

# PANORAMA RISQUE PAYS

Les publications économiques de Coface

Été 2012

## Sommaire

■ Sauver les banques espagnoles, est-ce sauver l'Espagne ?	2
■ Chine : les entreprises, bénéficiaires ou victimes collatérales des politiques économiques ?	9
■ Prévisions de croissance	14
■ Evaluations risque pays et environnement des affaires Modifications et argumentaires	15
■ Guide Coface risque pays Actualisation été 2012	19
• Afrique du Sud	• Japon
• Algérie	• Jordanie
• Allemagne	• Maroc
• Azerbaïdjan	• Myanmar
• Brésil	• Nicaragua
• Chine	• Nigéria
• Chypre	• Ouzbékistan
• Côte d'Ivoire	• Pays-Bas
• Egypte	• Pologne
• Espagne	• République tchèque
• Etats-Unis	• Royaume-Uni
• France	• Russie
• Grèce	• Slovaquie
• Guatemala	• Tunisie
• Inde	• Turquie
• Indonésie	• Ukraine
• Israël	• Vietnam
• Italie	
■ Méthodologie de l'évaluation risque pays et environnement des affaires	54



En Europe du Sud, la récession s'aggrave, en particulier en Espagne, en Italie et à Chypre. Coface estime qu'elle sera en 2012 de respectivement 2%, 1,8% et 1,3% dans ces pays. Autre sujet d'inquiétude : la crise de la dette souveraine de la zone euro qui fragilise désormais la croissance de pays émergents où Coface note un ralentissement de l'activité.

Dans ce contexte plus difficile pour les entreprises, Coface baisse son évaluation risque pays sur Chypre, l'Espagne, le Guatemala, l'Inde, l'Italie et la République tchèque. Mais, elle améliore celle sur la Côte d'Ivoire, l'Indonésie, le Nicaragua et la Slovaquie. Vous trouverez dans ce Panorama les raisons pour lesquelles Coface procède à de tels ajustements. Vous y trouverez également des fiches actualisées sur ces 10 pays, mais aussi sur 25 autres pays dont la situation a évolué sans pour autant nécessiter une révision de leur évaluation.

Coface publie en introduction deux articles. Le premier fait le point de la situation en Espagne, pays où les entreprises –tout secteur confondu et au-delà de la construction– sont prises au piège du surendettement et des difficultés du secteur bancaire. L'article trace les moyens d'enrayer la spirale déflationniste dans laquelle le pays est dangereusement entraîné. Un second article fait le point sur les entreprises chinoises et leur vulnérabilité aux choix de politique économique. Les autorités sont confrontées à deux objectifs : soutenir l'activité grâce à une politique budgétaire ciblée et maintenir le cap d'un rééquilibrage de la croissance vers la consommation.

### RESERVE

Le présent document reflète l'opinion du département études économiques et risques pays de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document.

Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs.

Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document.

Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface.

Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Par Yves Zlotowski - Achevé de rédiger le 18 juin 2012

## Sauver les banques espagnoles, est-ce sauver l'Espagne ?

L'Espagne n'est pas la Grèce : la crise qui frappe la quatrième économie de l'Union monétaire est le résultat d'un surendettement privé et non public. Dès lors, l'austérité ne peut être la solution car elle déprime encore davantage la demande interne, actuellement contrainte par le désendettement des entreprises et des ménages. Cette crise est bien liée à l'éclatement de la bulle immobilière. Toutefois, comme le montre l'expérience de paiement Coface, l'insolvabilité ne touche pas uniquement le secteur de la construction. Coface enregistre une sensible hausse des impayés dans l'agroalimentaire, le matériel électrique, la distribution et le textile. Le cœur du problème se situe dans les banques qui héritent des très lourdes dettes du secteur privé. Tous les regards se portent sur la facture de la réforme bancaire, qui sera sans nul doute élevée. Or, c'est la création d'une structure de défaillance et la restructuration de la dette privée qui constituent les deux étapes les plus indispensables. Cette approche radicale laisse espérer un peu de croissance, certes a priori très inférieure à celle enregistrée durant les belles années de la *Movida*. Elle seule permettra d'enrayer la spirale déflationniste dans laquelle l'Espagne est dangereusement entraînée.

Après la Grèce, la détérioration rapide de l'économie espagnole est devenue le nouveau défi que doit affronter l'Union monétaire. Mais l'Espagne n'est pas la Grèce : l'Etat collecte assez correctement l'impôt et ses gouvernements successifs peuvent afficher d'honorables performances en matière de conduite des politiques budgétaires et de réduction de la dette publique. Certes, la gestion des finances des gouvernements locaux s'est détériorée, leur dette a doublé depuis 2007 : leur déficit représentera la moitié du déficit public en 2012 et leur dette probablement 20% de la dette publique. Mais rappelons que la dette brute de l'Etat plafonnera à 79% du PIB en 2012, et restera inférieure de 11 points de PIB à la moyenne de la zone euro.

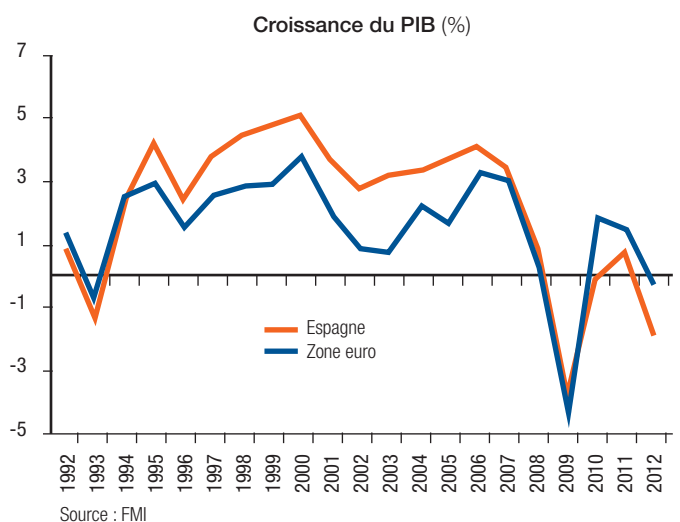
Il est toutefois bien clair que la solvabilité de l'Etat se détériore et d'ailleurs, les *spreads* sur les obligations souveraines espagnoles atteignent des niveaux alarmants à la mi-juin 2012. Mais une austérité trop sévère, via l'impact sur une demande interne très éprouvée, ne résoudra pas la crise espagnole. Les finances publiques héritent de deux fardeaux étroitement liés : la détérioration de la qualité des portefeuilles bancaires et le surendettement des acteurs privés.

Entreprises et ménages – et par ricochet les banques – sont englués dans un surendettement manifeste. La maladie espagnole est sérieuse mais n'est pas mortelle. On défend ici l'idée que l'économie réelle espagnole pourrait sortir de la récession – il n'est certes pas réaliste d'espérer le rythme d'activité des belles années de la *Movida* – mais à condition que les mesures conduisant à transformer le système bancaire répondent à deux exigences : radicalité et rapidité. L'Espagne, et plus précisément ses banques, doit se débarrasser du fardeau de la dette privée, qui entraîne cet acteur majeur de la zone euro dans un régime déflationniste désastreux.

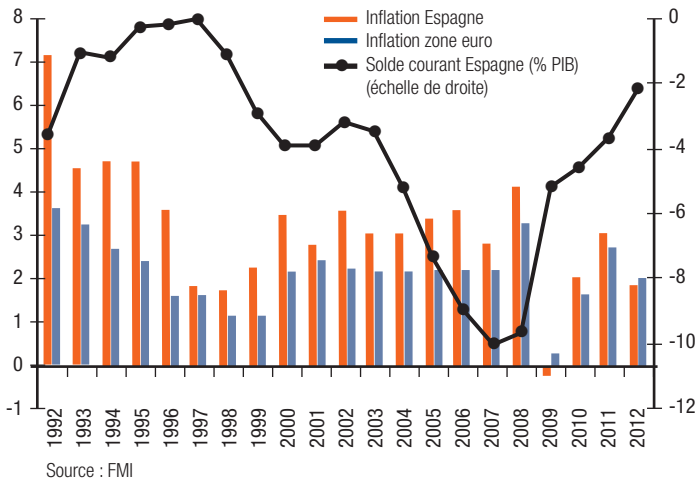
### Le double dip de l'économie espagnole

Entre 2007 et 2012, le PIB espagnol en volume devrait perdre 5%. L'activité s'est contractée une première fois entre le troisième

trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2009. Puis le pays a plongé dans la récession une deuxième fois, le PIB enregistrant une baisse au quatrième trimestre 2011 et au premier trimestre 2012. La suite des événements risque de montrer que l'Espagne n'a pas touché le fond. Mais si l'ajustement espagnol est si douloureux, c'est qu'il est le résultat d'une bulle immobilière et d'un désendettement du secteur privé. Une étude récente du FMI<sup>(1)</sup> indique que cette conjonction est particulièrement coûteuse en termes de croissance, bien plus que toute autre crise financière (balance des paiements, bancaire). A posteriori, le dynamisme des années 1990 est une surchauffe caractéristique, qu'illustrent une inflation supérieure à la moyenne de la zone euro pour la période et une dégradation spectaculaire du compte courant. Ainsi, la croissance moyenne de l'Espagne fut, entre 1991 et 2007, de 3,2 % contre 2,1% pour l'ensemble de la zone euro. Mais l'inflation durant la même période a été de 3,5% contre 2,2%. Quant au solde courant, il était quasiment à l'équilibre en 1997. Dix ans après, il se creusait à 10% du PIB...



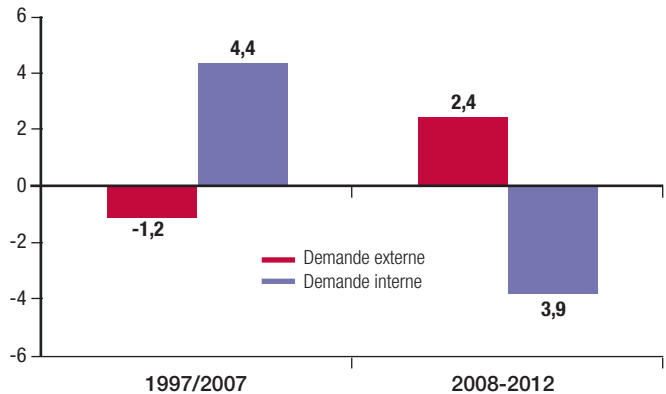
(1) International Monetary Fund (2012), Dealing with household debt, Chapter 3, pp 89-124, World Economic Outlook, Growth Resuming, Dangers Remain, April



Un déficit courant de 10% du PIB est un niveau qu'un pays émergent a rarement l'opportunité d'atteindre. En général, la crise de change a eu lieu bien avant. La zone euro a vécu dans l'illusion que la contrainte externe n'existait pas. Mais en différant les ajustements nécessaires, l'effet pervers est que le «moment de correction» provoque un choc excessivement douloureux. Et ce d'autant plus qu'il ne peut pas se faire par une dévaluation externe tranchante. Actuellement, la contraction de l'investissement et de la consommation (la *dévaluation interne*) est à l'origine du terrible *double dip* espagnol. Au moins celui-ci conduit-il tout de même à une correction des déséquilibres externes, à la fois via la baisse de la demande et un début de correction de la compétitivité (la *dévaluation interne*).

Ainsi, depuis 2008, les moteurs de la croissance espagnole se sont-ils complètement inversés. Durant les années de bulles, le commerce extérieur a dramatiquement tiré l'activité vers le bas avec une contribution au PIB moyenne sur dix ans de -1,2 point quand la consommation et l'investissement apportaient 4,4 points. Depuis 2009, le commerce extérieur a une contribution positive élevée, s'expliquant à la fois par la baisse des importations et la hausse des exportations. Néanmoins, la croissance espagnole pourra difficilement compter sur les exportations, compte tenu de lacunes en matière de spécialisation (voir encadré *Les exportations espagnoles : une bonne surprise à court terme, des vulnérabilités à moyen terme*).

Contributions moyennes à la croissance du PIB espagnol (% point de PIB)



Source : Economist Intelligence Unit

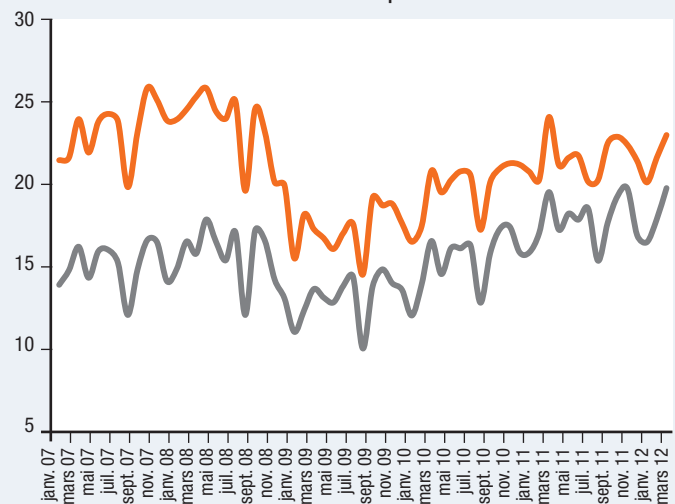
## Les exportations espagnoles Une bonne surprise à court terme, des vulnérabilités à moyen terme

Par Thomas Gillet,  
département risque pays et études économiques, Coface

En 2011, les exportations espagnoles ont progressé en valeur de 15,4% et les importations de 9,6%, permettant de quasiment diviser par deux le solde courant (de -3,9% à -2% du PIB en 2012). Les exportations ont dépassé leur niveau d'avant la crise et la tendance amorcée l'année passée semble se confirmer en 2012. Au premier trimestre, les exportations en valeur sont en hausse de 3,2% par rapport au T1 2011 et les importations reculent de 0,6%. Ce dynamisme des exportations espagnoles repose-t-il sur des bases solides ?

L'Espagne tire profit de la diversification de ses exportations vers les nouvelles économies émergentes et de sa spécialisation sur des segments de production pour lesquels la demande

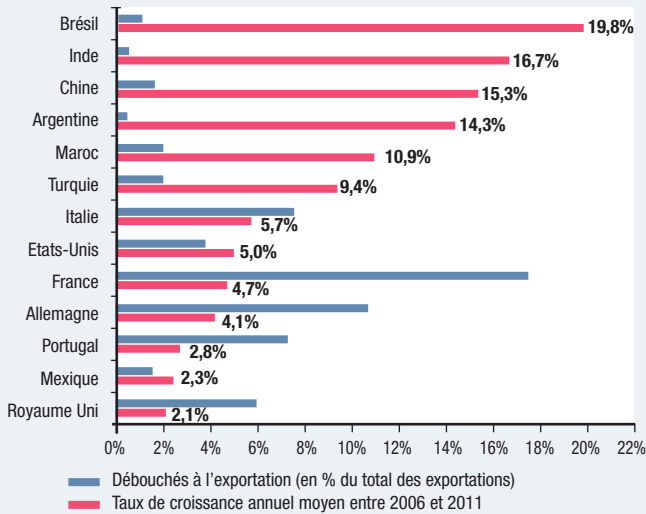
Les exportations espagnoles se situent à un niveau historiquement élevé



Source : Banque d'Espagne, Ministère de l'économie et de la compétitivité, et Datastream

mondiale est en plein essor : fer et acier, machines et matériel de transport. Si la part des exportations vers la zone euro a chuté de 62% en 2005 à 52% début 2012, les exportations à destination du Moyen-Orient (2,6% du total des exportations), de l'Asie (5,4%), de l'Amérique latine (5,7%) et de l'Afrique (6,1%) se sont accrues<sup>(1)</sup>. Au premier trimestre 2012, les exportations vers l'Italie et le Portugal sont en net recul (-8,4% et -7,9% respectivement), tandis que celles à destination de la Chine, du Mexique et du Maroc progressent de 10,4%, 12,3% et 22,4%.

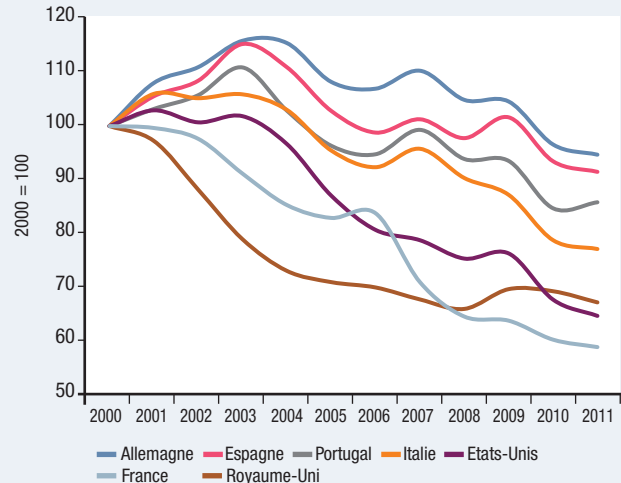
### L'Espagne a diversifié ses marchés d'exportation



Source : Banque centrale d'Espagne, Ministère de l'économie et de la compétitivité, Datastream

La compétitivité des entreprises exportatrices s'est améliorée (Juan Carlos Martínez Lázaro, 2012). L'Espagne profite aujourd'hui d'un différentiel d'inflation négatif avec la zone euro. Si le Taux de change effectif réel (TCER)<sup>(2)</sup> s'est apprécié de 29% entre 2000 et 2008 (contre 21% pour l'Italie), son repli de 10% depuis 2008 – celui de l'Italie restant stable (Commission européenne, 2012) – traduit une amélioration de la compétitivité-prix, notamment grâce à la modération des salaires. Le coût unitaire du travail s'élève à 20,6 euros en Espagne, contre 26,8 euros en Italie et 27,6 euros pour la zone euro (Eurostat, 2012). Par ailleurs, les deux-tiers des exportations espagnoles sont réalisés par 1% des entreprises locales, qui sont essentiellement des grands groupes industriels profitant d'un accès privilégié aux technologies de production les plus sophistiquées et d'un coût unitaire du travail inférieur à la moyenne nationale. Ainsi, le déclin des parts de marché de l'Espagne à l'exportation est-il inférieur à celui des principaux pays développés, excepté l'Allemagne. Les parts de marché de l'Espagne sont passées de 1,8% en 2000 à 1,6% en 2011, tandis que celles de l'Italie et de la France se sont réduites respectivement de 3,7% à 2,8% et de 5% à 3,3% (OMC, 2012).

### Evolutions des parts de marché dans les exportations mondiales (en%)

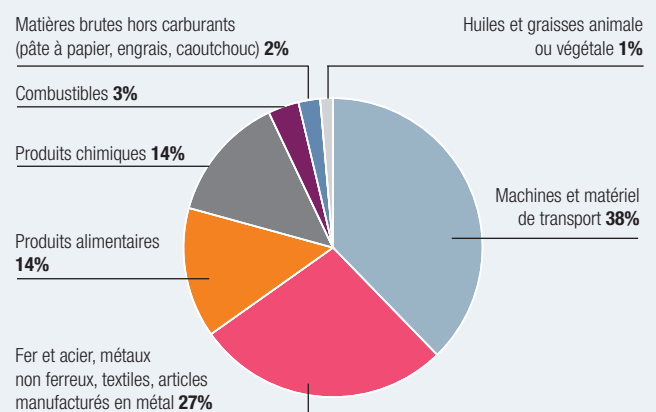


Source : OMC, 2012

Cependant, plusieurs facteurs laissent penser que les exportations ne peuvent constituer un relais solide de croissance.

- **Les exportations concernent essentiellement des produits à faible valeur ajoutée.** Les exportations d'articles manufacturés à faible intensité technologique représentent plus de 20% des exportations, contre 13,5% en Allemagne (Commission européenne, 2012). A l'inverse, les exportations de produits de haute technologie représentent environ 5% du total des exportations, contre près de 20% en Allemagne.

### Décomposition des exportations (en % du total des importations)



Source : Cnucead, 2010

(1) En 2006 les exportations à destination du Moyen-Orient, de l'Asie, de l'Amérique latine et de l'Afrique représentaient respectivement 2%, 3,7%, 4,9% et 4,1% du total des exportations.

(2) Le Taux de change effectif réel (TCER) est un indicateur de compétitivité qui tient compte, outre le taux de change, de l'évolution du rapport des prix à l'exportation d'un pays avec ses différents partenaires commerciaux. Une hausse du taux de change effectif réel correspond à une dégradation de la compétitivité-prix.

- Le contenu en importations des exportations contraint le solde commercial.** Le contenu en importations des exportations a progressé, passant de 27,6% en 1995 à 39% en 2007. Il est supérieur à celui des autres pays de la zone euro tels que l'Allemagne (31,6%), la France (29,5%) et l'Italie (29,1%) (A. Cabrero et M. Tiana, 2012). Cela résulte essentiellement d'une faible intégration verticale, de l'insuffisante compétitivité des producteurs nationaux et de la prépondérance des entreprises de petite taille.
- Les produits exportés sont intensifs en énergie.** Tandis que la contribution des biens intermédiaires et d'équipement au déficit commercial s'est réduite depuis 2009, celle des biens énergétiques s'est accrue (Commission européenne, 2012). En dépit de la récente accalmie observée sur le marché pétrolier, le prix élevé du baril et la dépendance de l'Espagne aux importations d'hydrocarbures – 14% du total des importations (Crucead, 2010) retardent l'ajustement de la balance commerciale.

- La taille des entreprises espagnoles contraint l'amélioration de leur productivité.** Plus de 90% des entreprises sont des micro-entreprises caractérisées par une faible productivité moyenne. Si l'Espagne disposait d'une structure industrielle comparable à celle de l'Allemagne, sa productivité augmenterait de 30% (McKinsey & Company – FEDEA, 2010) et ses exportations de 25% (Altomonte et al. 2011).

Compte tenu du haut niveau de qualification de sa main-d'œuvre, l'Espagne a néanmoins un fort potentiel de croissance dans les secteurs intensifs en haute technologie tels que les énergies renouvelables, les produits pharmaceutiques (BIT, 2011) et les services aux entreprises (McKinsey & Company – FEDEA, 2010). Enfin, l'augmentation du contenu en importations des exportations a renforcé l'intégration de l'économie espagnole à la chaîne de valeur ajoutée mondiale. Le pays profite désormais d'un accès privilégié à une importante variété d'intrants et pourrait à l'avenir se spécialiser sur certains segments de production à forte valeur ajoutée, source de futurs gains de compétitivité.

Bureau International du Travail, 2011, «Spain: quality jobs for a new economy», Study on growth with equity

A. Cabrero and M. Tiana, Febrero 2012, «El contenido importador de las ramas de actividad en España», Bank of Spain, Boletín Económico, pp. 45-57

European Commission, May 2012, «Commission staff working document in-Depth Review for Spain»

Juan Carlos Martínez Lázaro, mai 2012, Professeur d'économie IE Business School, Crisis de la deuda soberana, Intervention au Colloque Coface risque pays à Barcelone, le 23 mai 2012

McKinsey & Company – FEDEA, 2010, «A Growth Agenda for Spain»

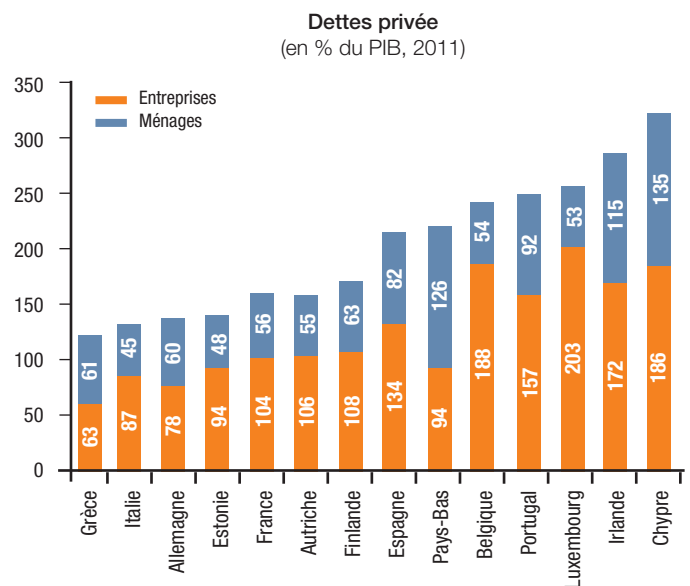
Ministerio de economía y competitividad, Marzo 2012, «Informe mensual de comercio exterior»

### Un secteur privé surendetté, pas uniquement dans le secteur immobilier

Qu'espérer aujourd'hui de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises à court et moyen termes ? Pour le total de l'année 2012, on attend désormais une contraction du PIB de 2%, avec des contractions respectives de la consommation et de l'investissement supérieures à 1 et 8%. Le secteur immobilier est le plus atteint par la récession : les prix, depuis le pic de décembre 2007, ont perdu 30% à avril 2012 et l'investissement dans la construction s'est contracté de 2% entre mars 2011 et mars 2012. Le rétrécissement nécessaire de ce secteur est lourd de conséquences : en 2007, il représentait 16% du PIB et 12% de l'emploi total.

