits distribués, pourrait mettre en œuvre un cercle vicieux conduisant à un ralentissement beaucoup plus brutal.

À surveiller : les chiffres mensuels ou trimestriels de dépenses d'investissement en Chine, une progression (sur un an) en dessous de 12 % indiquant un risque plus aigu.

3/ Les aléas de calendrier entre sortie difficile de la crise en Europe et risques financiers aux États-Unis

Ici encore, le scénario central reste celui d'une sortie, compliquée et chahutée, des difficultés financières de la zone euro, mais des ruptures « non linéaires » ne sont évidemment pas impossibles. Symétriquement, la relative tenue de la croissance américaine, la persistance d'un déficit public élevé et une année électorale laissent présager un risque financier (marchés obligataires) sans doute sous-estimé aujourd'hui. Cette double incertitude suggère le maintien d'une forte volatilité sur le taux de change entre euro et dollar.

À surveiller : les indicateurs désormais traditionnels de surveillance de la crise souveraine, notamment les taux des obligations gouvernementales italiennes, espagnoles et même françaises.

Thierry Apoteker, président, et Arnaud Latinier, économiste senior, TAC