Cela bride toute capacité de dépenses, et ce d'autant plus que les revenus se contractent. Parmi les économies de la zone euro, le stock de dette privée en Espagne est l'un des plus élevés. Selon les données disponibles auprès de la BCE, le pays n'est devancé que par Chypre, l'Irlande, la Belgique, le Portugal et les Pays-Bas. En Espagne, entre 1999 et 2011, la dette privée rapportée au PIB a plus que doublé.

Le diagnostic d'un surendettement du secteur privé mérite quelques remarques. S'agissant de la dette des ménages, elle est très élevée (82% du PIB en 2011), bien plus que dans les grands pays de la zone euro comparables, à savoir la France



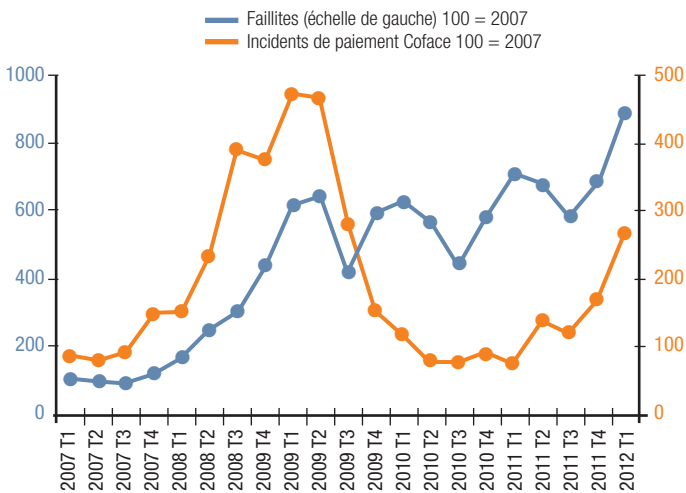
Source : Banque centrale européenne

(56%) ou l'Italie (45%). Le poids des crédits hypothécaires représente 80% de cette dette. Cette frénésie d'endettement des ménages est donc étroitement liée à la bulle immobilière.

Dans une analyse du FMI <sup>(2)</sup> spécifiquement consacrée au surendettement privé en Espagne, il est signalé que la part des ménages qui portent une dette hypothécaire n'est pas plus élevée qu'en France ou en Allemagne. Toutefois, celle-ci est davantage concentrée chez les ménages à revenus plus faibles ou parmi les jeunes. Or on le sait, le marché du travail a été particulièrement atteint en Espagne et les perspectives sont très sombres : le taux de chômage est passé d'un point bas de 8,2% en 2007 à 24,2% attendu en 2012 par le FMI (et 24 et 23% pour 2013 et 2014). Un marché du travail si détérioré affectera la capacité de remboursement des ménages.

Le surendettement des entreprises est également frappant. La dette cumulée des entreprises espagnoles atteint 134% du PIB en 2011, l'Irlande, Chypre, le Portugal, la Belgique et le Luxembourg étant les seuls membres de la zone euro à dépasser ce chiffre. Le FMI montre que la montée de l'endettement des entreprises espagnoles et le boom de la construction sont étroitement liés. Ainsi, la construction et l'immobilier expliquent-ils à eux seuls 50% du boom du crédit aux entreprises durant les années de forte croissance économique. Toutefois, d'autres secteurs de l'économie sont surendettés. Le FMI pointe le fait que, hors de l'immobilier et de la construction, la dette des entreprises espagnoles en 2010 est bien plus élevée que la moyenne européenne. Dès lors, même avec la réduction en cours de la taille de l'immobilier, la question du surendettement ne sera pas résolue.

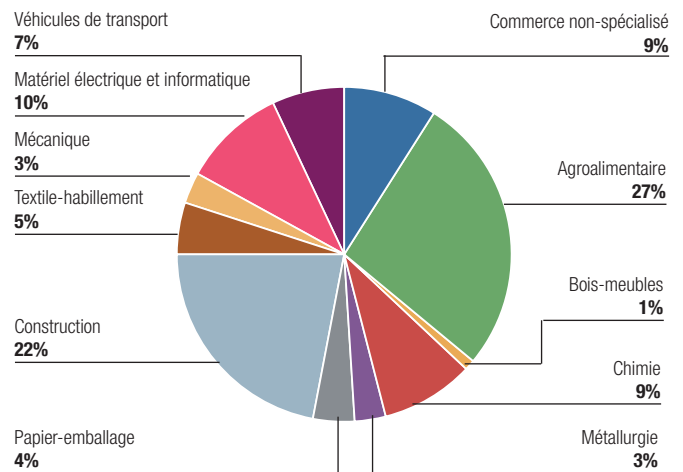
L'expérience Coface montre que les entreprises espagnoles sont dans une situation particulièrement difficile en Europe. Non seulement elles font face à un environnement domestique très détérioré (contraction de l'activité, crise bancaire, rigueur budgétaire), mais leur capacité de résistance à ces chocs externes est très atteinte car elles sont endettées. Que l'on observe les données de l'expérience de paiement enregistrée par Coface ou les défaillances en nombre tirées des sources officielles, le constat est le même et la hausse est très significative.



Sources : Instituto Nacional de Estadística et Coface

Les deux courbes suivent le *double dip* espagnol : un premier pic de début 2008 à mi-2009, puis une remontée dès la fin 2009 pour les faillites et à partir du second trimestre 2011 pour l'expérience Coface. Au pic de la crise (soit lors du premier trimestre 2009), Coface enregistrait un montant d'impayés multiplié par 5 par rapport au début 2007. A nouveau, au premier trimestre 2012, les incidents de paiement (en valeur) étaient presque trois fois supérieurs au niveau de 2007. En outre, les petites entreprises ont été touchées dans la première phase de la crise, et ce sont les entreprises de plus grande taille qui, depuis 2011, sont dans la tourmente. Nous constatons d'ailleurs que, si une part importante des impayés récemment enregistrés est concentrée dans le secteur de la construction (à hauteur de 22%), d'autres branches sont très affectées. On peut citer les secteurs de l'agroalimentaire (27% du total des incidents de paiement), du matériel électrique (10%), de la chimie (9%) et du commerce non-spécialisé (9%). L'insolvabilité des entreprises est donc un problème qui va au-delà du seul secteur de la construction.

Ventilation sectorielle des incidents de paiement enregistrés par Coface sur les entreprises espagnoles (juin 2010-avril 2012)



Source : Coface

### Le secteur bancaire, épicerie de la crise espagnole

La dette des entreprises et des ménages est devenue un problème majeur pour les banques, qui sont le réceptacle du surendettement des agents économiques, l'insolvabilité se retrouvant à l'actif des établissements de crédit. Les fragilités bancaires procèdent souvent de la même logique : l'endettement interne n'est pas maîtrisé. La politisation du management des banques, répondant favorablement à l'appétit de dépenses des autorités locales, a été patente dans les caisses d'épargne espagnoles. Cette proximité entre les organismes de décision bancaire et le pouvoir politique empêche de soumettre l'offre de crédit à la logique du risque de contrepartie. Les liens familiaux (en Asie dans les années 1990) ou la pratique des prêts aux parties prenantes (*related parties*) tels que les

(2) International Monetary Fund (2012), Spain: Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector, Technical Notes, IMF Country Report n°12/140, June.

actionnaires) ou la subvention aux entreprises et secteurs «amis» jugés importants pour le développement régional constituent autant de pratiques qui détériorent la gouvernance des prêts. Une dégradation brutale de la qualité des portefeuilles apparaît alors quand le cycle économique se retourne. De nombreux pays, émergents et avancés, ont dû gérer des crises bancaires et on peut, à partir de ces expériences, analyser la très urgente réforme des banques espagnoles sous trois aspects : rythme, coût et contenu.

### Le rythme de la réforme : un des enjeux pour maintenir la confiance des déposants

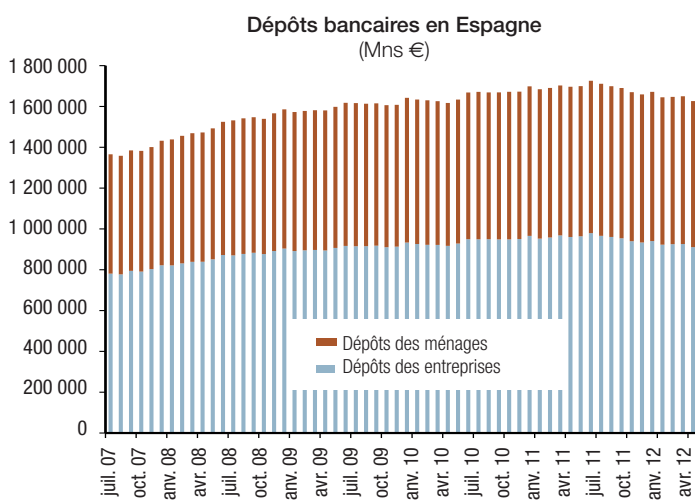
Cela tient au rôle fondamental des banques, entités privées mais qui sont aussi les gardiennes d'un bien commun, la monnaie scripturale, c'est-à-dire les dépôts. Une défiance des déposants est dévastatrice pour tout le système financier et l'économie. Pour cette raison, une maladie bancaire doit être traitée rapidement et radicalement. A l'heure actuelle et avec les données disponibles (qui ne prennent pas en compte les récents effets d'annonce sur Bankia), il n'est pas aisé de conclure à une défiance de déposants-résidents en Espagne, contrairement au cas grec. La baisse de 6% des dépôts en valeur observée depuis un an peut s'expliquer par une défiance envers le système bancaire mais aussi par le processus de *deleveraging*, les agents économiques tirant sur leur épargne pour rembourser leur dette. La réforme bancaire en Espagne a été marquée par une montée progressive des pertes annoncées par le superviseur bancaire. Le président de la BCE, Mario Draghi, a d'ailleurs noté au début du mois de juin 2012, répondant à des journalistes, que, bien souvent «la réaction du contrôleur prudentiel est de sous-estimer les pertes et de multiplier

les estimations successives». Il a ajouté : «c'est la pire des manières de procéder, car on finit par agir mais à un coût prohibitif»<sup>(3)</sup>. Cette méthode comporte en effet des dangers associés aux effets de seuil que suit en général la confiance des déposants. L'annonce d'une aide extérieure des institutions européennes, destinée aux (seules ?) banques et d'un montant élevé, pourrait être de nature à limiter la défiance.

### La question du contenu des réformes est centrale

Selon Laeven et Valencia<sup>(4)</sup>, les «anciennes» crises (de 1970 à 2006), en comptabilisant les pays avancés et émergents, coûtent en moyenne plus de 16 % du PIB et les «nouvelles» crises (2007-2009) 24%. Les observations des grandes crises émergentes (antérieures à la période post-Lehman) montrent que les coûts peuvent atteindre pour certains grands pays 50% du PIB. Les crises indonésienne et thaïlandaise de 1997 (respectivement 57 et 44% du PIB) ou turque en 2000 (32% du PIB)<sup>(5)</sup> ont été particulièrement lourdes pour les finances publiques. Les estimations pour l'Espagne varient très sensiblement selon les sources. Il est très difficile aujourd'hui d'estimer le besoin en capitalisation du secteur bancaire espagnol. En effet, le crédit bancaire au secteur privé dans l'économie représente 160% du PIB en avril 2012 (62% du PIB pour les seuls crédits hypothécaires !) selon les données de la banque d'Espagne. Une comparaison avec les crises bancaires asiatiques des années 1990 donne deux éléments intéressants.

En terme de *levier de dette* des entreprises, l'Espagne semble plutôt relativement moins surendettée que dans les cas thaïlandais ou indonésien, la dette des entreprises rapportée à leurs fonds propres représentant 188 % du PIB en Thaïlande et 236% en l'Indonésie en 1996 contre 118% en Espagne<sup>(6)</sup>. Cependant la taille du système bancaire relativement à l'économie est beaucoup plus importante que dans les cas asiatiques. L'actif total des banques espagnoles représente 320 % du PIB contre 115 % en Thaïlande et 68% en Indonésie, dès lors les pertes cumulées pourraient être plus élevées relativement au PIB. Ces éléments chiffrés (à manier toutefois avec précaution, compte tenu du manque de fiabilité des statistiques asiatiques dans les années 1990) laissent supposer que la facture de la crise bancaire espagnole sera au total plutôt dans la fourchette haute des expériences passées.



Source : Bloomberg

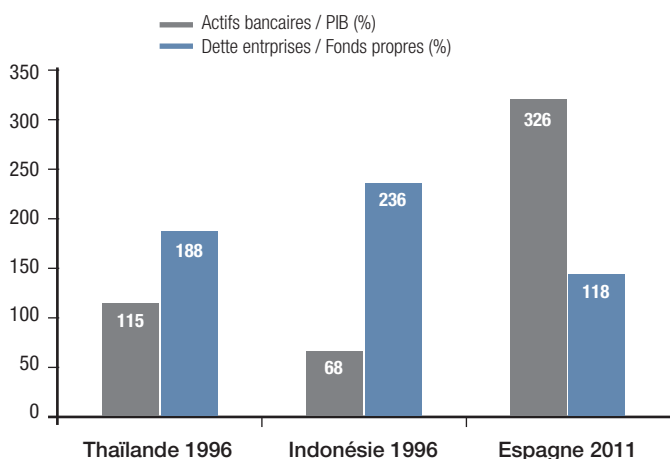
(3) "Spain Acted in "worst possible way" on Bankia Bail out, ECB's Draghi says", El Pais, Madrid, 1<sup>er</sup> juin 2012

(4) Laeven L et Valencia F. (2011), Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad and the Ugly, IMF Working Paper, 35p

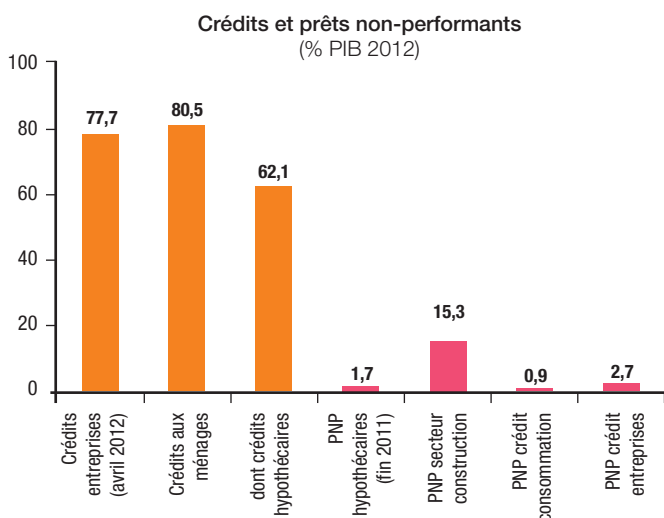
(5) On peut consulter sur <http://www.luclaeven.com>, le site de l'économiste Luc Laeven, responsable adjoint du département de la recherche au Fonds monétaire international, deux bases de données très riches sur les crises bancaires. Celle décrivant les crises bancaires survenues entre 1970 et 2012 donne, pour 123 crises répertoriées, le coût,

le pic de taux des prêts non-performants et la perte de croissance associée à la crise. Chaque crise est accompagnée d'un commentaire en décrivant les traits principaux.

(6) Les chiffres pour les économies asiatiques sont tirées d'un ouvrage de référence sur les crises financières émergentes des années 1990 : Sgard J. (2002), L'économie de la panique, faire face aux crises financières, Éditions la Découverte, page 34. Pour les données concernant l'Espagne, se référer à International Monetary Fund (2012), Spain: Financial Stability Assessment, IMF Country report n° 12/137, June.



Bien entendu, tous les crédits logés à l'actif des banques ne sont pas problématiques. Mais tout de même, les prêts non-performants dans le secteur immobilier représentaient fin 2011, selon l'agence de notation Standard and Poor's (S&P), plus de 15% du PIB. Or, la question de la valorisation des actifs immobiliers détenus par les banques n'est pas résolue puisqu'une grande partie n'a pas été mise sur le marché, ce qui signifie que leur valeur n'est pas réellement connue à ce stade. En outre, les prêts non-performants sur les prêts hypothécaires représentent, toujours selon les estimations de S&P, moins de 2% du PIB et ceux relatifs aux crédits à la consommation moins de 1% du PIB. Ces données minimisent l'ampleur des difficultés, compte tenu de la dégradation de la conjoncture et du fait que certains prêts restructurés n'ont pas été comptabilisés comme non-performants<sup>(7)</sup>.



Sources : Banque d'Espagne et Standard and Poor's<sup>®</sup>

Enfin et surtout le contenu de la réforme est l'élément le plus déterminant pour la suite des événements. Les autorités espagnoles ont privilégié la fusion des entités (Bankia est d'ailleurs le résultat de la fusion de 7 *cajas*), le durcissement des politiques de provisionnement et le cantonnement des actifs problématiques hors des bilans, mais avec une approche au cas par cas. Or, il est urgent de

reconnaître l'ampleur des pertes. En outre, il paraît indispensable, dans une phase associée à la recapitalisation, de transférer les actifs problématiques dans une structure de défaillance. Extirper les actifs douteux des bilans bancaires permettra de maintenir la confiance des déposants. Bien entendu, l'objectif est de minimiser la socialisation des pertes. En effet, une structure de défaillance récupère, sur la longue durée, une partie de la valeur de ses actifs, mais une partie seulement. Elle revient de facto à réduire le stock de dette privée.

Les choix alternatifs semblent plus hasardeux. Un ajustement lent, selon la méthode japonaise, comporte des risques déflationnistes majeurs à long terme. En effet, conserver une dette privée élevée pèse de manière insupportable sur le rythme de la croissance, dans le contexte d'une économie déjà très éprouvée au plan social. Maintenir les prêts dans les banques, avec des formes de refinancements plus ou moins transparentes (comme le font actuellement les autorités chinoises avec la dette des collectivités locales), n'est pas une solution viable. Elle maintient le risque de crise systémique bancaire à un niveau élevé. Le contexte actuel de défiance ne permet tout simplement pas de laisser les banques continuer à porter le fardeau de la dette privée.

L'aide européenne – confirmée le weekend du 10 juin 2012 – destinée à secourir le secteur bancaire espagnol est bienvenue et il se peut qu'elle soit complétée. Mais on peut comprendre la résistance de l'administration espagnole vis-à-vis d'une conditionnalité qui viserait les finances publiques. Ce serait probablement se tromper de cible. Le cœur du problème espagnol se situe dans le secteur privé, plutôt que dans le secteur public. Il est vrai que l'Espagne ne pourra guère échapper à la mise en place d'un contrôle plus strict des dépenses au niveau régional et cette réforme, délicate au plan politique, ne pourra être mise en place que sur la longue durée. Mais à court terme, une austérité trop prononcée ne fera qu'affaiblir une demande interne déjà chancelante. L'urgence se situe ailleurs. Le cantonnement dans une structure de défaillance des actifs défectueux accumulés par les banques est inévitable et revient de facto à restructurer et effacer une partie de la dette privée. Pour radicale qu'elle soit, cette solution a le mérite de laisser espérer un peu de croissance. Restructurer une dette publique (comme dans le cas grec) ou une dette privée (ce qu'on peut espérer pour l'Espagne) permet d'alléger la contrainte du désendettement et de briser la spirale des contractions de la demande qui entraîne l'économie dans un régime déflationniste désastreux. Traiter le stock n'est pas une solution qui permet d'éviter la formation de nouvelles bulles. Cette solution impliquera une socialisation des pertes, coût qui devra être pris en charge par l'ensemble de la collectivité européenne. Mais cela permettra de remettre les compteurs à zéro. L'Espagne a aujourd'hui désespérément besoin de croissance. Une solution radicale pour le système bancaire (structure de défaillance avec restructuration de la dette privée) ne fera pas revenir la croissance échevelée des années 1990. Elle permettra au moins d'enrayer la spirale négative dans laquelle la quatrième économie de l'Union monétaire a été emportée.

(7) Voir notamment les analyses de Delphine Cavalier. La plus récente Cavalier D. (2012), Espagne : l'Etat accroît son soutien aux banques, ECO Week, BNP Paribas, 11 mai, 12-19. L'étude récente du FMI déjà citée de 2012 et portant sur la dette privée indique que certaines banques ont mis en place des programmes pour faciliter les remboursements

de prêts hypothécaires et pratiquent des formes de refinancements les conduisant à ne pas classer ces prêts «refinancés» comme non-performants.

(8) Standard and Poor's (2012), The Timing of recognition Of Mounting Loan Losses Could Push Spanish Banks Over the Edge, Global Credit Portal, RatingsDirect, June 7.



Par Constance Boubliil - Achevé de rédiger le 18 juin 2012

# Chine : les entreprises, bénéficiaires ou victimes collatérales des politiques économiques ?

Face au ralentissement de la croissance début 2012, les autorités chinoises tentent pour l'instant de jongler entre deux objectifs : soutenir l'activité à travers une politique budgétaire ciblée et maintenir le cap du rééquilibrage de la croissance vers la consommation à travers des revalorisations salariales. Quel est alors l'impact des politiques économiques sur les entreprises ? Les hausses de salaires – pilotées par les autorités pour soutenir la consommation – fragilisent nombre d'entreprises, qui voient leurs marges se contracter depuis avril. Par ailleurs, si les mesures budgétaires engagées constituent, à ce stade, un véritable soutien pour les entreprises, une relance plus agressive avec l'ouverture des vannes du crédit comme en 2008/2009 pourrait en revanche avoir des effets collatéraux sur les entreprises du secteur privé (sidérurgie, construction, textile, jouet). Or, les mauvaises nouvelles en provenance d'Europe s'accumulent : crise bancaire en Espagne, récession en Italie, sortie possible de la Grèce de la zone euro, autant d'événements qui pourraient conduire les autorités chinoises à faire le choix du soutien massif de la croissance... coûte que coûte.

Après avoir lancé en 2008 un des plans de relance les plus imposants de toutes les économies émergentes, les autorités chinoises se trouvent de nouveau face au ralentissement de l'activité au 1<sup>er</sup> semestre 2012. Les mauvaises nouvelles se multiplient : ralentissement des ventes de détail, de la production industrielle qui atteint son plus bas niveau depuis 35 mois et recul de 11% des exportations vers l'Europe depuis le début de l'année. Un autre indicateur avancé est également dans le rouge : les commandes de Noël - qui habituellement sont passées en mars - ne s'élèvent qu'à 40% du niveau des commandes des années précédentes selon les exportateurs chinois.

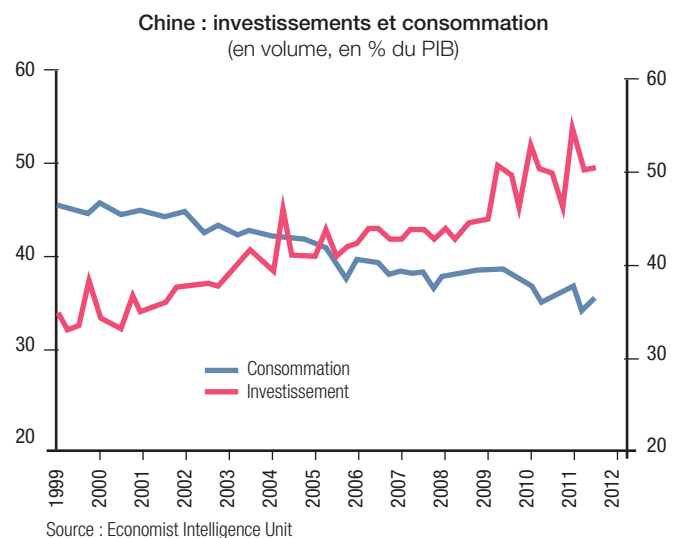
Mais la situation actuelle est bien différente de celle de 2008. Le choc sur la demande externe est moins violent qu'après la faillite de Lehman Brothers et les déséquilibres engendrés par l'ouverture des vannes du crédit en 2008 constituent des défis supplémentaires à gérer pour les autorités. La réponse en termes de politiques économiques sera donc plus mesurée qu'en 2008 et plus structurelle. Elle n'en restera pas moins un élément crucial affectant les entreprises en 2012.

Ainsi, l'objectif de cet article est d'analyser l'impact des politiques économiques – conjoncturelles et structurelles – en Chine sur les entreprises. Plus précisément, dans quelle mesure le plan de relance de 2008 mais aussi les mesures de stimulus fiscal annoncées début 2012 et les politiques structurelles mises en œuvre affectent les entreprises.

## Le plan de relance post-Lehman a eu aussi des effets négatifs sur les entreprises du secteur privé

Après la faillite de Lehman Brothers et face à la contraction du commerce international, les autorités ont mis en place un vaste plan de relance de 586 Mds de dollars et ont levé les quotas sur les prêts fixés annuellement aux banques. Les mesures de relance budgétaire et l'envolée du crédit (+33% en 2009) ont été bénéfiques à certains secteurs qui ont été placés sous perfusion (prime à la casse dans l'automobile, subventions à l'achat dans l'électroménager, projets d'infrastructures). Mais, le plan de relance a également eu des effets collatéraux.

L'ouverture des vannes du crédit a principalement bénéficié aux projets d'investissement, ce qui a accentué le déséquilibre macro-économique entre l'investissement et la consommation. La part de la consommation dans le PIB a encore baissé en 2009, atteignant 34% contre 46% en 2000. Or, dans un contexte de ralentissement de la demande extérieure, dynamiser la consommation des ménages est devenu un enjeu central. Ainsi, depuis 2010, les autorités ont lancé des politiques de revalorisation salariales pour inverser la tendance et soutenir le salarié-consommateur chinois. Mais, ces politiques de hausses de salaires minimum (de plus de 20% en 2010 et en 2011) ne seront pas sans conséquence pour les entreprises.



En outre, le biais pro-public du plan de relance de 2008 a accentué les difficultés d'accès au financement du secteur privé. En effet, l'ouverture des vannes du crédit a principalement bénéficié aux entreprises publiques et aux collectivités locales qui se sont endettées (à hauteur de 27% du PIB) via des plateformes de financement au fonctionnement opaque. Mais face aux risques de hausse des créances douteuses et de mauvaises allocations des ressources, la politique monétaire a changé de cap en janvier 2010. Les autorités ont réintroduit des quotas sur les prêts que les banques peuvent octroyer chaque année, générant un ralentissement de la croissance du crédit (+20% en 2010 et +16% en 2011).

Les entreprises privées - qui avaient d'ores et déjà un accès très limité aux ressources bancaires - ont alors fait face à une hausse des coûts de financement spectaculaire dans le secteur bancaire informel, les taux d'intérêt atteignant jusqu'à 100% au printemps 2011.

Ainsi, le plan de relance de 2008, tout en ayant pour objectif de soutenir l'économie, a-t-il engendré des déséquilibres aujourd'hui coûteux pour les entreprises du secteur privé. Le sondage auprès de 5 000 PME du Zhejiang (une des plus riches provinces côtières au sud de Shanghai) et du Guangdong, publié en octobre 2011 par l'université de Pékin<sup>(1)</sup> confirme l'impact des politiques économiques chinoises post-Lehman (hausse des salaires minimums et réintroduction des quotas de prêts) sur les entreprises. 82% des entreprises interrogées se disent affectées par la hausse du coût du travail et 45% se disent touchées par des difficultés de financement.

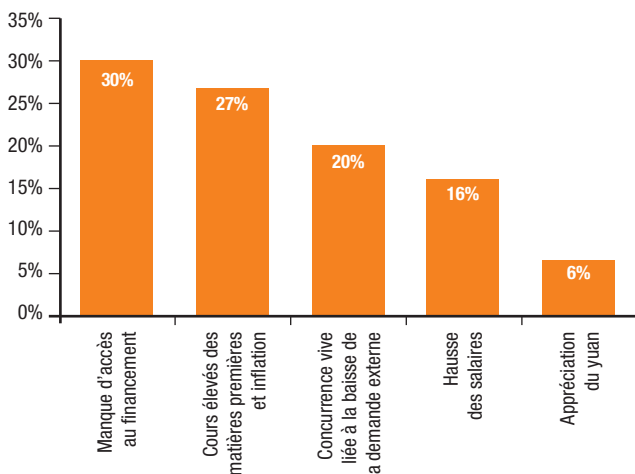
### Les politiques économiques : une préoccupation majeure des entreprises

Selon l'étude sur le comportement de paiement des entreprises en Chine réalisée en 2011 par Coface, les politiques économiques – conjoncturelles et structurelles – joueront un rôle-clé sur le tissu microéconomique chinois en 2012.

Interrogées sur leurs craintes, les entreprises citent comme première inquiétude le manque d'accès au financement. Cette préoccupation est devenue centrale avec la réintroduction des quotas sur les prêts en 2010 et concerne la nature extensive ou restrictive de la politique monétaire. Autre inquiétude citée, les hausses de salaires, politique structurelle engagée par les autorités pour rééquilibrer le modèle de croissance vers la consommation, auront un impact significatif sur les entreprises en 2012 et même à moyen terme. Enfin, le ralentissement de la demande externe constitue une inquiétude importante pour les entreprises en 2012.

#### Inquiétudes des entreprises pour 2012

(sondage sur le comportement de paiement des entreprises Coface China)



Source : Coface China

### Dès lors, qu'attendre des politiques économiques en 2012 ?

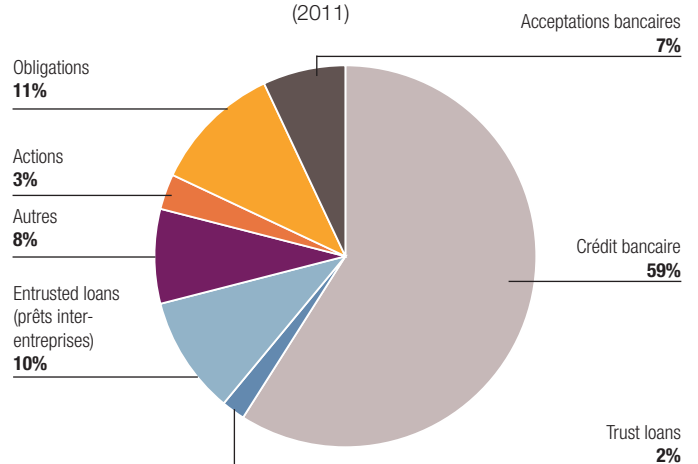
#### La politique monétaire rend le financement des entreprises du secteur privé plus rare et plus risqué

Pour appréhender l'évolution du financement des entreprises en Chine, il est nécessaire de prendre en compte ce que la Banque centrale chinoise appelle le *Total Social Financing*, c'est-à-dire une acception large des financements disponibles pour les entreprises chinoises. En effet, le crédit bancaire ne constitue plus l'unique source de financement. Ces dernières années, la progression des modes alternatifs de financement a été plus rapide que celle des crédits bancaires.

#### Quelles sont les différentes composantes du *Total Social Financing* (TSF)?<sup>(2)</sup>

- 1/ Le crédit bancaire (59% du TSF) :** sa part dans le financement total de l'économie est en baisse régulière depuis 2002 (passant de 96% à 59% des moyens de financement en 2011). Les entreprises se financent donc de plus en plus via des sources alternatives de financement.
- 2/ Les émissions d'actions et d'obligations (14% du TSF) :** ce mode de financement, bien connu dans les pays avancés, ne concerne toutefois que les grandes entreprises chinoises.
- 3/ Les *trust loans* et *entrusted loans* (12% du TSF) :** les *trusts loans* sont des prêts par l'intermédiaires de fonds fiduciaires, tandis que les *entrusted loans* sont des prêts inter-entreprises.
- 4/ Les acceptations bancaires (7% du TSF) :** il s'agit d'une promesse de paiement futur garantie par une banque. Une acceptation bancaire est ainsi comparable à un chèque postdaté par une entreprise et endossé par une banque.

#### Total Social Financing (2011)



Source : Institute of International Finance (IIF)

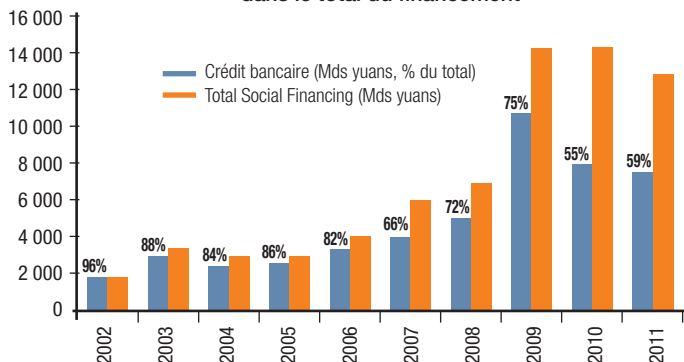
(1) Peking University National School of Development and Alibaba Group, «The survey of operating and financing difficulties faced by small companies in Zhejiang and Pearl River Delta Area», October 2011

(2) Feng Guo & Kevin Sanker, «China: Controlling Financial Flows», Institute of International Finance, February 2012

Les quotas de prêts et les nouvelles réglementations introduits par la Banque centrale seront les premiers responsables du ralentissement du *Total Social Financing*.

La croissance de ce dernier a en effet ralenti en 2011 et cette tendance devrait se confirmer en 2012, les autorités souhaitant conserver le contrôle à la fois sur le crédit bancaire et sur les modes alternatifs de financement.

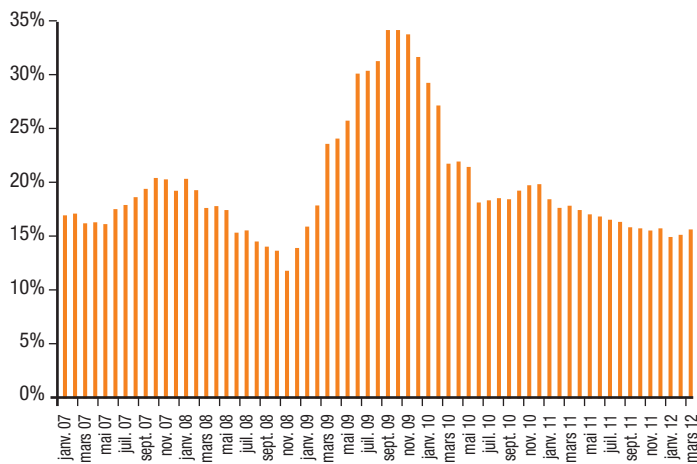
**Total Social Financing et part du crédit bancaire dans le total du financement**



Source : PBoC

Après avoir connu une croissance exponentielle en 2009 dans le sillage du plan de relance post-Lehman, les autorités ont souhaité ralentir la machine, face aux risques de bulle, de mauvaises allocations des ressources et de hausse des créances douteuses. Le crédit bancaire a alors ralenti dès 2010 grâce à une politique quantitative du crédit. Au 1<sup>er</sup> semestre 2012, les prêts bancaires ont augmenté de 16% en glissement annuel (contre +33% fin 2009). Sur le reste de l'année 2012, la croissance du crédit devrait rester sous contrôle et ce malgré la baisse du taux directeur de 25 points de base le 8 juin dernier. Cette baisse n'aura qu'un impact marginal sur la croissance des prêts. En effet, les prêts octroyés par les banques chinoises varient très peu en fonction des taux mais surtout en fonction des quotas de crédits que les autorités fixent chaque année. A ce stade, les autorités n'ont pas annoncé d'élargissement

**Chine : croissance du crédit bancaire (%)**

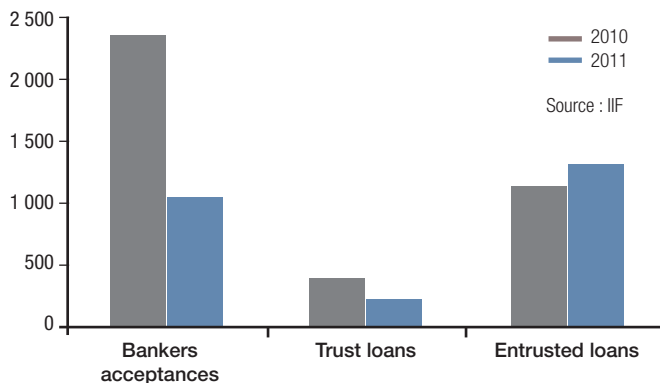


Source : Datastream

des quotas de crédits en 2012. Elles craignent une hausse de l'inflation, l'émergence de bulles et une détérioration de la qualité des actifs des banques. Ces dernières font en effet face à un double choc : risque de défaillance de promoteurs immobiliers et, comme évoqué dans cet article, difficultés des collectivités locales qui se sont massivement endettés<sup>(3)</sup>.

Par ailleurs, un ralentissement des sources alternatives de financement a été observé à la suite du durcissement des réglementations les concernant. Ainsi, les acceptations bancaires et les *trust loans*, qui jusqu'en 2011 étaient placés hors bilan, ont dû être réintégrés aux bilans des banques. Dans ce contexte, les banques ont réduit leur exposition à ces deux types de produits. Ainsi, en 2012, le maintien de quotas stricts sur les prêts et les réglementations imposées par les autorités freineront la croissance des crédits bancaires et des modes alternatifs de financement, ce qui affectera la capacité d'investissement des entreprises.

**Une régulation accrue des trust loans et des acceptations bancaires en 2011 (en Mds yuans)**



Source : IIF

Néanmoins, les *entrusted loans* (prêts interentreprises) - qui ont échappé à la réglementation - ont continué de croître rapidement<sup>(4)</sup>. Or, ils sont à surveiller car la faillite d'une entreprise peut, par effet domino, provoquer la faillite de ses fournisseurs. Dès lors, le financement des entreprises sera, non seulement plus rare, mais aussi plus risqué.

Le financement des entreprises sera d'autant plus risqué, que face au ralentissement du *Total Social Financing*, la dernière alternative pour le secteur privé reste le *shadow banking*, mode de financement beaucoup plus opaque et non régulé par la Banque centrale. Ce *shadow banking* se compose de sociétés de gage et de petites sociétés de crédit qui pratiquent des taux usuraires (de 20% avec collatéral à 70% sans collatéral). Il s'est développé pour deux raisons principales. D'une part, les crédits bancaires sont principalement captés par les entreprises publiques et les collectivités locales (à hauteur de 60%). Un rapport récent du ministère de l'industrie confirme les difficultés d'accès au crédit des PME : en 2011, seules 15% des PME auraient obtenu des prêts bancaires et à des taux bien supérieurs au taux de référence. D'autre part, en Chine, les dépôts bancaires sont très faiblement rémunérés : les taux sont en effet fixés administrativement à un niveau très bas par la Banque centrale pour assurer la rentabilité des banques. Le *shadow banking* constitue donc un placement alternatif très rémunérateur.

(3) Si les autorités ne feront pas marche arrière sur leurs mesures visant à limiter la spéculation dans l'immobilier, elles ont en revanche mis en place les conditions favorables au refinancement de la dette des collectivités locales : allongement des maturités de prêts et autorisation aux collectivités locales d'émettre des obligations.

(4) Feng Guo & Kevin Sanker, «China: Emergence of the Trust Industry», Institute of International Finance, April 2012

Les risques associés au développement de ce *shadow banking* se sont matérialisés en octobre 2011 avec la vague de faillites des PME de Wenzhou, ville portuaire de la province du Zhejiang. Ces PME n'ont pas pu résister au lourd service de la dette lié aux taux usuraires appliqués par les petites sociétés de crédit (22% contre 6,31% dans le circuit officiel). Le traitement médiatique de cette crise révèle que le sujet est d'ampleur nationale. Les PME rencontrent également des difficultés dans le delta de la rivière des Perles, dans la région de Bohai, dans le Shanxi, la Mongolie intérieure, dans le Fujian et le Guangdong.

Dans ce contexte, les autorités ont annoncé la mise en place d'un programme pilote pour «promouvoir une évolution saine du crédit privé»<sup>(5)</sup>. Plusieurs grandes mesures ont ainsi été annoncées : mise en place d'une meilleure surveillance du secteur financier informel et renforcement des organismes locaux de supervision financière, développement des marchés financiers locaux afin de permettre aux PME d'accéder à de nouvelles sources de financement (un département réservé aux PME sera créé à la Bourse de Shenzhen), soutien au «capital privé» pour des prises de participations dans des petites sociétés de crédit. Toutefois, il ne s'agit pour l'instant que d'un programme pilote et une réforme d'ampleur n'a pas été annoncée pour soutenir le financement du secteur privé à l'échelle nationale, alors même que ce dernier représente 60% de la production de richesse, 80% de la création d'emploi et 80% de l'émission de brevets.

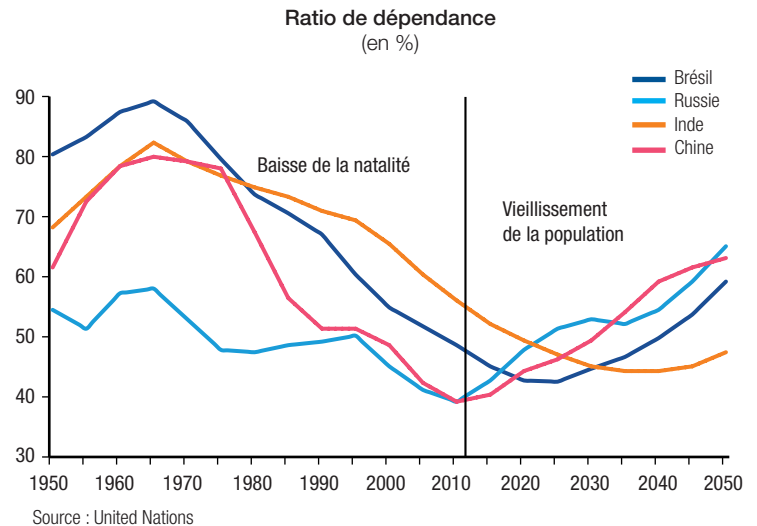
**Des entreprises fragilisées par les hausses de salaires pilotées par les autorités**

Les salaires ont significativement augmenté en Chine ces dernières années. Après un gel en 2009 dans un contexte de crise, le salaire minimum a été augmenté en moyenne de 23% en 2010 et de 20% en 2011 dans les provinces chinoises. Et d'ici à 2015, il devrait augmenter de 13% par an (prévision issue du 12<sup>ème</sup> plan quinquennal). A Shenzhen, ville-usine proche de Hong Kong, le salaire minimum a encore progressé de 14% en février 2012 pour inciter les travailleurs migrants à revenir après le nouvel An chinois.

Ces hausses de salaires témoignent d'une volonté des autorités chinoises de soutenir le salarié-consommateur chinois alors que, depuis 10 ans, la part de la consommation dans le PIB diminue. L'idée que la valeur ajoutée doit être partagée plus nettement en faveur des salariés se concrétise. La crise de 2008 a constitué un tel trou d'air avec la forte contraction du commerce mondial que les autorités souhaitent accélérer la transition du modèle de croissance. L'objectif est que la classe moyenne devienne un débouché à la production domestique. Dans ce contexte, les hausses de salaires constituent un instrument essentiel qui devrait permettre la dynamisation de la consommation des ménages.

Ces revalorisations salariales devraient s'intensifier dans un contexte de vieillissement de la population. Depuis 2010, le ratio de dépendance chinois (population inactives / population en âge de

travailler) augmente : la population âgée croît d'ores et déjà plus rapidement que la population en âge de travailler. En outre, à partir de 2015, la population active devrait diminuer. La main-d'œuvre sera plus rare donc plus chère.



Mais ces hausses de salaires pourraient provoquer des vagues de faillites d'entreprises. En effet, ces augmentations de salaires ne sont pas entièrement répercutées sur les prix finaux. Selon une enquête effectuée par les autorités du Guangdong, où le taux de concentration des PME est l'un des plus élevés de Chine, la moitié des entreprises serait déjà dans le rouge. Le Bureau national des statistiques confirme cette tendance : les profits des entreprises auraient baissé de plus de 2% en avril 2012 en glissement annuel. On comprend mieux pourquoi le patron de Foxconn, le célèbre fabricant des Iphone et Ipad – qui a dû accorder des hausses de salaires de 25% à ses équipes en février – a voulu rassurer ses actionnaires en affirmant qu'Apple et ses donneurs d'ordre seraient à même de financer les revalorisations salariales.

**Quels choix politiques pour atténuer les chocs externes ?**

Les autorités sont aux prises avec un dilemme : d'un côté, la gestion de l'urgence (éviter un atterrissage brutal et des mouvements sociaux) et de l'autre, l'objectif de modifier en profondeur le modèle de croissance chinois. Or, face aux mauvaises nouvelles de début d'année, la balance penche désormais pour l'urgence. Dans ce contexte, les autorités ont annoncé des mesures ponctuelles de relance budgétaire : prime à la casse dans l'automobile, subventions à l'achat de produits électroménagers économes en énergie, soutien à l'achat immobilier pour les primo-accédants, créations de

(5) Florent Mangin, «Les réformes qui vont être expérimentées à Wenzhou annoncent-elles la libéralisation du secteur financier chinois», Bulletin économique Chine, Mars 2012

nouvelles aciéries, etc. D'après le consensus, l'ampleur des mesures sera bien inférieure à 2008 (80 Mds \$ attendu soit 1% du PIB contre 586 Mds \$ soit 13% du PIB de 2008).

Si les exportations de la Chine vers l'Europe restent substantielles (18% des exportations totales), le canal commercial jouera un rôle plus marginal qu'en 2008-2009. Tout d'abord, la dépendance de l'économie chinoise aux exportations s'est réduite, la part des exportations dans le PIB est passée de 35% en 2006-2007 à 25% en 2012<sup>(6)</sup>. En outre, le ralentissement des pays développés est moins marqué qu'en 2008-2009 : en glissement trimestriel, le PIB de la zone euro a reculé de 2,8% au T1 2009 et celui des Etats-Unis de 2,4% au T4 2008 alors qu'au T1 2012, la croissance de la zone euro stagne et celle des Etats-Unis est de 0,5%.

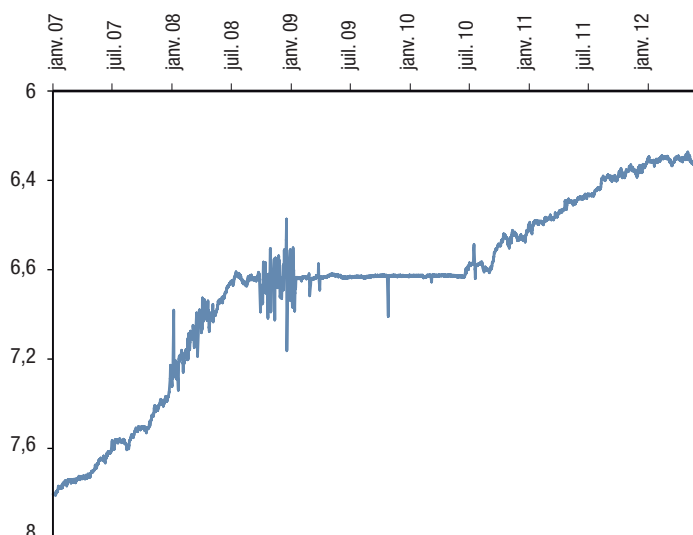
Face aux difficultés qui pourraient émerger dans les secteurs exportateurs (textile, jouet, meuble, électronique, machines), une inflexion de la politique de change semble s'amorcer. Après avoir atteint 5% en 2011, le rythme d'appréciation du yuan contre le dollar US ralentit depuis le début de l'année 2012. Sur le reste de l'année 2012, nous prévoyons un ralentissement du rythme d'appréciation (+2-3%) afin de soutenir les secteurs exportateurs. En outre, en cas d'aggravation de la crise de la zone euro, les autorités pourraient même décider d'ancrer à nouveau le yuan au dollar comme ce fut le cas entre juin 2008 et juin 2010.

En effet, les autorités ont pour l'instant lancé des politiques conjoncturelles prudentes : mesures de relance budgétaires ciblées et ralentissement de l'appréciation du taux de change. Cependant, elles n'ont pas engagé à ce stade d'ouverture des vannes du crédit, conscientes des effets collatéraux d'une telle politique sur les grands déséquilibres du modèle de croissance chinois (hypertrophie de l'investissement et éviction du secteur privé). En outre, elles tentent de maintenir le cap des réformes structurelles notamment la politique de revalorisation salariale qui fragilise pourtant nombre d'entreprises, particulièrement dans les secteurs concurrentiels, où les hausses de salaires ne peuvent être répercutées sur les prix, sans risque de perdre des parts de marché.

### Mais un tel équilibre pourra-t-il être maintenu ?

**Les mauvaises nouvelles en provenance d'Europe s'accroissent : crise bancaire en Espagne, récession en Italie, sortie possible de la Grèce de la zone euro, autant d'évènements qui pourraient conduire les autorités chinoises à faire le choix du soutien massif de la croissance... coûte que coûte.**

Ralentissement de l'appréciation du yuan  
(yuan / USD)



Face au dilemme actuel (gestion du ralentissement de l'activité contre modification en profondeur du modèle de croissance), les autorités pourraient tenter de préserver les deux objectifs : un soutien à la croissance plus modéré qu'en 2008-2009 et une poursuite de hausses de salaires pour dynamiser la consommation des ménages.

(6) Françoise Lemoine & Deniz Ünal, «Rééquilibrage du commerce extérieur chinois», La lettre du CEPII N° 320, mai 2012

## Prévisions de croissance

Coface	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012 p
<b>Production mondiale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
États-Unis	1,8	2,5	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	2,0
Japon	0,3	1,4	2,7	1,9	2	2,4	-1,2	-5,2	4	-0,7	1,8
<b>Zone euro</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>
Allemagne	0	-0,2	1,2	0,8	3,4	2,7	1	-4,7	3,7	3,1	0,9
Royaume-Uni	2,1	2,8	3	2,2	2,8	2,7	0,1	-4,4	1,8	0,7	0,2
France	1	1,1	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,3
Italie	0,5	0	1,7	0,9	2,2	1,5	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,8
Espagne			3,3	3,6	4,0	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-2,0
<b>Pays émergents</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>2,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>
Asie émergente	6,5	7,1	7,9	8,3	9,2	10,1	6,8	6,2	9,1	7,2	6,7
Amérique latine	0,6	2,0	5,9	4,5	5,6	5,6	4,2	-1,9	6,2	4,0	3,3
Europe émergente	4,0	4,6	6,9	6,0	6,6	5,7	3,0	-3,9	4,4	4,6	1,9
Moyen-Orient	2,5	6,3	7,4	6,4	6,3	5,0	4,8	1,9	4,0	3,8	3,4
Afrique subsaharienne	6,3	6,3	9,7	5,6	6,7	6,8	5,5	2,4	4,9	4,4	4,2
Chine	9,1	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	8,0
Inde	3,8	8,5	7,5	9,5	9,6	9,3	6,7	8,4	8,4	6,5	6,5
Brésil	2,7	1,2	5,7	3,0	4,0	5,7	5,2	-0,6	7,5	2,7	2,2
Russie	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-7,9	4,0	4,3	3,5

(e) : estimation

(p) : prévision

# Évaluations risque pays et environnement des affaires

## Modifications des évaluations risques pays

Pays	Avril 2012	Modifications juillet 2012 (ordre croissant de risque)
------	------------	--

### Reclassements, levée de la surveillance négative ou mise sous surveillance positive

Slovaquie	A3↓	A3
Indonésie	B	B↗
Nicaragua	D	C
Côte d'Ivoire	D	D↗

### Déclassements, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative

République tchèque	A2↓	A3
Inde	A3	A3↓
Espagne	A4	A4↓
Italie	A4	A4↓
Chypre	B	C
Guatemala	B	C

### Reclassements, levée de la surveillance négative, mise sous surveillance positive

#### SLOVAQUIE : A3

Levée de la surveillance négative sur l'évaluation A3 (depuis décembre 2011)

- Le pays enregistre 3,2% de croissance en glissement annuel (GA) au 1<sup>er</sup> trimestre 2012. La progression par rapport au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011 est de 0,75%. Nos prévisions de croissance 2012 ont été revues à la hausse : 1,9% contre 1,1%.
- Malgré la conjoncture européenne, les exportations nettes du pays constituent le principal moteur à la croissance. Elles ont progressé au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 de +2,6% et le niveau de production industrielle croît de 9,2% en glissement annuel au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 contre 3,1% au 1<sup>er</sup> trimestre 2011.
- La demande domestique s'est contractée légèrement au premier trimestre (-0,7%, en GA) et ne constituera pas un moteur à la croissance en 2012.

- Néanmoins, le gouvernement dispose de marges de manœuvre pour soutenir la demande domestique vu le niveau d'endettement public peu élevé (45% du PIB). Il devrait relâcher l'effort d'ajustement budgétaire qui a été très significatif au cours de ces dernières années, le déficit public étant passé de 8% en 2009/2010 à 4,6 % en 2012.

#### INDONESIE : B↗

Mise sous surveillance positive de l'évaluation B

- Croissance dynamique tirée par une solide demande interne et des exportations de matières premières notamment à destination de la Chine.
- Bonne capacité de résistance à la crise de la dette souveraine dans la zone euro : taux d'ouverture modéré, agents économiques peu dépendants des lignes de crédit externes et faiblement exposées au risque de change.
- Evolution démographique favorable : 4<sup>ème</sup> population au monde, jeune, bon marché et consommant de plus en plus à l'occidentale (classe moyenne augmente de 7 millions de personnes par an, tirant le secteur manufacturier et des services).
- Amélioration continue du risque souverain : la dette publique est passée de 98% du PIB à 24% du PIB en 10 ans (ce qui explique le reclassement en *investment grade* par Moody's et Fitch Ratings).
- Comptes extérieurs solides : léger déficit courant couvert par des investissements directs étrangers (IDE) dynamiques, dette extérieure de 25% du PIB (contre 86% en 2000), réserves de change élevées (5 mois d'importations), risque de change contenu malgré la volatilité des investissements de portefeuille.
- Système bancaire restructuré, recapitalisé et supervision renforcée. Toutefois, l'effet de levier reste sous-exploité comme en témoigne la faible intermédiation bancaire (ratio crédit / PIB de 26%).

#### NICARAGUA : C

Reclassement de l'évaluation D en C

- Importants progrès réalisés en politique économique à présent marquée par la prudence et la stabilité.
- Forte croissance.
- Bon accueil fait aux entreprises étrangères, y compris américaines, en dépit d'un discours toujours socialisant.
- Forte progression des investissements étrangers.
- Stabilité politique et capacité de l'État à empêcher le développement du trafic de drogue et de la criminalité associée
- Soutien international.

### COTE D'IVOIRE : D ↗

#### Mise sous surveillance positive de l'évaluation D

- Normalisation progressive de la situation politique avec la tenue des élections législatives de décembre 2011 et nette amélioration de la situation sécuritaire à Abidjan.
- Redressement rapide de l'activité après la crise postélectorale (avril 2011) auquel ont contribué l'aide internationale et des conditions climatiques favorables ; la récession a pu être limitée à 4,7% en 2011 ; croissance attendue d'environ 6% en 2012, tirée notamment par les investissements dans les infrastructures de transport et le secteur des télécommunications.
- Progrès réalisés pour renforcer la gestion des finances publiques, améliorer le climat des affaires et réformer la filière cacao.
- Atteinte du point d'achèvement de l'initiative PPTE fin juin 2012 ouvrant la voie à une annulation de dette complémentaire.

### Déclasserments, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative

#### RÉPUBLIQUE TCHEQUE : A3

##### Déclassement de l'évaluation A2 ↘ en A3

- Le PIB s'est contracté de 1% en glissement annuel au premier trimestre 2012. C'est le troisième trimestre consécutif où le PIB diminue par rapport au trimestre précédent. L'économie est en récession. Nos prévisions de croissance 2012 : -0,3%.
- La récession en zone euro affecte les exportations tchèques, dont la croissance reste néanmoins élevée (+6,9%, en GA) mais constitue cependant le taux de croissance le plus faible depuis le 4<sup>ème</sup> trimestre 2009. Les importations ont également décéléré (+1,4%), en ligne avec le ralentissement de la consommation domestique. Les ventes de détail diminuent (-3% en avril, en GA), en lien avec la dégradation de la confiance des consommateurs.
- La demande interne diminue en raison :
  - d'une remontée du chômage au 1<sup>er</sup> trimestre (9,1% contre 8,2% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011) ;
  - d'une hausse de la TVA, passée de 10% à 14% pour le taux minimum. Par ailleurs, le taux le plus élevé augmentera de 1% en janvier 2013 (21%) ;
  - d'une hausse de l'inflation (+3,5%).
- L'investissement est affecté par le canal du crédit. Les prêts au secteur privé ont ralenti en 2012 après avoir stagné au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011. Il s'agit ici plus d'un problème de demande que d'offre, le système bancaire tchèque étant bien capitalisé, performant, et les filiales locales créditrices vis-à-vis de leurs maisons-mères européennes.

#### INDE : A3 ↘

##### Mise sous surveillance négative de l'évaluation A3

- Révision à la baisse de nos prévisions de croissance 2012/13 (6,5%) après les résultats en net recul de l'année fiscale 2011/12 liés à la faiblesse de la demande externe et au resserrement de la politique monétaire (13 hausses de taux d'intérêt).
- Croissance trimestrielle la plus faible depuis neuf ans au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011/12 (5,3% entre janvier et mars) et contraction de la production manufacturière.
- Malgré la baisse des taux directeur et de réserves obligatoires des banques, pas de *policy mix* expansionniste prévu en raison des craintes liées à l'inflation, à la chute de la roupie et à l'endettement public élevé.

- La roupie restera sous pression : elle a déjà perdu 23% en juin 2012 (en GA) en raison de l'aversion croissante au risque dans le sillage de la crise de la zone euro, du creusement du déficit courant et du ralentissement des IDE ; malgré les mesures prises par le Banque centrale (vente de dollars sur le marché des changes entamant les réserves de change), les pressions à la baisse demeureront importantes du fait du maintien de déséquilibres fondamentaux.
- Le risque souverain reste élevé : déficit budgétaire substantiel, dette publique représentant 67% du PIB et lourd service de la dette pénalisant les investissements publics en capital.
- Lenteur du processus de réformes structurelles dans un contexte de fragilisation du Parti du Congrès après les élections locales de mars 2012.

#### ESPAGNE : A4 ↘

##### Mise sous surveillance négative de l'évaluation A4

- Entrée en récession au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 (recul du PIB de 0,3% après une baisse identique au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011) ; barre des 24% de chômage passée en mars dernier ; accélération de la baisse de l'indice des prix des logements au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 (-12,6% sur un an) ; accélération de la baisse du chiffre d'affaire de l'industrie (-4,5% sur un an) et des services (-8,3%) en avril ; contraction de 2% du PIB attendue pour l'ensemble de l'année 2012.
- Forte progression des retards de paiement et des faillites.
- Aggravation de la crise bancaire et recours à l'aide européenne pour couvrir les besoins de recapitalisation.
- Déficit public difficile à réduire en raison de la faiblesse de la croissance.
- Marché secondaire de la dette toujours volatil.

#### ITALIE : A4 ↘

##### Mise sous surveillance négative de l'évaluation A4

- Aggravation de la récession au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 (troisième trimestre consécutif de contraction de l'activité : -0,8%, après -0,7% et -0,2%) ; taux de chômage record en avril 2012 à 10,2% ; accélération de la baisse du chiffre d'affaire de l'industrie en avril (-4,1% sur un an) ; poursuite de la baisse de la production dans la construction en avril (-15,1% sur un an), recul probable du PIB de 1,8% sur l'ensemble de l'année.
- Hausse notable des impayés et progression des faillites
- Inquiétude toujours vive des investisseurs à propos de la dette publique (120% du PIB).
- Lassitude de la population vis-à-vis des réformes, érosion de la popularité du président du Conseil italien Mario Monti, dont le mandat s'achève en avril 2013.

#### CHYPRE : C

##### Déclassement de l'évaluation B en C

- L'économie est en récession. Le PIB s'est contracté de 1,5% (en GA) au 1<sup>er</sup> trimestre 2012. Le pays enregistre également un quatrième trimestre consécutif de contraction par rapport au trimestre précédent. Nos prévisions de croissance 2012 : -1,3%.
- La solvabilité de l'Etat se dégrade. L'endettement public devrait atteindre 75% du PIB fin 2012 contre 58% en 2009.
- Le système bancaire est très exposé au risque grec (160% du PIB), les actifs bancaires représentent 835% du PIB, avec une intermédiation très élevée (280% du PIB).



- Nécessaire recapitalisation du secteur bancaire.
- Le poids de l'endettement privé est le plus élevé d'Europe. Il représente, en 2011, 311% du PIB, dont 135% du PIB pour les ménages et 186% du PIB pour les entreprises.
- Le secteur de la construction continue de pâtir de l'éclatement de la bulle immobilière et celui de la pétrochimie d'interruptions dans la fourniture d'électricité.
- Chypre est le cinquième pays de la zone euro à faire appel à l'assistance financière de l'Union monétaire.

**GUATEMALA : C**

Déclassement de l'évaluation B en C

- Croissance décevante.
- Faiblesse de l'Etat, des recettes publiques, de l'investissement public et des forces de sécurité.
- Instabilité sociale liée à la violence générée par les gangs et le trafic de drogues, ainsi qu'à la corruption.
- Inégalités criantes, entre autres, en matière de propriété foncière et d'éducation.

**Modifications des évaluations environnement des affaires**

Pays	Avril 2012	Modifications juillet 2012 (ordre croissant de risque)

**Reclassements, levée de la surveillance négative ou mise sous surveillance positive**

Indonésie	C	C ↗
-----------	---	-----

**Déclassements, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative**

Inde	A4	A4 ↘
Argentine	B	C
Syrie	C	D

**Reclassements, levée de la surveillance négative, mise sous surveillance positive****INDONESIE : C ↗**

Mise sous surveillance positive de l'évaluation C

- L'environnement des affaires indonésien s'est amélioré ces dernières années. Le pays se situe désormais dans les classements Banque mondiale, Doing Business et Transparency International, au-dessus de pays classés en B. En effet, l'Indonésie est par exemple mieux classée par la Banque mondiale que la Russie, le Kazakhstan, les Philippines ou l'Argentine.

- En termes d'efficacité du gouvernement, l'Indonésie (110<sup>o</sup>/210) se trouve au même niveau que le Pérou (111<sup>o</sup>) classé en B en terme d'environnement des affaires. Pour la qualité de la réglementation, l'Indonésie (127<sup>o</sup>/210) est classée au même niveau que la Russie (130<sup>o</sup> ; en B). En termes de respect de la loi, l'Indonésie (146<sup>o</sup>/212) est au même niveau que le Kazakhstan (145<sup>o</sup>) évalué en B. En termes de corruption, l'Indonésie (153<sup>o</sup>/210) se trouve bien devant les Philippines (163<sup>o</sup>), le Kazakhstan (178<sup>o</sup>) et la Russie (183<sup>o</sup>), tous trois classés en B.
- La mise en place d'une Commission anti-corruption (KPK) très active dans l'administration constitue une avancée récente non négligeable. La Commission d'éradication de la corruption, qui dispose de larges pouvoirs d'investigation concernant les juges, les membres du gouvernement, les hommes d'affaires, affiche un fort soutien populaire. Son action a permis de condamner plusieurs individus haut placés ces dernières années, comme l'ancien gouverneur de la Banque centrale, Burhanuddin Abdullah ou l'ex-trésorier du Parti Démocratique au pouvoir Muhammed Nazaruddin en août 2011.
- Il faut également noter le dynamisme des réformes engagées à long terme sous la houlette du FMI : amélioration du cadre légal régissant les faillites, privatisations (télécommunications, acier, mines d'étain et de charbon, autoroutes) et assouplissement progressif de la législation sur les investisseurs étrangers.

**Déclassements, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative****INDE : A4 ↘**

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A4

- Dégradation de l'environnement des affaires liée aux blocages récurrents dans le processus décisionnel indien générant des reports successifs des réformes structurelles
- Selon le classement de la Banque mondiale concernant la qualité de la réglementation, l'Inde (128<sup>o</sup>/210) se situe à un niveau inférieur à de nombreux pays évalué en B (Kazakhstan 122<sup>o</sup>, Philippines 118<sup>o</sup>, Russie 130<sup>o</sup>) ou en C (Indonésie 127<sup>o</sup>). En outre, les investisseurs étrangers s'inquiètent de la dégradation de la qualité de la réglementation (report des réformes sur les lois concernant l'acquisition des terres, l'augmentation des plafonds d'IDE dans le commerce de détail et l'assurance, mise en place rétroactive d'une taxe sur les transactions *off-shore* d'actifs indiens, retard dans les privatisations).
- La corruption est toujours très présente et se manifeste à travers des scandales, impliquant des politiques et des industriels (octroi de licences de téléphonie, organisation des *Jeux du Common Wealth* à Delhi). Elle est particulièrement présente selon le rapport de Standard & Poor's (*Will India be the First Fallen Angel*) dans les secteurs régulés (mines, télécommunications, pétrole et gaz, etc.). Selon la Banque mondiale, l'Inde est classée 135<sup>o</sup>/210 et se situe derrière l'Argentine, 127<sup>o</sup> (B), la Tanzanie, 132<sup>o</sup> (C) ou la Bolivie, 130<sup>o</sup>.
- Enfin, en terme de qualité des infrastructures, l'Inde se situe derrière l'Indonésie (pourtant classé en C en termes d'environnement des affaires) et au même niveau que le Pérou (B) et la Russie (B).

### ARGENTINE : B

Déclassement de l'évaluation B en C

- Instabilité réglementaire.
- Difficulté accrue pour les entreprises, tant exportatrices qu'importatrices, à se procurer des devises en raison du durcissement du contrôle des changes :
  - lenteur des paiements,
  - impact négatif sur la production,
  - prospection des marchés entravée.
- Interventionnisme croissant de l'Etat sur les prix.

### SYRIE : D

Déclassement de l'évaluation C en D

- L'intensification du conflit fragilise l'environnement institutionnel (affaiblissement du respect de la loi, fonctionnement ralenti des tribunaux de commerce, capacité moindre de l'Etat à fournir des services publics).
- La détérioration de la situation sécuritaire constitue une entrave à la circulation des biens et des personnes.
- Les entreprises sont au bord de la cessation d'activité : elles font face à une flambée des prix des intrants et peinent à payer leurs employés ; plus généralement, la sécurité des biens et des personnes n'est plus assurée.

## Rappel

### Pays sous surveillance

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

#### Sous surveillance positive

Pays	Évaluations	Surveillance positive depuis
Etats-Unis	A2	Avril 2012
Indonésie*	B	Juillet 2012
Côte d'Ivoire*	D	Juillet 2012

#### Sous surveillance négative

Pays	Évaluations	Surveillance négative depuis
Australie	A1	Avril 2012
Nouvelle-Zélande	A1	Avril 2012
Inde*	A3	Juillet 2012
Espagne*	A4	Juillet 2012
Italie*	A4	Juillet 2012

### Évaluations des principales économies

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

Pays	Évaluations
Canada	A1
Japon	A1
Australie	A1 ↘
Etats-Unis	A2 ↗
Allemagne	A2
Corée	A2
France	A2
Afrique du Sud	A3
Brésil	A3
Chine	A3
Pologne	A3
Royaume-Uni	A3
Inde*	A3 ↘
Arabie Saoudite	A4
Mexique	A4
Turquie	A4
Espagne*	A4 ↘
Italie*	A4 ↘

\* Pays dont l'évaluation est modifiée en juillet 2012

## AFRIQUE DU SUD

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A3**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



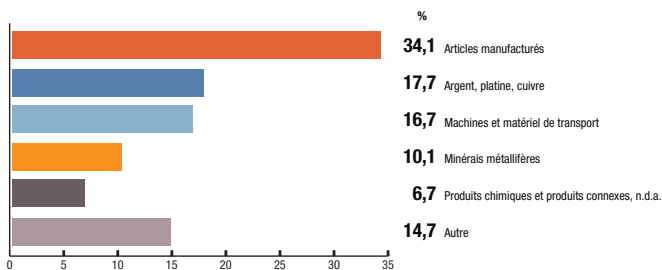
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,5	2,9	3,1	2,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	7,1	4,3	5,0	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,3	-4,8	-4,6	-4,8
Solde courant / PIB (%)	-4,1	-2,8	-3,3	-4,5
Dettes publiques / PIB (%)	31,5	35,3	38,8	40,0

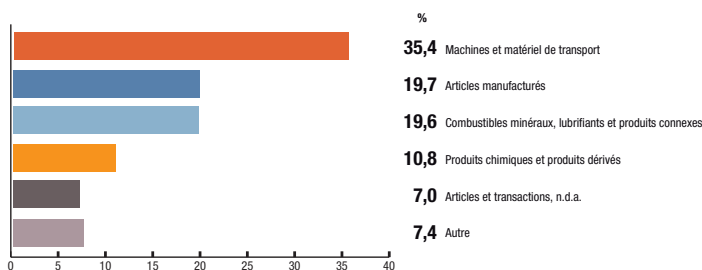
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 16 % du PIB



#### Importations 48 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Ralentissement de la croissance en 2012

La croissance sud-africaine restera modeste en 2012. Tirée par la consommation intérieure soutenue par des taux d'intérêt faibles, la progression du PIB reste contrainte par un chômage élevé (25%), la progression plus lente des salaires et l'endettement des ménages (76% du revenu disponible). L'investissement des entreprises privées, dont la situation financière reste solide, ralentit en raison de capacités de production inutilisées et des incertitudes sur l'évolution de la demande. Toutefois, l'investissement des compagnies publiques dans les secteurs des transports et de l'électricité s'accélère. La faiblesse de la demande de l'UE, premier partenaire de l'Afrique du Sud (22% des exportations, 1/3 de celles de biens manufacturés) pèse sur la production manufacturière. La production minière reste entravée par le manque d'investissements et les grèves. Les cours des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que les coûts de production et de distribution exerceront une pression à la hausse sur les prix. La tendance à la dépréciation du rand augmentera ces pressions. L'inflation ne devrait cependant pas dépasser le plafond de la zone cible de la Banque centrale (3-6%), Eskom ayant accepté de limiter la hausse des tarifs de l'électricité à 16 % (au lieu de 26%). La Banque centrale, privilégiant la croissance, devrait maintenir son taux de refinancement (5,5% depuis novembre 2010).

#### Stabilisation du déficit budgétaire et détérioration du solde courant

Le déficit budgétaire devrait se stabiliser en 2012/13. Les mesures contra-cycliques de soutien de la croissance et de l'emploi seront maintenues, ainsi que les dépenses d'investissement (infrastructures, lutte contre l'insécurité et les inégalités). La dette publique progresse légèrement en 2012 mais reste maîtrisable (40% du PIB) grâce à une gestion prudente des finances publiques au cours des deux dernières décennies. 10% seulement de la dette est libellé

en devises. La balance commerciale deviendra légèrement déficitaire. Les importations de produits manufacturés augmenteront tandis que les exportations pâtiront de la contraction de la demande (UE) et de l'érosion du cours des matières premières. La balance des invisibles restera déficitaire, les recettes touristiques ne compensant pas le paiement de services aux sociétés étrangères (mines) et les rétrocessions de droits de douane aux Etats membres de l'Union douanière (SACU). Le déficit courant devrait se creuser pour s'établir à 4,5% du PIB. Les investissements directs sont peu élevés au regard du PIB, mais les investissements de portefeuille sont attirés par le différentiel de taux avec les pays avancés («carry trade»), ce qui rend ces flux très volatils. La dépréciation du rand observée début 2012 devrait se poursuivre en restant modérée et la volatilité du cours se renforcera. La capitalisation des banques est satisfaisante et la qualité des actifs s'améliore. Le système bancaire est peu vulnérable au risque de change.

#### Risque d'accentuation des tensions sociales mais environnement des affaires satisfaisant

L'élection de J. Zuma en 2009 et les promesses de la coalition au pouvoir (ANC, Parti communiste et syndicats) ont suscité des espoirs. La persistance d'un niveau élevé de chômage et des inégalités entraîne déceptions et rancœurs. L'application du BEE (Black Economic Empowerment) favorisant l'intégration de la population noire dans l'économie, devrait être mieux contrôlée, suite à un amendement de la loi. Néanmoins si les effets tardent, les troubles sociaux (manifestations, grèves) risquent de s'intensifier. La cohésion au sein de l'ANC et de la coalition est déterminante pour la poursuite des réformes structurelles. La récente expulsion de J. Malema, figure emblématique de l'aile gauche du parti, devrait ramener un peu de sérénité à l'ANC dont Jacob Zuma devrait conserver la présidence en décembre, lors de la Conférence quinquennale du parti. Les perspectives d'alternance aux élections présidentielles (2014) sont réduites alors que l'ANC dirige

le pays depuis 1994. Pourtant, le principal parti d'opposition, l'Alliance Démocratique (AD) a été crédité de 24% aux élections municipales (mai 2011). La nomination d'une jeune députée noire à la tête de son groupe parlementaire devrait lui permettre de renforcer encore sa popularité. L'Afrique du sud dispose d'un système juridique bien développé. Mais l'inefficacité de l'administration, le manque de qualification de la main d'œuvre, la criminalité et la corruption «polluent» l'environnement des affaires.

#### Points FORTS →

- Poids économique et politique en Afrique et au niveau international
- Richesses en ressources naturelles (or, platine, charbon, chrome...)
- Secteur des services (financiers notamment) bien développé
- Maîtrise des dépenses publiques et de l'endettement extérieur
- Environnement législatif protecteur pour les investisseurs

#### Points FAIBLES →

- Pauvreté, inégalités sources de risque social (criminalité, manifestations)
- Chômage élevé et pénurie de main d'œuvre qualifiée
- Production entravée par un manque d'investissements, carences en infrastructures de transport et d'énergie
- Vulnérabilité aux cours des matières premières
- Sensibilité à la conjoncture européenne, ainsi qu'à la concurrence asiatique
- Dépendance aux flux de capitaux étrangers volatils
- Corruption

## ALGERIE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



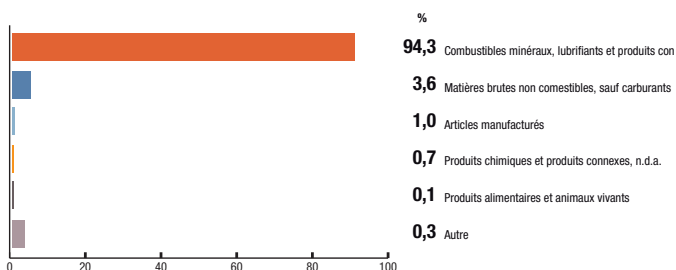
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	2,4	3,3	2,5	3,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,7	3,9	4,5	5,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,4	-2,0	-2,8	-3,5
Solde courant / PIB (%)	0,2	7,5	9,5	7,0
Dette publique / PIB (%)	10,4	11,1	10,0	9,4

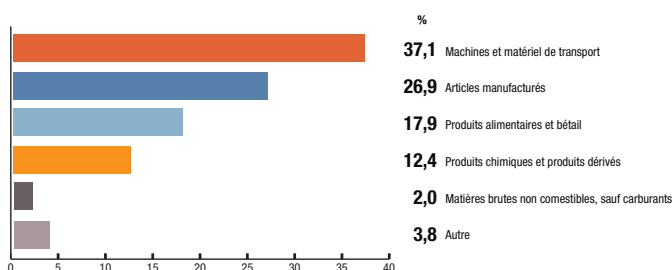
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 40 % du PIB



#### Importations 36 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Croissance modérée, soutenue par le secteur des hydrocarbures et les dépenses publiques

La production de pétrole n'a enregistré qu'une augmentation marginale en 2011, tandis que celle de gaz naturel a pâti d'un ralentissement des investissements et de problèmes techniques. Hors hydrocarbures, l'activité a progressé à un rythme plus soutenu grâce à une bonne récolte agricole et aux secteurs tirés par les investissements publics. Néanmoins, ces secteurs représentent une part relativement limitée du PIB et contribuent donc modérément à la croissance, qui, globalement, a ralenti.

En 2012, la croissance est susceptible de rebondir légèrement en raison d'une modeste augmentation de la production pétrolière et gazière et de dépenses publiques élevées, principalement du fait de la poursuite du vaste programme d'investissements publics (construction de logements, de routes et de voies ferrées). Par ailleurs, l'augmentation des salaires du secteur public ainsi que le subventionnement des produits de première nécessité permettront de soutenir la consommation privée. Quant aux investissements privés, leur progression risque d'être bridée, par une insuffisance de financement notamment.

#### Faible endettement public et solide position financière extérieure

Le déficit budgétaire s'est accru modérément en 2011, en dépit de la hausse des revenus pétroliers, et il devrait se creuser en 2012, en raison de la hausse des salaires dans l'administration, de l'extension des mesures socio-économiques adoptées en 2011 et de la poursuite de la modernisation des infrastructures. Toutefois, les revenus des hydrocarbures mis en réserve dans le Fonds de Régulation des Recettes permettent de financer ce déficit, d'autant que le pays bénéficie d'un faible endettement public. Grâce aux exportations d'hydrocarbures et à des cours

devant rester élevés, les balances commerciale et courante seront encore excédentaires en 2012. Ces exportations seront soutenues par la mise en service, en 2011, du gazoduc Medgaz entre l'Algérie et l'Espagne, ainsi que d'unités de gaz naturel liquéfié en 2012. L'Algérie est, toutefois, tributaire de l'Europe pour son commerce extérieur et les perspectives moroses dans cette zone pourraient freiner les ventes algériennes. Par ailleurs, les importations continueront à être limitées par les mesures prises par les autorités depuis 2009, en dépit d'importants achats de blé, dont l'Algérie est l'un des plus gros importateurs au monde.

D'imposantes réserves de change (environ trois ans d'importations) renforcent une situation financière extérieure déjà solide. De plus, la politique active de désendettement extérieur, via le remboursement anticipé de la dette rééchelonnée et l'interdiction pour les entreprises d'emprunter à l'étranger, a ramené le ratio dette/PIB à un niveau très faible (3%).

#### Des défis dans les domaines politique, social, sécuritaire et du climat des affaires

Afin d'essayer de désamorcer la contestation politique et sociale, dans le contexte des soulèvements en 2011 dans d'autres pays arabes, le pouvoir a pris des mesures destinées à améliorer la représentation politique et le rôle des médias, à lutter contre le chômage des jeunes et à augmenter le nombre des logements sociaux.

Les élections législatives de mai 2012, marquées par un niveau élevé d'abstention, n'ont pas conduit à un rééquilibrage des forces politiques au profit de partis islamistes «modérés», la coalition «nationaliste» au pouvoir, composée principalement du FLN et du RND, ayant conservé la majorité. Etant donné les larges prérogatives du Président, l'échéance importante sera l'élection présidentielle d'avril 2014, lors de laquelle A. Bouteflika ne devrait pas briguer un quatrième mandat, à la fois en raison de son âge et de son état de santé. La période à venir est donc marquée par la préparation de sa succession, compliquée notam-

ment par un projet de modification de la Constitution.

Si la situation sécuritaire s'est améliorée, des actions sporadiques du groupe islamiste radical Al-Qaïda au Maghreb Islamique demeurent possibles, même si leur effet déstabilisateur sur l'activité économique est limité.

Par ailleurs, des restrictions visant les importations et les investissements étrangers - ayant pour but de protéger les intérêts économiques du pays et de promouvoir les industries nationales - ont été édictées par la loi de finances complémentaire de 2009 et globalement reconduites en 2010 et 2011, en dépit de quelques assouplissements en matière de paiement des importations par crédit documentaire. Ces mesures semblent peu propices à une amélioration sensible du climat des affaires et au développement du secteur privé, de même que la faiblesse de l'intermédiation bancaire.

#### Points FORTS ↗

- Importance des réserves de pétrole et de gaz.
- Situation financière extérieure solide (très faible endettement extérieur et énormes réserves de change)
- Politique d'investissement public visant une diversification économique

#### Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance envers le secteur des hydrocarbures
- Poids économique excessif du secteur public
- Fragilité de l'environnement des affaires, faiblement incitatif pour les firmes étrangères
- Taux de chômage élevé, particulièrement des jeunes

## ALLEMAGNE

Évaluations Coface

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



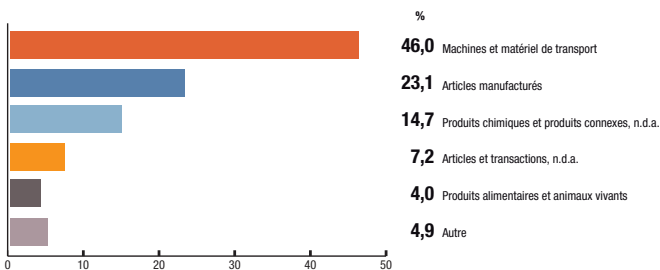
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,1	3,7	3,1	0,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,4	1,1	2,3	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,2	-4,3	-1,0	-0,3
Solde courant / PIB (%)	5,6	5,7	5,4	4,9
Dettes publiques / PIB (%)	74,2	83,0	81,0	82,0

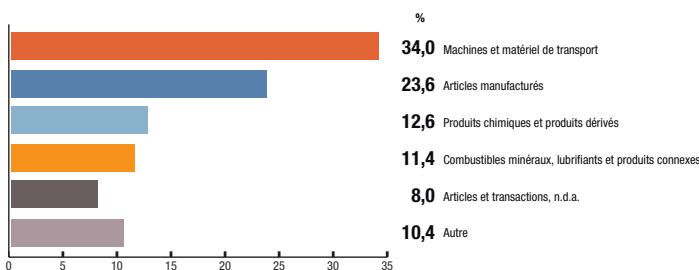
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 41 % du PIB



#### Importations 36 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Fort ralentissement de l'activité lié à la dégradation du contexte extérieur

Après un excellent, mais atypique, 1<sup>er</sup> trimestre, le reste de l'année 2012 sera moins favorable en raison des effets déléterés de la crise de la dette européenne sur la conjoncture régionale et du ralentissement observé dans les émergents et aux Etats-Unis.

Malgré une demande des zones émergentes toujours en progression, les exportations (50% du PIB) vont fortement ralentir sous l'influence d'une conjoncture très défavorable en Europe occidentale (55% des débouchés, dont 40% pour la zone euro). Cependant, la contribution des échanges extérieurs à la croissance sera légèrement positive car, dans le même temps, les importations ralentiront plus dans le sillage de l'investissement. Les incertitudes incitent, en effet, les entreprises à repousser leurs investissements. Un recul de ces derniers est toutefois à écarter en raison du taux d'utilisation assez élevé des capacités de production et du rattrapage partiel du retard dû à la crise de 2009. L'investissement public décélèra avec la fin des projets contenus dans le second plan de relance de 2009. L'accroissement des investissements dans les énergies renouvelables (éolien, solaire, géothermique), la modernisation des centrales thermiques existantes et la construction de centrales au gaz dans la perspective de la sortie du nucléaire en 2022, n'interviendra au mieux qu'à partir de la fin d'année.

#### Soutien de la dépense des ménages

Le soutien à l'activité proviendra surtout de la résistance de la consommation et de l'investissement des ménages. D'un côté, l'emploi va stagner, mais, de l'autre, le revenu disponible des ménages augmentera significativement (2%). Dans un marché du travail tendu, des accords professionnels concernant un tiers des salariés se sont

conclus sur des hausses sensibles de salaires (de 3 à 4%). Les retraités vont profiter de l'indexation de leurs pensions sur les rémunérations. La majeure partie du supplément de recettes publiques attendue en 2012, conséquence de la résistance de la consommation et de la progression des revenus, sera redistribuée sous forme de primes de fin d'année aux fonctionnaires, d'augmentation des allocations logement et parentale, ainsi que des bourses pour les étudiants. La construction et la rénovation de logements progressera du fait notamment de la méfiance des ménages pour les placements financiers et de très bas taux d'intérêt.

#### Des comptes publics et extérieurs satisfaisants

Avec le ralentissement de croissance et le desserrage de la politique budgétaire, l'amélioration des comptes publics va ralentir. Le déficit devrait tout de même passer sous la barre de 1% du PIB. Cependant, la dette restera élevée (plus de 80% du PIB). Le frein à l'endettement, intégré à la Loi Fondamentale, qui prévoit la réduction du déficit structurel de la Fédération à 0,35% d'ici 2016 et l'équilibre structurel pour les Länder d'ici 2020, ne jouera pas suffisamment. Le déficit structurel devrait en effet représenter 1% du PIB.

Grâce à son considérable excédent commercial, la balance courante est très excédentaire. L'essoufflement de la demande mondiale ne remet pas en cause cette situation.

#### La situation financière des entreprises susceptible de se dégrader à nouveau

Malgré les hausses de salaires consenties et l'augmentation du prix des matières premières, les entreprises ont, dans leur ensemble, retrouvé une bonne rentabilité et un large autofinancement. Un niveau de gamme élevé, auquel contribuent largement leurs importantes dépenses de recherche-développement, permet aux entreprises, à la fois, de bien maîtriser leurs prix, de résister à la concurrence

des importations, tant sur leur propre marché et qu'à l'extérieur, et donc de profiter de la résurgence de la demande intérieure. Cependant, la nette décélération de la croissance peut entraîner une rechute. Déjà, depuis le début de 2012, les incidents de paiement enregistrent une hausse modérée, avec quelques secteurs particulièrement exposés comme l'éolien, le raffinage ou le commerce d'électronique de loisirs. En cas de dégradation de la situation des banques, dont certaines restent fragiles, l'accès au crédit bancaire deviendrait malaisé. Cela pourrait poser des difficultés aux entreprises, notamment les PME, qui y ont recours.

### Points FORTS ↗

- Solide base industrielle (1/4 du PIB)
- Haut niveau de gamme et diversité de la production contribuent à la compétitivité et à la rentabilité
- Innovation, recherche et développement
- Présence importante sur les marchés émergents (1/3 des exportations)
- Rôle central des PME (Mittelstand) exportatrices à forte assise régionale
- Intégration de l'Europe centrale et orientale dans le processus de production
- Importance des ports de Hambourg et de Bremerhaven

### Points FAIBLES ↘

- Déclin démographique
- Manque d'ingénieurs
- Faible taux d'emploi des femmes
- Forte dépendance aux marchés mondiaux
- Poids majeur de la production et des exportations d'automobiles
- Retard persistant des Länder orientaux
- Secteur bancaire fragilisé

## AZERBAÏDJAN

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ**



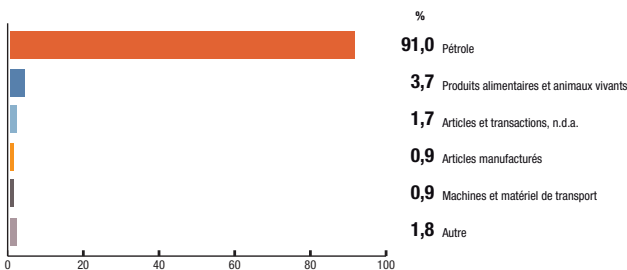
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	9,3	5,0	0,1	3,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	8,4	7,5	7,9	5,6
Solde budgétaire / PIB (%)*	6,8	14,3	13,3	10,9
Solde courant / PIB (%)	23,6	29,1	26,3	21,8
Dette publique / PIB (%)	12,1	11,4	12,0	12,6

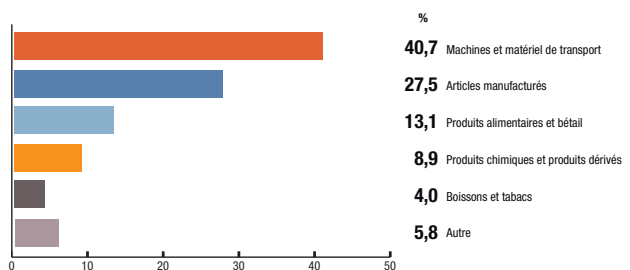
(e) : estimation (p) : prévision \* Dont les transferts du Fonds pétrolier SOFAZ

### Échanges commerciaux

#### Exportations 52 % du PIB



#### Importations 25 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### La fin du boom pétrolier pèse sur la croissance

L'année 2011 a été marquée par une nette décélération de l'activité, sous l'effet de la contraction de la production du secteur pétrolier (-9,3% par rapport à 2010). Ce repli (résultat de travaux de maintenance sur trois plateformes du gisement Azeri-Chiraz-Guneshli) a pu être compensé par une croissance soutenue du PIB non-pétrolier, écartant ainsi une contraction de l'activité.

L'économie devrait rebondir en 2012, mais la croissance restera très inférieure aux performances enregistrées pendant le boom pétrolier (+20% de croissance annuelle en moyenne entre 2003 et 2008). Au premier trimestre, l'activité a stagné, en raison d'une nouvelle contraction de la production pétrolière qui ne devrait que légèrement rebondir sur l'ensemble de l'année. Le gouvernement a en effet annoncé une réduction volontaire de la production afin de préserver les réserves du pays. Dès lors, la production industrielle devrait enregistrer une croissance modeste. Il n'empêche que les exportations d'hydrocarbures progresseront vigoureusement en valeur, tirées par les cours élevés du brut. Fort des recettes d'exportations, le gouvernement continuera de soutenir la croissance du PIB non-pétrolier. Les dépenses publiques viendront ainsi porter la demande interne, notamment les dépenses d'investissement. La consommation des ménages restera la seconde contribution à la croissance du PIB, bénéficiant de la stabilisation du marché du travail, d'une nouvelle hausse du salaire nominal et d'une inflation exceptionnellement basse (+2,9% en mars en glissement annuel). Au total, l'inflation restera élevée en 2012, mais son rythme moins soutenu qu'en 2011, sous l'effet du resserrement de la politique monétaire de la Banque centrale opéré en 2011 et d'effets de base favorables sur les prix des biens alimentaires.

#### Une situation financière confortable grâce à la rente énergétique

La situation financière de l'Azerbaïdjan restera très confortable grâce aux actifs considérables accumulés par le Fonds pétrolier SOFAZ depuis 2001, aujourd'hui valorisés à plus de 50% du PIB. Le solde budgétaire restera largement excédentaire en 2012 et les ratios d'endettement public contenus. Toutefois, la dépendance croissante des finances publiques aux transferts de SOFAZ, dans un contexte de baisse continue des recettes fiscales non-pétrolières depuis 2008, constitue un risque croissant pour les finances publiques. Le secteur bancaire semble aujourd'hui en voie de stabilisation, bien que les banques publiques restent faiblement capitalisées, à l'image de l'International Bank of Azerbaijan (35% du total d'actifs), qui devrait faire l'objet d'une nouvelle recapitalisation en cours d'année 2012. Les comptes extérieurs sont par ailleurs solides et l'excédent courant, bien qu'en légère diminution, permettra de limiter le recours à l'endettement extérieur pour financer les projets d'investissement.

#### Un contexte politique et social plus tendu

Le régime azéri se caractérise par une forte concentration du pouvoir entre les mains du président Ilham Aliyev, au pouvoir depuis 2003. Si le gouvernement était jusqu'à présent parvenu à maintenir une certaine stabilité sociale et politique, les écarts grandissants entre la nouvelle bourgeoisie de Bakou issue du boom pétrolier et les campagnes ont provoqué le mécontentement croissant d'une partie de la population qui ne profite pas de la redistribution de la rente. En outre, les soulèvements populaires dans certains pays arabes en 2011 ont été l'élément déclencheur d'une contestation plus ouverte du régime, qui s'est récemment

affermie à l'occasion de la tenue de l'Eurovision, organisée à Bakou en mai 2012. Bien que l'opposition demeure pour le moment faible, divisée et la contestation modeste, le durcissement de la répression dans un contexte de ralentissement économique et de montée des inégalités pourrait conduire à l'accroissement des tensions sociopolitiques. Par ailleurs, le risque d'instabilité politique régionale reste très élevé, notamment en raison des tensions persistantes avec l'Arménie. Les négociations relatives au statut du Haut-Karabakh demeurent en effet dans une impasse et le risque d'un nouveau conflit armé entre les deux pays élevé.

#### Points FORTS ↗

- Abondance des ressources pétrolières et gazières
- Développement de nouvelles voies de transit énergétique

#### Points FAIBLES ↘

- Manque de diversification économique
- Risque de conflit armé avec l'Arménie
- Problèmes de gouvernance et niveau élevé de corruption

## BRÉSIL

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



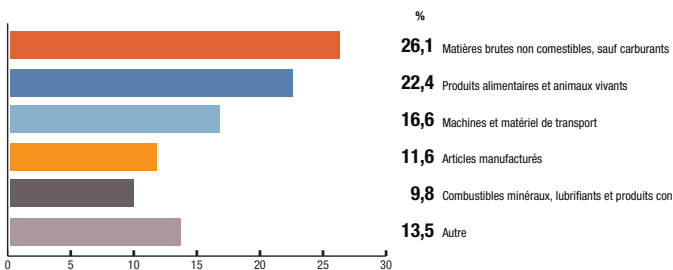
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-0,3	7,5	2,7	2,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,3	5,9	6,5	5,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,1	-2,1	-2,6	-2,8
Solde courant / PIB (%)	-1,6	-2,3	-2,6	-2,9
Dette publique / PIB (%)	67,0	65,0	66,0	66,0

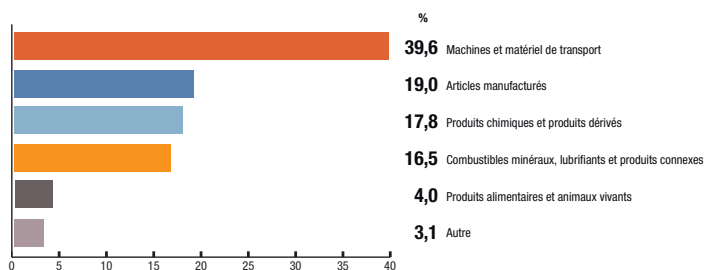
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 11 % du PIB



#### Importations 11 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Nouveau ralentissement en 2012

En 2012, l'activité devrait encore décélérer. L'absence de croissance en Europe et le ralentissement de l'économie en Chine, les deux principaux partenaires commerciaux, pèseront sur les exportations. La consommation intérieure, soutenue par une politique économique très accommodante, jouera encore le rôle de moteur de la croissance. La consommation des ménages et des administrations publiques sera la source principale de croissance. Chaque début d'année, le salaire minimum et les retraites, perçus par un quart de la population, bénéficient au moins de l'indexation sur l'inflation de l'année N-1. Cette fois, le salaire minimum a été augmenté de 14%. Le recul du chômage, à moins de 6%, contribue aussi à l'augmentation des revenus. Par ailleurs, le gouvernement exerce une forte pression sur les banques publiques pour qu'elles répercutent la baisse du taux directeur fixé à présent à 8,5%. Ce taux pourrait être abaissé à 8 ou 7,5% d'ici la fin d'année, soit un taux réel de 2%. Les banques se montrent réticentes, car le crédit aux ménages a fortement progressé ces dernières années et les prêts non performants aussi. Néanmoins, le crédit aux ménages dispose encore d'une marge de progression compte tenu de la part réduite des prêts hypothécaires dans l'encours, surtout composé de prêts à la consommation à court terme. Enfin, la politique budgétaire favorise aussi les ménages. Les taxes sur les achats d'électroménager, de logements et certains types de véhicules ont été abaissées. Plusieurs programmes sociaux destinés aux plus pauvres se poursuivent.

#### Manque de compétitivité industrielle

Cette consommation dynamique profitera surtout aux services, mais, une fois de plus, insuffisamment à l'industrie. Depuis plusieurs années, la part de marché des entreprises locales sur le marché domestique s'est réduite au profit des importations en raison d'un manque de compétitivité industrielle, avec pour conséquence la désindustrialisation et le poids croissant des matières premières (pétrole,

soja...) dans l'économie. Les autorités y voient les effets décalés de la politique monétaire restrictive menée au cours de la décennie 2000, qui a favorisé l'appréciation du real. Il semble, aussi, qu'il s'agisse d'un manque de productivité lié à l'insuffisance de la main d'œuvre qualifiée qui s'accompagne de salaires élevés, au manque d'infrastructures, aux pesanteurs administratives et à une fiscalité lourde et complexe. Ce contexte n'incite pas les industriels à investir. Par contre, l'investissement public résiste mieux.

#### Des mesures de soutien à l'industrie

Plusieurs mesures protectionnistes, visant à favoriser l'industrie brésilienne, ont été adoptées. Face à l'augmentation des importations de voitures, le gouvernement a décidé d'augmenter de 30% une taxe sur les ventes de véhicules au contenu local inférieur à 65%. De plus, le Brésil a remis en cause l'accord de libre-échange avec le Mexique dans l'automobile et imposé des quotas. Un contenu local minimal de 65% est aussi imposé pour les services et les matériels pétroliers, au risque de retarder la livraison ou de renchérir le coût d'équipements nécessaires à l'exploitation des nouveaux champs en eau profonde. En outre, le gouvernement brésilien a adopté des exonérations fiscales pour les industries les plus concurrencées par les importations telles que le textile. Le taux minimum d'exportations dans le total des ventes conditionnant l'accès à certaines exemptions fiscales est passé de 65 à 50%.

#### Situation financière maîtrisée

Le budget dégage un excédent primaire représentant 2% du PIB, mais un déficit global proche de 3%. Les dépenses courantes (salaires, pensions) progressent beaucoup du fait de leur indexation, tout comme les mesures de soutien aux ménages et à l'industrie (programme Maior). La dette publique brute demeure relativement importante (65% du PIB), mais stable. Sa part extérieure ne représente que 5% du PIB.

Les échanges commerciaux sont excédentaires (1% du PIB), mais compte tenu du déficit des services, des rapatriements de dividendes par les investisseurs étrangers et des remises des nombreux travailleurs immigrés présents

au Brésil, un déficit courant proche de 3% est enregistré. L'évolution du solde est très liée à celle des cours et de la demande de matières premières, pour le moment favorables. Pour cette raison, les autorités souhaitent améliorer la compétitivité de l'industrie manufacturière. Le déficit courant est financé facilement par les flux de capitaux étrangers. Au total, la situation extérieure est confortable avec une dette brute représentant 12% du PIB et couverte à 125% par les réserves en devises, et une position nette créditrice.

Le comportement de paiement des entreprises, tout en restant meilleur que la moyenne mondiale, est susceptible de se dégrader avec le ralentissement de l'activité. De plus, le risque peut être accru par le renchérissement et la moindre disponibilité du crédit, ainsi que la dépréciation du real pour les entreprises endettées en devises.

#### Points FORTS ↗

- Taille et potentialités du marché intérieur
- Ressources minérales et agricoles abondantes
- Importante industrie manufacturière
- Excédent budgétaire primaire
- Marges significatives pour des politiques contra-cycliques
- Position extérieure créditrice nette
- Considérables réserves en devises (11 mois d'importation)

#### Points FAIBLES ↘

- Dépendance aux matières premières et aux capitaux étrangers
- Déficit public global dû au service de la dette
- Infrastructures déficientes (énergie, transport)
- Manque de main d'œuvre qualifiée
- Insuffisance de l'épargne domestique (17% du PIB) et coût élevé du crédit
- Impôts élevés et consacrés surtout aux dépenses de fonctionnement
- Corruption et criminalité prospérant sur inégalités

## CHINE



Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

**RISQUE FAIBLE**

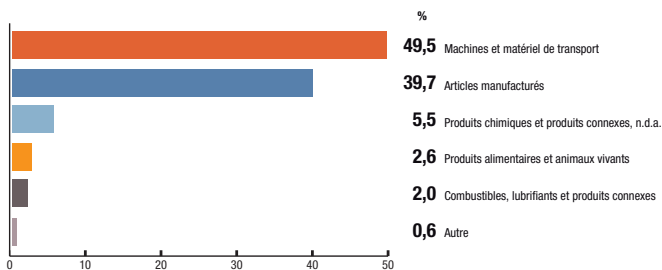
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	9,2	10,4	9,2	8,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,7	3,3	5,4	3,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,1	-2,3	-1,2	-1,3
Solde courant / PIB (%)	5,2	5,1	2,8	2,3
Dette publique / PIB (%)	17,7	33,5	25,8	22,0

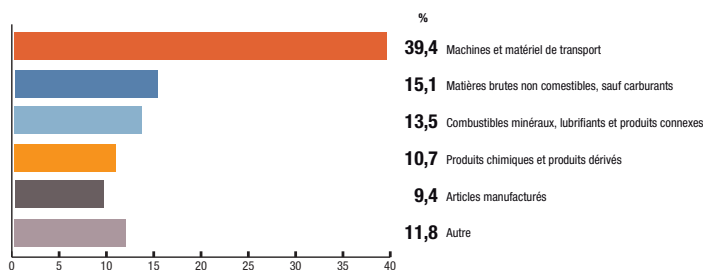
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **27 %** du PIB



#### Importations **22 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Ralentissement de la croissance contenu en 2012 grâce aux mesures de relance budgétaire

Le ralentissement de l'activité se poursuit au 1<sup>er</sup> semestre 2012. Les ventes à l'étranger, notamment vers la zone euro qui capte 15% des exportations totales, se contractent (-11% en avril 2012 en glissement annuel). En outre, la demande interne marque le pas du fait de la politique de contrôle de l'investissement engagée en 2010 et axée principalement sur la décélération de l'offre de crédit (réintroduction des quotas sur les prêts que les banques peuvent octroyer chaque année) et sur l'appréciation du yuan. La contraction des transactions immobilières et la baisse des prix dans certaines grandes villes pèsent également sur l'activité, le secteur immobilier représentant 10% du PIB. Ces difficultés du secteur immobilier pourraient avoir des conséquences sur le secteur de la construction notamment la métallurgie et les cimenteries.

Dans ce contexte, des mesures de relance budgétaires ciblées ont été annoncées : construction de 36 millions de logements sociaux, soutien aux PME de Wenzhou, prime à la casse dans le secteur automobile, subventions à l'achat d'électroménager. En outre, face aux difficultés des secteurs exportateurs, l'appréciation du yuan ralentit et devrait atteindre 3% en 2012 contre 5% en 2011. En revanche, une ouverture des vannes du crédit comme celle observée en 2009 (le crédit avait alors cru de +33%) n'a, à ce stade, pas été annoncée en raison des risques de mauvaise allocation des ressources, de détérioration de la qualité des actifs des banques et d'émergence de nouvelles bulles. Malgré les baisses de taux de réserves obligatoires des banques et du taux directeur, la croissance du crédit devrait rester sous contrôle (autour de +15%). Toutefois, en cas d'aggravation de la crise de la zone euro, les autorités pourraient faire le choix d'un soutien plus massif de l'économie.

#### Des fragilités persistantes au niveau des PME, des banques et des collectivités locales

Les PME sont à surveiller car elles font face à plusieurs chocs, notamment des pressions salariales importantes

(+20% en 2011 et +13% attendu en 2012) et des problèmes d'accès au financement. En effet, les crédits bancaires étant principalement alloués aux entreprises publiques, les PME du secteur privé font de plus en plus appel au système informel de crédit qui applique des taux usuraires, jusqu'à quatre fois plus élevés que ceux appliqués aux entreprises publiques. Dans un contexte de ralentissement de la demande externe, ces PME – qui représentent 68% des exportations et 60% de la création de richesse nationale – pourraient rapidement se retrouver en difficulté. En effet, dès avril 2012, les marges des entreprises se sont contractées de 2%.

Par ailleurs, le secteur bancaire pourrait être affecté par les difficultés croissantes du secteur immobilier, malgré les résultats encourageants des stress tests sur les plus grandes banques commerciales. En effet, si les ménages s'endettent peu pour acquérir leur logement, ce n'est en revanche pas le cas des promoteurs immobiliers qui font face à une pression financière accrue en raison de l'illiquidité croissante du marché et sont parfois contraints de vendre avec des décotes importantes.

En outre, les banques pourraient pâtir des difficultés croissantes des collectivités locales. Ne pouvant s'endetter à leur propre titre, les entités sub-souveraines ont emprunté via des plateformes de financement locales (PFL) au fonctionnement opaque. Les banques ont massivement prêté aux PFL alors que ces dernières étaient faiblement capitalisées. Selon les estimations officielles, la dette des collectivités locales s'élève à 27% du PIB. En 2012, le risque de défaut en chaîne devrait être évité grâce à l'intervention de l'Etat qui a mis en place les conditions d'un refinancement de cette dette. Les banques sont en effet encouragées à étendre la maturité des prêts octroyés tandis que les collectivités locales sont désormais autorisées à émettre des obligations. Cependant, ceci n'exclut pas des défauts ponctuels de collectivités locales ou de banques de second rang puisque 23% des crédits accordés aux collectivités locales pourraient se transformer en prêts non performants. L'Etat, souhaitant éviter le risque d'aléa moral, pourrait être tenté de faire quelques exemples isolés.

#### Lacunes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, les tensions sociales devraient demeurer vives en raison notamment des confiscations

récurrentes de terrains agricoles au profit de promoteurs immobiliers et des inégalités substantielles entre les campagnes et les villes. Enfin, des lacunes majeures de gouvernance persistent notamment en termes d'accès aux bilans des entreprises. En effet, le durcissement récent des conditions d'obtention d'informations financières sur les entreprises constitue une préoccupation centrale, puisqu'il pourrait sensiblement affecter les ventes à crédit interentreprises.

### Points FORTS ↗

- Comptes extérieurs bénéficiant de la compétitivité et de la diversification industrielles
- Risque de surendettement externe limité grâce au niveau élevé des réserves de change et au maintien d'un compte courant excédentaire
- Risque souverain contenu : dette publique largement domestique et libellée en monnaie locale
- Montée en gamme progressive
- Développement des infrastructures, encouragé par le plan de relance
- Taux d'épargne des entreprises très élevé et finançant la majeure partie de l'investissement

### Points FAIBLES ↘

- Tensions sociales croissantes liées à la montée des inégalités
- Baisse de la part de la consommation dans le PIB depuis 2000 : le rééquilibrage du modèle de croissance chinois reste un enjeu de taille à moyen terme
- Vieillesse de la population et tarissement progressif du vivier de main d'œuvre abondant et bon marché
- Surcapacités dans l'industrie et le commerce
- Banques chinoises fragiles, compte tenu du dynamisme du crédit et des incertitudes quant au niveau des créances douteuses
- Problèmes environnementaux



## CHYPRE

Évaluations Coface

Pays **C**

Environnement des affaires **A3**

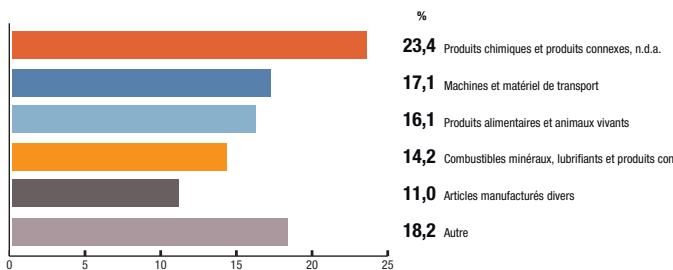


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,9	1,1	0,5	-1,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,2	2,6	3,5	3,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,1	-5,3	-6,3	-4,3
Solde courant / PIB (%)	-8,8	-12,2	-10,1	-8,8
Dette publique / PIB (%)	58,5	61,5	71,6	79,9

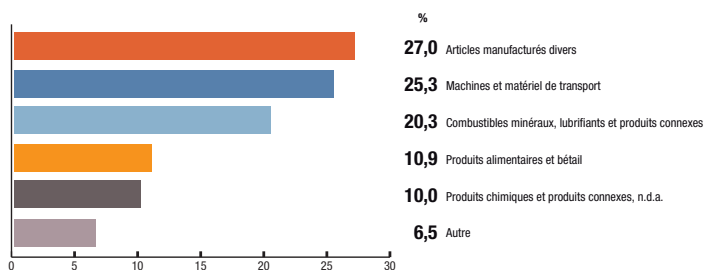
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 47 % du PIB



#### Importations 59 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### La demande intérieure reste contrainte par le désendettement du secteur privé

En 2011, la reprise a été entravée par l'explosion de la principale centrale électrique qui couvrait la moitié des besoins en électricité de l'île. En 2012, les coupures d'électricité devraient persister et peser sur la production dans les secteurs de la chimie et des produits pharmaceutiques. La consommation des ménages restera largement déprimée par la modération des salaires, notamment dans le secteur public. Le taux de chômage demeure élevé, avec un secteur de la construction durablement atone suite au dégonflement de la bulle immobilière. En outre, les ménages, endettés à plus de 110% de leur revenu disponible et qui pâtissent d'un effet de richesse négatif avec la baisse des prix de l'immobilier, continueront de se désendetter. De même, l'investissement restera contraint par le désendettement des entreprises et la baisse de l'offre de crédit consécutive à la fragilisation du secteur bancaire. Toutefois, les investissements directs étrangers en provenance de Russie devraient rebondir. L'investissement public devrait tirer la croissance, notamment en raison des efforts de reconstruction, suite à l'explosion de la centrale électrique Vassilikos. Par ailleurs, l'activité touristique pourrait continuer à bénéficier d'une persistance des troubles dans les pays du Maghreb et du Moyen-Orient, qui fait ressortir Chypre comme une destination sûre, ainsi que de l'attractivité croissante que le pays exerce sur les ressortissants des pays de la CEI. La bonne tenue des services touristiques devrait compenser la chute des exportations à destination de la Grèce (25% du total des exportations) et permettre à l'économie de renouer avec un taux de croissance positif au second semestre 2012.

#### Des finances publiques exposées aux besoins de recapitalisation du secteur bancaire

Le secteur bancaire, fortement exposé au risque grec (40% du portefeuille de prêts), présente un risque systémique en

raison de sa taille, avec un bilan équivalent à sept fois le PIB et une intermédiation élevée portant le niveau de crédit à 280% du PIB. Début 2012, le portefeuille de créances sur les ménages et les entreprises grecs représentait 120% du PIB. Par ailleurs, l'accord de restructuration sur la dette publique grecque impliquant le secteur privé s'est traduit par d'importantes pertes pour les banques chypriotes. L'Etat devrait recapitaliser le secteur bancaire et notamment la deuxième banque chypriote, Marfin Popular Bank (MPB), la plus exposée à la crise grecque. Après un prêt de 2,5 milliards d'euros accordé par la Russie en 2011, l'Etat a sollicité le soutien financier de l'Union européenne pour un montant de 2 à 10 milliards d'euros, selon que l'aide européenne couvre uniquement le secteur bancaire ou l'ensemble de l'économie.

L'Etat devrait poursuivre ses efforts d'ajustement budgétaire comme en témoigne le relèvement en mars 2012 du taux de TVA de 15 à 17% et le remplacement d'un départ à la retraite sur quatre dans la fonction publique. Toutefois, le gouvernement ne parviendra pas à respecter en 2012 le seuil de 3% de déficit établi par les critères de Maastricht compte tenu de la baisse des recettes fiscales liée au ralentissement de l'activité et à la contribution financière du pays au FESF. Par ailleurs, il est peu probable que le gouvernement procède à l'augmentation du taux d'impôt sur les sociétés (10%, soit le plus faible de l'Union européenne) qui risquerait de remettre en cause la position du pays en tant que plateforme régionale de services aux entreprises. A terme, en l'absence d'une réorientation du régime de croissance fondé sur un faible taux d'imposition, la dette publique devrait continuer à croître, alors même que le secteur financier constitue un engagement implicite de poids (110% du PIB).

Le déficit courant devrait se contracter compte tenu de la baisse des importations consécutive au recul de la demande domestique. Toutefois, le solde courant restera très largement déficitaire, grevé par les importations d'électricité. Son financement est assuré principalement par des capitaux courts, en provenance majoritairement de Russie et des pays du Golfe, qui devraient toutefois se révéler stables.

#### Un très lent processus de négociation pour la réunification

Depuis 2008 les négociations en vue de la réunification de l'île ont fait peu de progrès. Malgré les efforts réalisés jusqu'à présent par les présidents grec et turc, il reste beaucoup à faire pour aplanir les divergences (partage du pouvoir, règlement du dossier des propriétés spoliées). En outre, la victoire à l'élection présidentielle chypriote turque d'avril 2010 de Dervish Eroglu, leader du parti nationaliste, tend plutôt à freiner les discussions. Même si le président Christofias veut profiter de la tenue par Chypre de la présidence de l'UE au second semestre 2012 pour relancer les discussions, il est peu probable que le processus de réunification aboutisse à court terme.

#### Points FORTS ↗

- Niveau élevé du PIB par habitant
- Risque de change limité par l'appartenance à la zone euro
- Infrastructures développées, potentiel touristique significatif
- Pôle régional de services aux entreprises, environnement des affaires attractif

#### Points FAIBLES ↘

- Un déficit commercial important, des finances publiques détériorées
- Un niveau d'endettement privé très élevé
- Une forte exposition du secteur financier à la crise grecque
- Incertitudes sur les perspectives de réunification de l'île

## COTE D'IVOIRE

Évaluations **Coface**

Pays **D** ↗

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE TRÈS ÉLEVÉ**



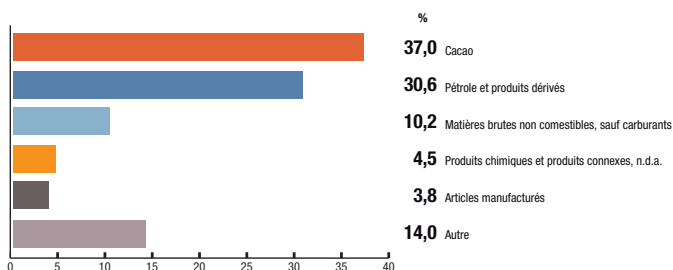
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,8	2,4	-4,7	6,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,0	1,4	4,9	2,0
Solde budgétaire / PIB (%) *	-1,6	-2,3	-5,7	-4,4
Solde courant / PIB (%)	7,0	1,1	6,7	-2,8
Dettes publiques / PIB (%)	66,5	66,4	69,3	40,5

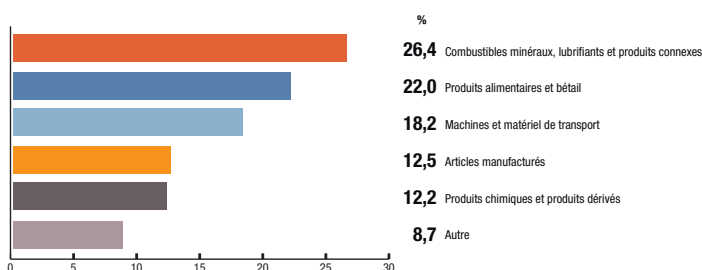
(e) : estimation (p) : prévision \* dans inclus

### Échanges commerciaux

#### Exportations **42 %** du PIB



#### Importations **34 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Redressement rapide de l'activité après la crise politique

L'économie s'est rapidement redressée après la fin de la crise postélectorale (avril 2011) grâce à la normalisation de la situation sécuritaire et à la reprise des exportations et de l'aide internationale. La récession a ainsi pu être limitée à 4,7% en 2011. La croissance devrait être nourrie en 2012, même si elle n'atteint pas les 8% prévus par le FMI. L'activité sera portée par les investissements réalisés dans les infrastructures de transport (3ème pont d'Abidjan, 2ème port de conteneurs, autoroute Abidjan-Grand Bassam) et par le secteur des télécommunications (attribution de licences de troisième génération). Le secteur agricole devrait, en revanche, pâtir de la faiblesse des prix (résultant notamment de la hausse de l'offre du Brésil) et de la production de cacao. L'économie, centrée à l'origine sur la production de denrées alimentaires (cacao, café, huile de palme) devrait poursuivre sa diversification grâce à l'accroissement de la production pétrolière (neuf licences d'exploitation accordées en février 2012) et à la mise en exploitation d'une mine d'or. La réouverture des marchés et l'amélioration des conditions d'approvisionnement devraient permettre de réduire les tensions inflationnistes. Néanmoins, l'apparition d'un déficit courant est prévisible en raison de la forte augmentation des importations de biens d'équipement liée à la mise en œuvre des projets d'infrastructure.

#### Situation budgétaire détériorée mais obtention d'une annulation de dette complémentaire

En 2011, le déficit budgétaire s'est accru en raison de la progression des dépenses et de la baisse de la collecte fiscale liée à l'effondrement des exportations et de l'activité. Les résultats ont toutefois été meilleurs que prévu du fait de la reprise rapide de l'économie et de progrès réalisés en matière de recouvrement. En 2012, la perception de

l'impôt devrait encore s'améliorer mais les dépenses se maintiendront à un niveau élevé. Le FMI a approuvé, en juillet 2011, un décaissement de 129 millions de dollars au titre de la Facilité de crédit rapide. En novembre de la même année, ont été octroyés une Facilité élargie de crédit triennale de 616 millions de dollars et un allègement de dette intérimaire. Enfin, en juin 2012, la Côte d'Ivoire a atteint le point d'achèvement de l'initiative pour les pays pauvres très endettés (PPTe) ouvrant la voie à une annulation de dette complémentaire. Les autorités ont, en effet, globalement satisfait aux exigences du programme négocié avec le FMI. Des progrès ont été enregistrés en matière de gestion des finances publiques, d'amélioration du climat des affaires et de réforme de la filière cacao. En revanche, les avancées dans les secteurs de l'énergie et de la finance ont été inférieures aux attentes.

#### Normalisation progressive de la situation politique

Depuis la fin de la crise postélectorale, le pays connaît un processus de normalisation politique et sécuritaire. En décembre 2011 se sont tenues des élections législatives, les premières depuis plus d'une décennie. Le parti du président Ouattara, le Rassemblement des républicains (RDR) en est sorti renforcé, obtenant près de 88% des sièges à l'Assemblée nationale. Le gouvernement a été remanié en mars 2012, avec la nomination de l'un des leaders du Parti démocratique de Côte d'Ivoire (PDCI), allié du RDR dans la crise, au poste de premier ministre. L'ancien premier ministre, Guillaume Soro a, quant à lui, été nommé président de l'Assemblée nationale. Le Front populaire ivoirien (FPI), l'ancien parti au pouvoir, a boycotté les élections et refuse de prendre part au dialogue initié par le gouvernement. Il tente aujourd'hui de se reconstruire après l'arrestation de son leader, l'ancien président, Laurent Gbagbo, et son transfert à la Cour pénale internationale de la Haye. Le processus de réconciliation nationale s'avère difficile

dans la mesure où seuls des membres du camp Gbagbo, impliqués dans les violations des droits de l'homme durant le conflit, ont été jugés. D'autres défis restent à relever. Les lacunes en termes de gouvernance et la corruption constituent d'importantes entraves au développement. Par ailleurs, bien que la situation sécuritaire se soit nettement améliorée depuis la fin du conflit, le désarmement des milices des deux bords n'est pas encore achevé. Des violences sont constatées dans l'Ouest du pays depuis juillet 2011, impliquant notamment des mercenaires libériens et des milices ivoiriennes opérant depuis le Libéria voisin. Ces violences semblent néanmoins plus criminelles que politiques et ne laissent pas entrevoir une reprise de la guerre civile.

#### Points FORTS ↗

- Richesses agricoles, dont le cacao (1er producteur avec 35% du marché mondial)
- Diversification dans les hydrocarbures et les minerais
- Industrie de transformation et infrastructures portuaires et routières

#### Points FAIBLES ↘

- Contexte politique et sécuritaire fragile
- Comptes extérieurs dépendants de l'évolution des cours du cacao et du pétrole
- Faiblesse de l'investissement (10% du PIB)

# EGYPTE

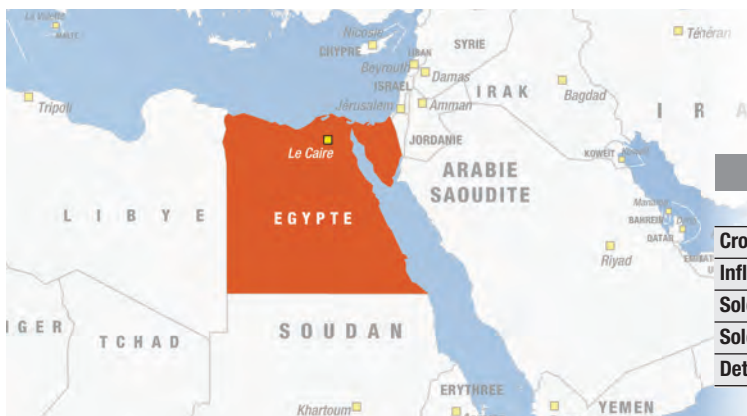
Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

**RISQUE MODÉRÉ**



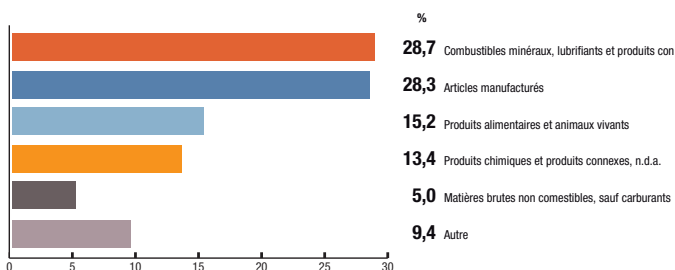
### Principaux indicateurs économiques

	2008/09	2009/10	2010-11 (e)	2011-12 (p)	2012/13(p)
<b>Croissance PIB (%)</b>	4,7	5,1	1,8	1,3	1,8
<b>Inflation (moyenne annuelle) (%)</b>	16,2	11,7	11,5	9,5	9,0
<b>Solde budgétaire / PIB (%)*</b>	-7,0	-8,2	-10,0	-10,8	-10,6
<b>Solde courant / PIB (%)*</b>	-2,3	-2,0	-1,8	-2,8	-2,1
<b>Dettes publiques / PIB (%)</b>	77,0	78,0	80,0	83,0	83,5

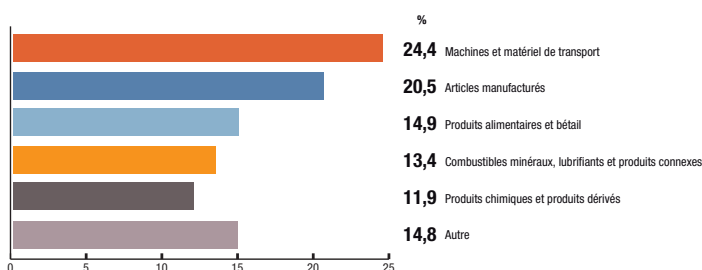
(e) : estimation (p) : prévision \* hors dons

### Échanges commerciaux

#### Exportations 25 % du PIB



#### Importations 32 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Difficile processus de transition politique

Suite à la démission du président Moubarak en février 2011, sous la pression populaire, un Conseil suprême des forces armées a dirigé le pays jusqu'à l'élection présidentielle remportée fin juin 2012 par Mohamed Morsi, candidat du mouvement islamiste des Frères musulmans.

Mi juin 2012, le Parlement issu des élections législatives de début 2012 – dominé par les islamistes du Parti de la liberté et la justice (affilié aux Frères musulmans) et les fondamentalistes salafistes du parti Al Nour – a été dissous. Dans ce contexte, une nouvelle Constitution n'a pu être établie, ce qui va affaiblir le nouveau Président et constituer une source de tensions entre les différentes forces politiques, ainsi qu'avec l'Armée. De ce fait, une clarification de la situation politique, et, par voie de conséquence, une stabilisation de la situation économique est peu probable avant l'adoption d'une Constitution et de nouvelles élections, au mieux fin 2012.

L'orientation de la future politique économique est incertaine, bien que le programme économique du courant islamiste des Frères musulmans soit d'inspiration libérale tout en semblant mettre l'accent sur une meilleure redistribution de la croissance.

#### Croissance économique en berne

L'industrie reste affectée par des mouvements sociaux, l'activité dans le tourisme, secteur clé pour le pays, a chuté – la haute saison touristique hivernale ayant été très médiocre – et le trafic du Canal de Suez pâtit de la détérioration de l'environnement économique international. Au total la croissance s'est encore tassée durant l'année fiscale 2011-2012.

L'économie pourrait légèrement rebondir en 2012-2013, sous réserve cependant d'une amélioration sensible de la situation politique et de la restauration de la confiance des investisseurs. La croissance devrait être soutenue par

l'augmentation probable des dépenses publiques et par ses retombées sur la consommation des ménages, via les subventions et les hausses des salaires du secteur public. Dans cet environnement incertain, les tensions sur les prix, exacerbées par la dépréciation de la livre égyptienne, resteront élevées.

#### Dérèglement des finances publiques

Les événements donnent lieu à un déficit budgétaire important, en raison du tassement de la croissance, et donc des recettes, et de dépenses plus élevées. Le produit des taxes sur les ventes et des droits de douane a baissé fortement, tandis que l'impact de récentes mesures comme l'augmentation du taux d'imposition des sociétés et la hausse des prix du gaz est marginal. Parallèlement, l'augmentation des salaires du secteur public, de l'aide sociale et des subventions (28% des dépenses totales, 9% du PIB) alourdit les dépenses.

Traditionnellement, le financement du déficit budgétaire est majoritairement assuré par le marché local, mais cela s'avère plus difficile et coûteux. Les rendements obligataires sont désormais très élevés et les CDS ont atteint des niveaux record au 1<sup>er</sup> semestre 2012.

Aussi, outre le recours à des dons et prêts de l'Arabie Saoudite, du Qatar et du Fonds monétaire arabe, l'Égypte s'est à nouveau tournée vers le FMI début 2012, alors qu'elle avait renoncé fin juin 2011 à son aide prévue par le G8. S'il est finalisé, le prêt du FMI de 3,2 Mds\$ pourrait catalyser de nouvelles aides de la Banque mondiale et contribuer au rétablissement de la confiance des opérateurs.

#### Pression sur les comptes extérieurs et sur la livre

Les exportations de biens doivent progresser modérément en raison notamment de prix soutenus des hydrocarbures, tandis que les recettes du Canal et les transferts des travailleurs devraient être résilients. Toutefois, l'insuffisance des recettes touristiques va contribuer au maintien du déficit courant, qui pourrait cependant diminuer en 2012-

2013. En tout état de cause, ce déficit ne serait qu'en partie couvert par les aides financières des pays du Golfe ou des institutions multilatérales.

Par ailleurs, les flux d'investissements directs étrangers pâtissent des événements, à l'exception de ceux destinés au secteur des hydrocarbures. Toutefois, la dette extérieure devrait se maintenir à un niveau modéré en proportion du PIB (18%).

Dans ce contexte, le maintien de l'ancrage informel de la livre au dollar est un défi majeur. Au 1<sup>er</sup> semestre 2012, la monnaie a atteint son plus bas depuis huit ans, malgré les interventions de la Banque centrale, dont les réserves ont chuté et représentent environ 3 mois d'importations, un niveau faible pour un pays qui couvre une grande partie de ses besoins alimentaires par des achats à l'étranger.

#### Secteur bancaire fragilisé

Le secteur bancaire, dominé par des banques d'État, est assez liquide mais il reste faiblement capitalisé, inefficace, fragilisé par des créances douteuses élevées (15% des prêts) et peu rentable. En outre, les banques, contraintes de participer au financement du déficit budgétaire, sont surexposées au risque souverain égyptien.

#### Points FORTS

- Ressources en devises diversifiées (Canal de Suez, gaz, tourisme, transferts)
- Endettement extérieur modéré
- Soutien politique et financier des monarchies du Golfe et des pays occidentaux

#### Points FAIBLES

- Pauvreté (40% de la population) et fortes tensions sociales
- Forte croissance démographique et chômage élevé
- Finances publiques dégradées
- Système bancaire fragile
- Environnement géopolitique instable

# ESPAGNE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A1**



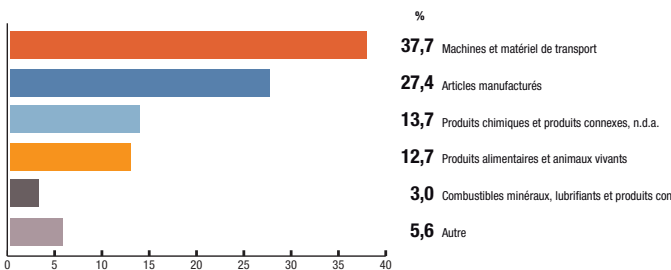
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
<b>Croissance PIB (%)</b>	-3,7	-0,1	0,7	-2,0
<b>Inflation (moyenne annuelle) (%)</b>	-0,2	2,0	3,1	1,7
<b>Solde budgétaire / PIB (%)</b>	-11,2	-9,3	-8,5	-6,4
<b>Solde courant / PIB (%)</b>	-4,8	-4,5	-3,5	-2,0
<b>Dettes publiques / PIB (%)</b>	53,9	61,2	68,5	80,0

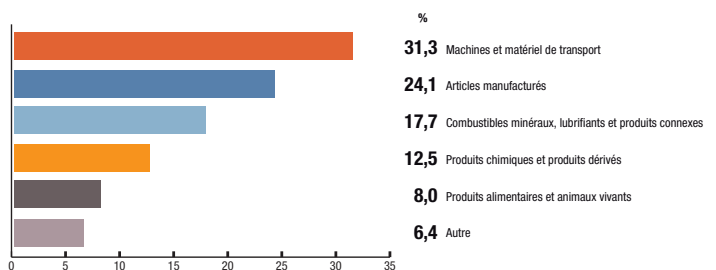
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **23 %** du PIB



#### Importations **26 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Le pays a replongé dans la récession

L'activité a progressivement ralenti en 2011 du fait de la contraction des dépenses publiques et de la trajectoire déclinante de l'investissement résidentiel. Le PIB a amorcé un recul au 4<sup>ème</sup> trimestre, la consommation des ménages et les investissements en équipements affichant, à leur tour, des chiffres négatifs. Ce recul s'est poursuivi au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 sous l'effet d'une contraction accrue de l'investissement et d'une décélération des exportations de biens et services. Du côté de l'offre, ce sont les secteurs de la construction et de l'industrie manufacturière qui ont vu leur valeur ajoutée chuter le plus fortement. La récession devrait se renforcer dans les mois à venir. La consommation continuera d'être pénalisée par un accès de plus en plus limité au crédit, la poursuite du processus de désendettement des ménages, la réduction de la valeur de leur patrimoine et le niveau record du chômage (barre des 24% passée en mars 2012). L'investissement continuera à pâtir des effets de l'excès d'offre dans le secteur immobilier, du niveau élevé de l'endettement des entreprises, de conditions de financement de plus en plus détériorées et de la baisse des dépenses publiques. En outre, les perspectives se sont assombries sur le plan du commerce extérieur du fait de l'affaiblissement de la demande en provenance de la zone euro (57% des débouchés). Cependant, la contribution du secteur externe à la croissance devrait demeurer positive du fait de la forte contraction des importations.

#### Les déséquilibres se sont accumulés durant les années de boom, le secteur bancaire est au cœur de la crise

Le pays paye aujourd'hui les conséquences de l'expansion excessive de la demande intérieure observée jusqu'en 2007, liée à un niveau élevé d'investissements productifs et immobiliers. Ce dernier est responsable du surendette-

ment du secteur privé (les dettes des ménages et des entreprises ont représenté respectivement 82% et 134% du PIB fin 2011). Le déficit courant qui a résulté de cet excès de demande a atteint jusqu'à 10% du PIB. Il s'est toutefois fortement réduit en 2009 du fait de la baisse des importations, puis en 2010 et 2011 en raison de la bonne tenue des exportations, qui ont gagné en compétitivité. Sur le plan budgétaire, l'Espagne fut, jusqu'à la crise, l'un des seuls pays de la zone euro à respecter le Pacte de stabilité et de croissance. Les comptes publics se sont toutefois dégradés par la suite sous l'effet d'une politique de relance et de la récession. Le poids de la dette publique, jusqu'alors modeste, a fortement augmenté, même s'il se compare encore favorablement à celui des autres pays de la zone euro (68,5% du PIB contre 87,2% pour cette dernière fin 2011). L'effort de redressement actuel est contre-carré par la morosité de la conjoncture et par l'ajustement difficile des comptes des communautés autonomes. Le gouvernement a dû revoir à la baisse son objectif budgétaire pour 2012 après le dérapage observé l'année dernière, dont les régions sont responsables pour les deux tiers. Il a été contraint de débloquer des fonds pour permettre aux collectivités locales d'honorer les factures de leurs fournisseurs et exerce désormais un contrôle plus étroit de leurs dépenses.

Les conditions de financement pour l'Etat se sont à nouveau tendues ces derniers mois en dépit des injections de liquidités exceptionnelles de la BCE. La cause en est l'accroissement des besoins en capitaux des banques suite à la révision à la hausse des pertes liées à leur exposition aux promoteurs immobiliers. Compte tenu de l'ampleur de cette recapitalisation, le gouvernement s'est résolu à recourir à l'assistance financière de la zone euro. Cette aide, qui concerne essentiellement les caisses d'épargne régionales (organismes financiers les plus affectés par l'éclatement de la bulle immobilière), sera directement consentie aux banques par le Mécanisme européen de stabilité. La réforme du secteur devra toutefois être poursuivie avec, notamment, le transfert des actifs douteux dans une structure de défaillance.

#### Les entreprises sont à nouveau affectées par la conjoncture

Devant faire face à un environnement domestique très dégradé alors que leur capacité de résistance aux chocs est faible du fait du poids de leur endettement, les entreprises sont dans une situation particulièrement difficile. Les retards de paiement enregistrés par Coface et le nombre des faillites ont sensiblement progressé en 2011 et début 2012. Alors que les petites entreprises ont été les plus touchées lors de la première phase de la crise (2009), ce sont aujourd'hui des entreprises de plus grande taille qui sont affectées. Comme dans le cas des faillites, une part importante des impayés est concentrée dans le secteur de la construction mais d'autres branches sont fragilisées, dont l'agro-alimentaire, le matériel électrique, la chimie et le commerce non spécialisé.

#### Points FORTS ↗

- Grands groupes à présence internationale
- Liens étroits avec l'Amérique latine
- Infrastructures de transport modernisées
- Développement des énergies éolienne et solaire
- Important potentiel touristique
- Faible niveau initial de dette publique

#### Points FAIBLES ↘

- Hypertrophie de la construction
- Pertes de productivité et de compétitivité
- Exportations intensives en énergie et en majorité à contenu technologique faible à moyen (produits alimentaires, chimie de base, articles en métal, vêtements, machines, matériel de transport)
- Lourde dette privée
- Caisses d'épargne régionales fragilisées par la crise immobilière
- Détérioration de la situation financière de l'Etat
- Taux de chômage très élevé, notamment des jeunes

## ETATS-UNIS

Évaluations Coface

Pays **A2↑**

Environnement des affaires **A1**



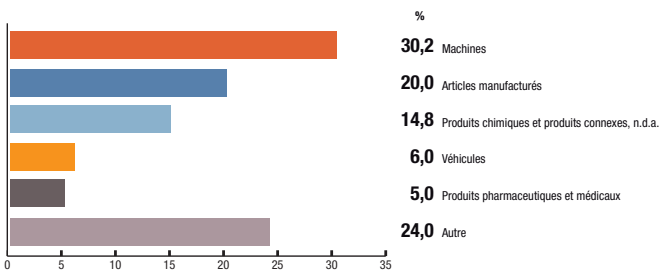
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,5	3,0	1,7	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,3	1,6	3,2	1,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,2	-8,9	-8,7	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,2
Dettes publiques / PIB (%)	85,8	95,2	101	105,6

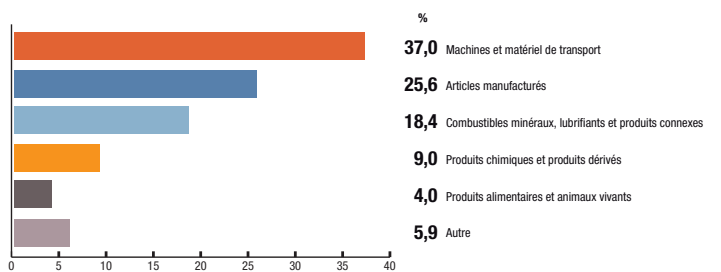
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 11 % du PIB



#### Importations 14 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Les ménages redeviennent prudents face aux incertitudes économiques et politiques

Après un quatrième trimestre 2011 particulièrement vif, la croissance affiche au premier trimestre 2012 une faible progression de 0,5% (t/t), portée par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Les données disponibles pour le deuxième trimestre laissent entrevoir un ralentissement de la conjoncture, et plus particulièrement une décélération des dépenses des ménages. Plusieurs facteurs participent à ce mouvement. Tout d'abord, les créations d'emploi, qui avaient retrouvé quelque vigueur depuis l'automne 2011, se sont sensiblement infléchies. Le taux de chômage demeure élevé, autour de 8,2% (15% en tenant compte des salariés en situation précaire). Ensuite la richesse nette des Américains est toujours inférieure au niveau d'avant la crise, alors que le revenu disponible ne progresse pas significativement. Enfin, alors que le crédit aux ménages reste déprimé, ces derniers poursuivent leur désendettement (118% du RD au troisième trimestre 2011 contre 137% en 2007) et maintiennent le niveau de leur épargne autour de 3%. Néanmoins, d'autres facteurs apportent un ballon d'oxygène à la consommation, comme la baisse du prix de l'essence et de l'inflation ou encore le ralentissement de la chute des prix immobiliers. L'activité du secteur immobilier demeure morose, mais les stocks de logements tendent à diminuer. Les ménages redeviennent donc prudents, d'autant que des incertitudes demeurent sur la reconduction, au-delà de décembre 2012, d'une part de la réduction des charges salariales et, d'autre part, de l'allongement de la durée d'indemnisation du chômage. L'ajustement des finances publiques après les élections présidentielles de novembre constitue une inquiétude supplémentaire qui pèse d'ores et déjà sur la confiance des ménages.

Dans ce contexte, la Réserve Fédérale poursuit sa politique accommodante en augmentant de 267 milliards de dollars la mesure non-conventionnelle *Operation Twist*, mise en

place en septembre 2011 pour un montant initial de 400 milliards de dollars. Cela devrait permettre d'encourager l'emprunt en maintenant les taux hypothécaires attractifs.

#### Ralentissement de l'investissement des entreprises et des exportations

Les entreprises, dont la confiance s'effrite, font également preuve de prudence et ont ralenti leur investissement productif (équipements et logiciels) depuis décembre 2011. Néanmoins, avec une progression d'environ 6% attendue en 2012, l'investissement des entreprises contribuera positivement à la croissance. Les exportations, qui ont été un moteur essentiel de l'activité en 2011, n'affichent pas les mêmes performances que l'an dernier (+6% de janvier à avril 2012 en glissement annuel contre +17% un an plus tôt). Elles devraient décélérer cette année en ligne avec le ralentissement de la demande extérieure et l'appréciation du billet vert. La décélération de l'activité en zone euro, voire la récession dans les pays fragiles, touche les exportations américaines (15% du total) directement, mais aussi indirectement via les sociétés américaines implantées en Asie. Les effets négatifs viendront également du Japon (5% des ventes à l'étranger) où la reprise est modérée. La Chine (7%) est également vulnérable à un ralentissement de la demande européenne, l'un de ses principaux partenaires. De plus, il n'est pas exclu de voir l'utilisation de mesures protectionnistes s'intensifier de part et d'autre du Pacifique.

#### Les PME ont un meilleur accès au crédit

La FDIC (*Federal Deposit Insurance Corp.*) a déclaré 157 banques en faillite en 2010, puis 92 en 2011 et 31 à juin 2012. Peu à peu, le secteur bancaire retrouve une solidité financière, mais des fragilités subsistent chez les banques régionales dès lors qu'elles détiennent plus de 10% d'actifs immobiliers dans leur portefeuille. Par ailleurs, avec une exposition directe aux contreparties privées et publiques de la zone euro de 720 milliards de dollars à

décembre 2011, et indirecte via son exposition à la dette britannique (577 Mds\$), le secteur est susceptible d'être affecté par une intensification de la crise de la dette souveraine dans l'Union monétaire. De leur côté, les PME ont profité de la concurrence que se livrent les banques pour obtenir des crédits. Ces derniers (inférieurs à 100 000\$) ont ainsi affiché une forte progression sur douze mois à avril 2012, avec des taux d'intérêt à la baisse comparés à ceux pratiqués après la crise. Dans l'ensemble, les entreprises sont peu endettées et affichent des taux de profit record (plus de 10% du PIB), ce qui constitue des atouts dans un contexte macroéconomique fragile. Les faillites ont continué de diminuer au premier trimestre 2012 (-12% comparé à la même période de 2011), mais leur nombre demeure plus élevé que celui de 2007. Les incidents de paiement Coface sont satisfaisants.

#### Points FORTS ↗

- Flexibilité du marché de l'emploi
- Le plein emploi, objectif de la Réserve Fédérale
- Rôle prédominant du dollar dans l'économie mondiale
- Près de 70% de la dette publique détenue par les résidents

#### Points FAIBLES ↘

- Part importante du chômage structurel
- Moindre flexibilité géographique des ménages
- Dettes élevées des ménages (118% du revenu disponible)
- Soutien budgétaire handicapé par les crispations politiques
- Etat vétuste de nombreuses infrastructures

# FRANCE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



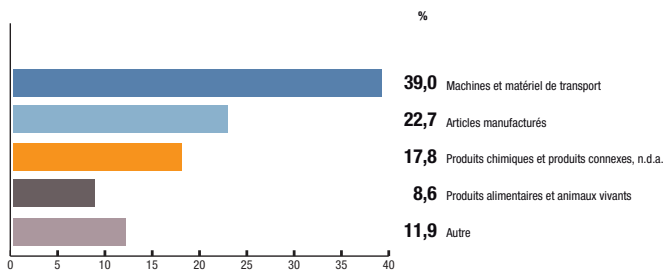
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
<b>Croissance PIB (%)</b>	-3,1	1,7	1,7	0,3
<b>Inflation (moyenne annuelle) (%)</b>	0,1	1,7	2,3	2,2
<b>Solde budgétaire / PIB (%)</b>	-7,5	-7,1	-5,2	-4,6
<b>Solde courant / PIB (%)</b>	-1,5	-1,7	-2,2	-2,0
<b>Dettes publiques / PIB (%)</b>	79,2	82,3	85,8	90,0

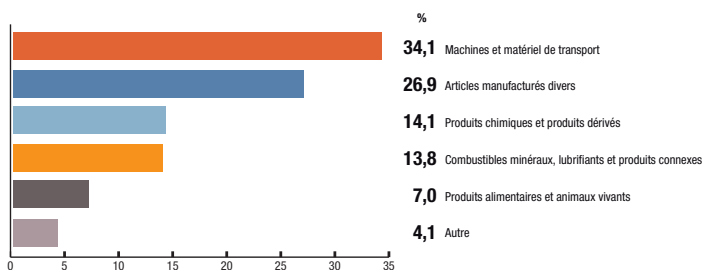
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **23 %** du PIB



#### Importations **25 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Un ralentissement sensible de la croissance en 2012

Contrairement à la plupart des autres pays de la zone euro, la France n'a pas connu de contraction de son activité économique au quatrième trimestre 2011. Ce résultat est attribuable à un rebond de l'investissement des entreprises (renouvellement de leur parc automobile) et à la bonne tenue des exportations aéronautiques. En revanche, la consommation des ménages est restée faible.

Cependant, après une très faible croissance fin 2011, l'activité a stagné au 1<sup>er</sup> trimestre 2012, freinée par un recul de l'investissement des entreprises et un ralentissement des exportations. A court terme, les perspectives de croissance ne sont guère enthousiasmantes. Confrontés à une détérioration du marché du travail (chômage à 9,6% au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 et susceptible de progresser encore), au resserrement de la politique budgétaire et à une érosion probable de leur pouvoir d'achat, les ménages continueront à brider leur consommation, même s'ils commencent à puiser dans leur épargne (16,2% de leur revenu disponible fin 2011). L'investissement non-résidentiel, qui a été le principal moteur de la croissance en 2011, devrait continuer à fléchir face à l'atonie de la demande intérieure et à la dégradation de la conjoncture dans la zone euro. L'investissement résidentiel devrait également marquer le pas, le marché immobilier ayant déjà commencé à fléchir sous l'effet de la baisse des aides publiques, d'un durcissement des conditions de crédit et de perspectives de revenus moins favorables. Par ailleurs, en 2012, les pressions inflationnistes devraient demeurer contenues du fait de la baisse du prix de l'énergie et de l'atonie de la croissance. Mais, cette atonie risque de compliquer l'atteinte de l'objectif budgétaire cette année, bien que les résultats aient été meilleurs que prévu en 2011.

#### Une position financière des entreprises plus fragile et une perte de parts de marché à l'exportation

Les entreprises voient leur capacité de rebond se réduire de plus en plus. Ainsi, en 2011, les marges bénéficiaires des entreprises sont tombées à leur plus bas niveau depuis 1986 (28,6%) et sont les plus faibles d'Europe. Leur taux d'autofinancement a également fortement chuté (67,2%). De plus, les tensions sur le financement des dettes publiques de la zone euro se sont étendues au système bancaire, fortement exposé à la dette des pays périphériques, et ce dernier risque de durcir sensiblement sa politique de prêts. Sur un plan plus structurel, les entreprises françaises, de taille insuffisante, demeurent globalement peu innovantes et trop peu nombreuses à exporter. Elles sont peu présentes sur les marchés émergents et profitent insuffisamment du dynamisme de ces derniers. En dépit de la compression de ses marges bénéficiaires, l'industrie continue de perdre des parts de marché à l'exportation.

#### Les comportements de paiement se sont à nouveau détériorés, les faillites se maintiennent à un niveau relativement élevé et leur coût augmente

Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont progressé depuis 2011, notamment dans le secteur de la construction. Le nombre de défaillances d'entreprises a très légèrement diminué en début d'année 2012. Il demeure cependant bien supérieur aux niveaux d'avant-crise et le coût des défaillances pour les fournisseurs augmente significativement en raison de la faillite d'entreprises de grande taille. Les secteurs de la construction et des services, dont ceux aux particuliers, sont les plus

affectés et le risque de défaillance augmente dans l'automobile et le transport, le textile et l'agroalimentaire. En revanche, les secteurs des métaux et de l'électronique et informatique-télécom sont relativement épargnés.

#### Points FORTS ↗

- Première destination touristique et deuxième puissance agricole mondiale
- Groupes internationaux compétitifs (énergie, aéronautique-spatial, environnement, pharmacie, luxe, agroalimentaire, distribution)
- Qualité des infrastructures et des services publics
- Démographie dynamique, main d'œuvre qualifiée et forte productivité
- Niveau élevé de l'épargne et endettement des ménages contenu

#### Points FAIBLES ↘

- Part insuffisante des exportations dans le chiffre d'affaires des entreprises, pertes de parts de marché
- Faiblesse des PME
- Effort d'innovation insuffisant
- Faible taux d'emploi des jeunes et des travailleurs âgés, chômage des jeunes élevé
- Forte exposition des banques à la dette souveraine des pays les plus fragiles de la zone euro
- Endettement public élevé

# GRÈCE

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **A3**



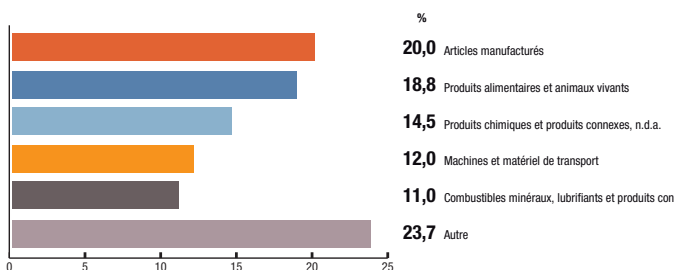
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,3	-3,5	-6,9	-6,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,4	4,7	3,1	0,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-15,6	-10,5	-9,2	-7,6
Solde courant / PIB (%)	-11,1	-10,1	-9,8	-7,3
Dette publique / PIB (%)	129,4	145,0	165,3	163,0

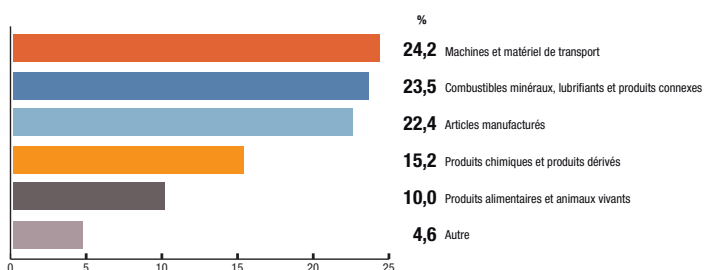
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 19% du PIB



#### Importations 29% du PIB



### → Appréciation du risque

#### Une cinquième année consécutive de récession en 2012

L'activité économique a continué de se contracter fortement au premier trimestre 2012. Il s'agit du treizième recul du PIB enregistré sur les quatorze derniers trimestres. Tous les compartiments de la demande interne sont demeurés dans le rouge, l'investissement accusant toujours le rythme de contraction le plus élevé (-21,3% sur un an, contre -8,5% pour la consommation des ménages). En revanche, la contribution des échanges extérieurs à la croissance est restée positive en raison d'une contraction accentuée des importations et d'une légère progression des exportations. Pour la cinquième année consécutive, l'économie grecque connaîtra en 2012 une sévère récession en raison de la poursuite de l'effort d'assainissement budgétaire, de la baisse des revenus réels, d'un niveau de chômage record (22,6% au premier trimestre 2012) et du resserrement de l'offre de crédit des banques, elles-mêmes confrontées à un manque de liquidité, à des retraits de dépôts et à une détérioration de leur portefeuille. Les comptes extérieurs continueront de s'ajuster, grâce à un fort recul des achats à l'étranger et à une réduction des paiements d'intérêts suite à l'opération de réduction de dette finalisée début mars 2012. Les exportations bénéficieront de l'amélioration de la compétitivité liée aux mesures de dévaluation internes (baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre) mais le fléchissement de la demande étrangère limitera leur progression. Le déficit courant demeurera, en tout état de cause, très élevé.

#### Une assistance et une réduction de dette inévitables

Les doutes des investisseurs quant à la capacité de paiement de l'Etat grec ont nécessité la mise en place d'un premier plan de sauvetage de 110 milliards d'euros en mai 2010. Ce plan s'est avéré insuffisant, le pays n'étant pas en mesure de revenir sur les marchés, comme prévu, en

2012. Les relations entre le pays et les bailleurs de fonds internationaux se sont tendues du fait des retards de mise en œuvre des mesures budgétaires et des privatisations. Face à l'aggravation de la situation économique, financière et sociale, qui a porté les taux longs obligataires à des niveaux records, et dans l'incapacité de se refinancer, le pays s'est vu contraint de recourir à un nouveau plan d'aide intégrant un financement additionnel de 130 milliards d'euros et une participation des créanciers privés prévoyant une forte décote sur les obligations grecques qu'ils détiennent. Ces derniers accepteront, en février 2012, de renoncer à 53,5% de la valeur faciale de leurs créances, la perte réelle dépassant en fait les 70% compte-tenu de l'allongement des délais de remboursement et de la baisse des taux d'intérêt consentis. Après le succès de cette procédure, les ministres des finances de la zone euro ont avalisé, en mars 2012, ce second plan d'aide à la Grèce. Cependant, malgré cette restructuration, et du fait notamment de la baisse de la richesse nationale, le poids de la dette de l'Etat demeure très élevé. En outre, le déficit courant ne s'ajuste que lentement et la dette extérieure totale ne devrait pas descendre sous la barre des 180% du PIB d'ici 2016. La crise est donc loin d'être terminée. Si la croissance ne redémarre pas et si les déficits persistent, un nouvel abandon de créances n'est pas à exclure.

#### Formation d'un gouvernement favorable aux réformes

La victoire du parti Nouvelle Démocratie aux élections législatives de juin 2012 et le soutien parlementaire des socialistes du Pasok et du parti de gauche modérée Dimar, tous trois favorables aux réformes, ont rassuré quelque peu l'Europe et les investisseurs, repoussant le spectre d'une sortie précipitée de la zone euro. Néanmoins, des divisions au sein de la coalition gouvernementale risquent de surgir lors de la renégociation partielle du Memorandum avec la «troïka». En outre, même légèrement adoucies, les mesures

d'austérité continueront d'affecter le niveau de vie de la population. Une partie de cette dernière s'est toutefois ralliée à la gauche radicale de Syriza et l'agitation sociale risque de se poursuivre.

#### Des entreprises confrontées à un environnement très difficile

Les entreprises doivent faire face à un contexte économique et financier très détérioré, à une réduction des commandes publiques et une pression fiscale accrue. Leur solvabilité ne peut que s'en ressentir. Le chiffre d'affaires de la distribution n'a cessé de reculer et l'activité manufacturière de décliner, notamment dans le segment des biens de consommation durables. Le secteur de la construction demeure également sous pression, comme en témoignent la forte chute des permis de construire et la suspension de la plupart des projets autoroutiers.

#### Points FORTS ↗

- Soutien de la communauté financière internationale
- Premier armateur mondial
- Attractivité touristique

#### Points FAIBLES ↘

- Régime de croissance fondé, jusqu'à l'éclatement de la crise, sur un gonflement des dettes publique et privée
- Faiblesse structurelle de la collecte fiscale
- Faible contenu technologique des exportations (produits alimentaires et chimiques)
- Environnement des affaires handicapé par la lourdeur de la bureaucratie
- Tensions sociales entretenues par la rigueur budgétaire

# GUATEMALA

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ**



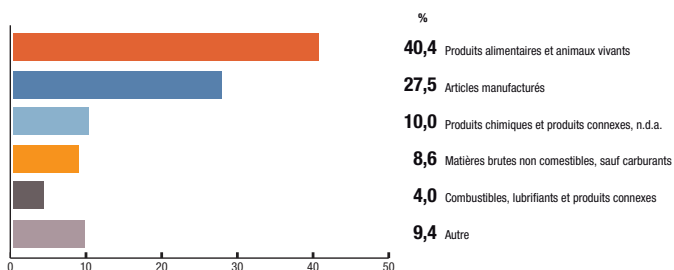
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
<b>Croissance PIB (%)</b>	0,5	2,9	3,9	3,1
<b>Inflation (moyenne annuelle) (%)</b>	-0,3	5,4	6,2	5,0
<b>Solde budgétaire / PIB (%)</b>	-2,8	-2,8	-2,4	-2,0
<b>Solde courant / PIB (%)</b>	0,0	-1,5	-3,1	-3,5
<b>Dettes publiques / PIB (%)</b>	22,9	24,1	24,1	25,0

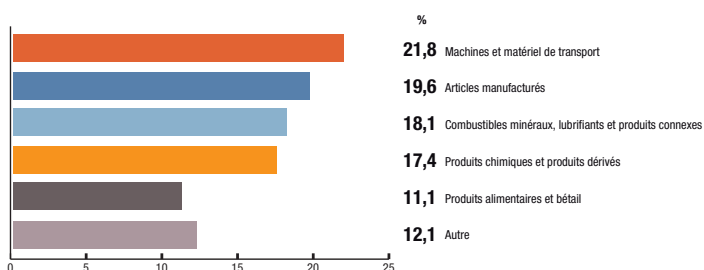
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **23 %** du PIB



#### Importations **33 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Un contexte extérieur atone pèsera sur la croissance

L'activité économique devrait ralentir en 2012. Le contexte global moins porteur pèsera sur les exportations et les remises des guatémaltèques émigrés pour la plupart aux Etats-Unis, principal partenaire commercial. Il en résultera une perte de dynamisme de la demande domestique, qui restera toutefois portée par les dépenses de reconstruction suite aux dégâts massifs occasionnés par la saison cyclonique de 2011.

#### Faible efficacité de l'action gouvernementale

Malgré des progrès attendus en 2012, mais surtout en 2013, suite à l'adoption d'une réforme fiscale, les recettes publiques resteront très limitées (11% du PIB). Ce niveau est très en deçà de celui atteint par les pays au niveau de richesse comparable. L'investissement public ne représente que 4% du PIB. Ajouté à l'action privée, le pourcentage est inférieur à 20%. Le crédit au secteur privé devrait continuer de progresser, mais il reste onéreux, ce qui bride les investissements.

Les fortes carences en matière d'infrastructures, d'éducation, de lutte contre la pauvreté, qui touche la moitié de la population, ne sont pas prêtes d'être comblées. De plus, le fort potentiel agricole est largement sous exploité en raison du manque de soutien à la population rurale. Enfin, la faiblesse des forces de sécurité et la corruption laissent en grande partie le champ libre aux gangs violents qui prospèrent sur le narcotrafic.

En plus du faible niveau des ressources, les finances publiques pâtissent d'une mauvaise gestion qui se traduit par une mauvaise allocation des dépenses et des arriérés conséquents de paiement envers les fournisseurs locaux.

#### Des comptes extérieurs équilibrés grâce aux remises des émigrés, aux investissements étrangers et à l'emprunt

Le déficit courant, qui trouve son origine principale dans l'important déficit commercial, devrait afficher une légère réduction en 2012 du fait d'une diminution du prix des importations pétrolières et de la progression des exportations textiles, agricoles et minérales, principalement destinées aux Etats-Unis, au Salvador, au Honduras, au Mexique et au Nicaragua. Le déficit de la balance des services restera faible, en lien avec une baisse des coûts de fret dans un contexte d'affaiblissement du commerce international. Les remises des travailleurs émigrés aux Etats-Unis resteront considérables et compenseront en grande partie le déficit commercial. Les investissements directs étrangers et l'émission d'obligations sur le marché international devraient de nouveau permettre de couvrir le besoin résiduel de financement et de maintenir le niveau des réserves en devises. La poursuite de ces entrées de capitaux étrangers suppose que la situation politique et sociale ne se dégrade pas trop et que le gouvernement consolide ses finances publiques.

#### La droite conservatrice au pouvoir

Otto Pérez Molina, du parti Patriote (droite) a été reconnu président du Guatemala par le Tribunal suprême électoral en novembre 2011. Il a obtenu 54 % des suffrages contre 46 % pour Manuel Baldizon, également issu de la droite (parti Lider). L'électorat des zones urbaines et des milieux d'affaires a soutenu la candidature d'Otto Pérez, ce dernier étant plus engagé dans la lutte contre la criminalité et le narcotrafic. Il s'agit du premier militaire à avoir été élu démocratiquement dans un pays qui a pourtant connu de

multiples coups d'Etat militaires. Le nouveau président fera face, comme le président sortant, Alvaro Colom, aux divisions politiques et aux réticences de la classe dirigeante, qui freineront l'adoption et la mise en œuvre des réformes. Ainsi la paralysie législative devrait-elle continuer d'être une des caractéristiques principales de la scène politique guatémaltèque.

### Points FORTS ↗

- Soutien des Etats-Unis
- Des politiques économiques prudentes
- Relations commerciales confortées par l'Accord de libre-échange de l'Amérique centrale avec les Etats-Unis (CAFTA/ DR)
- Fort potentiel touristique et agricole

### Points FAIBLES ↘

- Faiblesse de la croissance de long terme
- Vulnérabilité aux chocs externes (catastrophes naturelles, conjoncture américaine et cours des produits agricoles et minéraux exportés -sucre, banane, café, or, argent)
- Faiblesse de l'Etat
- Infrastructures défaillantes
- Forte criminalité liée à la drogue
- Tensions sociales (pauvreté, faible scolarisation, sous-emploi, clivages ethniques)



# INDE

Évaluations **Coface**

Pays **A3** ↓

Environnement des affaires **A4** ↓

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



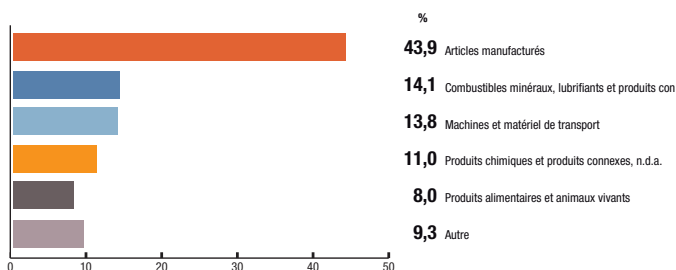
### Principaux indicateurs économiques

	2009/10	2010/11	2011/12(e)	2012/13(p)
Croissance PIB (%)	8,4	8,4	6,5	6,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,8	9,6	8,8	6,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,9	-9,2	-8,0	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-2,7	-3,9	-3,3
Dettes publiques / PIB (%)	71,8	68,1	67,5	66,0

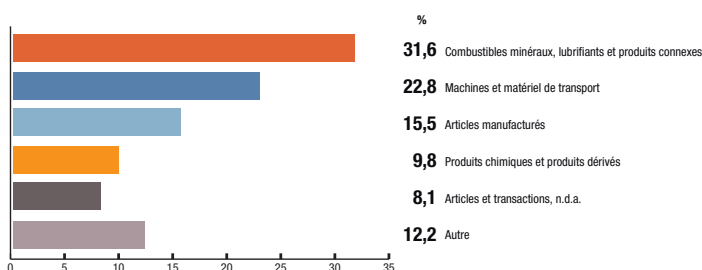
(e) : estimation (p) : prévision avril/mars

### Échanges commerciaux

#### Exportations 20 % du PIB



#### Importations 24 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Poursuite du ralentissement de l'activité en 2012/2013

L'économie indienne a ralenti en 2011/12 en raison de la faiblesse de la demande externe et du retournement de cycle sur le plan domestique après une longue période de resserrement de la politique monétaire dans un contexte de forte inflation (13 hausses de taux d'intérêt entre mars 2010 et octobre 2011). Entre janvier et mars 2012, la croissance n'a été que de 5,3%, son plus bas niveau depuis 9 ans en raison de la contraction de la production manufacturière (-0,3%). Les secteurs automobile et immobilier - où les biens sont achetés à crédit - ont enregistré une chute brutale.

En 2012/13, la croissance restera stable, à un niveau bien inférieur à son potentiel. Le relâchement engagé de la politique monétaire début 2012 ne pourra être significatif en raison des craintes liées à la chute de la roupie et à l'inflation. En outre, le gouvernement ne pourra pas engager de politique budgétaire expansionniste en raison du niveau élevé d'endettement public. Le modèle équilibré (entre investissement et consommation ; entre industrie et services) qui a fait les succès du pays commence à s'épuiser en raison des goulets d'étranglement persistants (infrastructures, réseaux de distribution, manque de main d'œuvre qualifiée) qui contraignent l'investissement et des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires qui freinent les IDE. Ainsi, le secteur manufacturier affichera des performances en net recul. En revanche, le secteur des services (tourisme, transports, communication, informatique) restera dynamique.

Par ailleurs, l'inflation restera élevée en 2012/13 en raison de la hausse des prix administrés des carburants. En outre, avec l'émergence des classes moyennes, la demande de produits alimentaires autrefois réservés à une minorité (lait, viande, œuf) a augmenté alors que la productivité agricole progresse très lentement et que le système de distribution alimentaire reste peu efficace.

En découle une inflation des prix alimentaires qui se propage aux produits manufacturés et aux services à travers des effets de second tour liés aux hausses de salaires.

#### La roupie sous pression en raison de la dégradation des comptes extérieurs

La situation financière extérieure du pays se détériore. Le déficit courant restera substantiel en 2012 en raison du dynamisme de la demande interne et des importations massives de carburants. Ce déficit courant ne sera que très partiellement couvert par les IDE, qui ralentissent dans un contexte de turbulences sur les marchés internationaux et d'entraves domestiques persistantes (restrictions à l'achat de terres, complexité des autorisations environnementales et lenteur de la libéralisation de secteurs comme la vente de détail et l'assurance). Dans ce contexte, l'Inde est de plus en plus dépendante des marchés financiers. Or, l'année fiscale 2011/12 a été marquée par des sorties brutales de flux de portefeuille fragilisant la roupie (-23% entre juillet 2011 et juin 2012).

Face à ces risques, la Reserve Bank of India (RBI) a cherché à limiter les pressions à la dépréciation par la vente de dollars sur le marché des changes, en entamant ses réserves internationales. Ces dernières restent toutefois à un niveau satisfaisant (5 mois d'importations). Simultanément, elle a pris des initiatives réglementaires à travers des mesures pour attirer les dépôts des indiens résidant à l'étranger (hausse de la rémunération de dépôts en USD) ou par l'obligation imposée aux exportateurs indiens de convertir en roupies la moitié de leurs revenus en devises. Mais, les pressions sur la roupie génèrent une hausse du prix des produits importés ce qui pourrait encore accentuer le déficit courant à moyen terme et peser sur le cours de la devise qui ne connaîtra pas de revirement durable.

En 2012, le déficit budgétaire restera substantiel, alimentant une dette publique déjà élevée. En outre, la poursuite de la dépréciation de la roupie fera augmenter le montant des subventions que l'Etat débourse pour stabiliser le prix domestique du carburant. De plus, le lourd service de la

dette devrait continuer de pénaliser les investissements publics en capital (notamment en infrastructures).

#### Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Les élections régionales de mars 2012 dans cinq Etats notamment l'Uttar Pradesh, ont fragilisé la coalition menée par le Parti du Congrès, ce qui pourrait encore freiner le rythme des réformes structurelles (éducation, infrastructures, système fiscal) jusqu'aux prochaines élections de 2014.

En outre, des lacunes en termes de gouvernance demeurent, notamment en termes de corruption. Plusieurs affaires ont éclaté en 2011, notamment dans l'organisation des «Jeux du Common Wealth» et dans l'octroi des licences de téléphonies mobiles. Par ailleurs, le manque de transparence des résultats financiers des entreprises de taille moyenne et l'absence de bilans consolidés des groupes sont toujours à noter.

#### Points FORTS ↗

- Moteurs de la croissance diversifiés
- Fondamentaux solides : taux d'épargne et d'investissement élevés
- Secteur privé performant dans l'industrie et les services
- Dette extérieure modérée et réserves de change confortables

#### Points FAIBLES ↘

- Manque d'infrastructures et déficience du système éducatif
- Hausse des salaires de la main d'œuvre qualifiée risquant d'éroder l'avantage comparatif
- Pays importateur net de ressources énergétiques
- Montée de l'endettement des entreprises privées
- Finances publiques fragiles
- Incertitudes persistantes sur la question du Cachemire

# INDONÉSIE

Évaluations **Coface**

Pays **B** ↗

Environnement des affaires **C** ↗

Cotation moyen terme

**RISQUE MODÉRÉ**



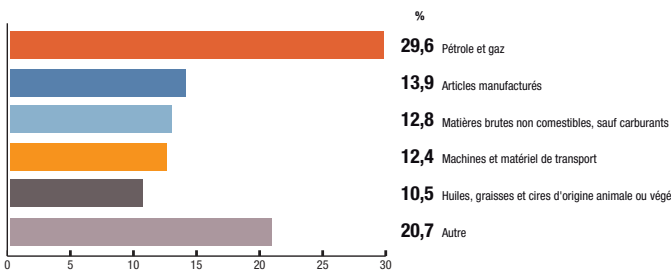
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011(e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,6	6,2	6,5	6,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,8	5,1	5,4	6,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,7	-1,2	-1,5	-1,0
Solde courant / PIB (%)	2,5	0,8	0,3	-0,4
Dettes publiques / PIB (%)	28,6	27,4	25,0	23,2

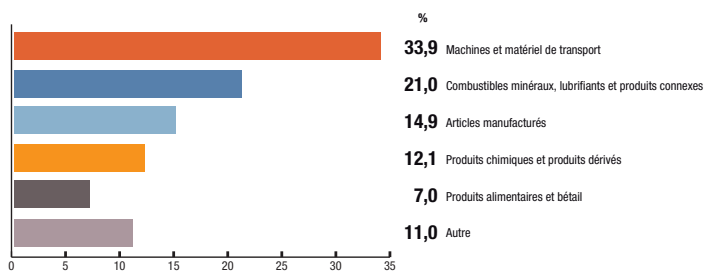
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 24 % du PIB



#### Importations 21 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Croissance forte tirée par une demande interne solide

La reprise s'est confirmée en 2011 grâce à la solidité de la demande interne et des exportations. L'investissement a affiché un fort dynamisme en raison du taux élevé d'utilisation des capacités de production et du relâchement de la politique monétaire initié au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011. Les services et le secteur manufacturier (textile, fer, acier, biens d'équipements) ont été des moteurs de croissance et ce, malgré les ruptures d'approvisionnement dans le secteur automobile lié au séisme au Japon.

L'activité restera bien orientée en 2012. La consommation privée demeurera solide soutenue grâce aux bonnes performances du marché du travail. L'investissement privé sera orienté à la hausse tiré par la forte demande pour les matières premières indonésiennes (agricoles, énergétiques et minières), par B, par les conditions favorables de crédit et par des exemptions de taxes dans plusieurs secteurs prioritaires. Du côté de l'offre, le secteur manufacturier et notamment les biens d'équipement devraient afficher de bonnes performances tandis que le secteur des services - notamment les ventes de détail, de gros, les transports et les communications - bénéficiera de la demande domestique dynamique. Par ailleurs, la croissance du secteur des matières premières demeurera forte : les exportations de pétrole, gaz, charbon, métaux, caoutchouc, huile de palme et cire représenteront toujours 65% des exportations. L'activité à terme restera cependant contrainte par le manque d'infrastructures et la lenteur du processus de réformes structurelles. Dans ce contexte, l'expérience de paiement Coface sur les entreprises indonésiennes devrait rester stable en 2012. Toutefois, des fragilités en termes de transparence des entreprises persistent. Les comptes sont rarement disponibles et, lorsqu'ils le sont, leur fiabilité est douteuse. En outre, les problèmes de corruption demeurent et le système judiciaire reste lent et coûteux.

#### Situation financière solide

Sur le plan financier, l'amélioration continue du risque souverain se poursuit, comme en témoigne la diminution des ratios de dette et de déficits publics. En outre, la part de la dette libellée en devises tend également à reculer. Toutefois, la question du démantèlement des subventions aux prix énergétiques qui grèvent les comptes publics reste en suspens après un premier report de l'application de la mesure en avril 2012.

L'endettement extérieur devrait demeurer contenu même si le solde courant sera en léger déficit en 2012 en raison de la croissance très rapide des importations dans un contexte de reprise de la demande interne. Ce déficit sera entièrement couvert par les IDE, rendant le pays indépendant vis-à-vis des marchés financiers. Néanmoins, face aux risques associés à la volatilité des investissements de portefeuille (dépréciation de la rupiah), les autorités ont mis en place en juin 2010 des contrôles de capitaux (période de détention minimum des certificats de la Banque centrale) qui devraient permettre de ralentir ces flux déstabilisateurs. Toutefois, les réserves de change resteront à un niveau satisfaisant (6 mois d'importations en 2012), rendant le pays peu vulnérable à des retraits brutaux d'investissement de portefeuille. Enfin, le système bancaire indonésien affiche de bonnes performances : ratios de capitalisation et de profitabilité élevés, réduction du taux de créances douteuses. Néanmoins, l'intermédiation bancaire demeure faible par rapport au reste de l'Asie, dans un pays où le secteur informel est très développé.

#### Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, les dissensions au sein du gouvernement de coalition formé à la suite des élections de 2009

freinent le processus décisionnel. En outre, la popularité du président Yudhoyono pâtit de scandales de corruption notamment au sein de son parti. Le second mandat du Président se révèle donc moins concluant que le premier, plaçant ainsi le Parti démocrate dans une position plus fragile pour les élections législative et présidentielle de 2014. Dans ce contexte, le rythme des réformes structurelles et de lutte contre la corruption s'est considérablement ralenti. L'environnement des affaires continuera donc de souffrir de lacunes majeures.

#### Points FORTS ↗

- Evolution démographique favorable : 4<sup>ème</sup> population mondiale, jeune, bon marché et consommant de plus en plus à l'occidentale
- Diversité des ressources naturelles (agricoles, énergétiques, minières)
- Compétitivité élevée grâce à un faible coût du travail
- Renforcement du secteur bancaire
- Consolidation de la stabilité politique
- Tourisme dynamique

#### Points FAIBLES ↘

- Taux d'investissement faible
- Faiblesse de l'intermédiation bancaire
- Carence en infrastructures
- Corruption et manque de transparence persistants
- Niveaux de chômage et de pauvreté élevés, accentuant les tensions inter-ethniques

## ISRAËL

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A2**



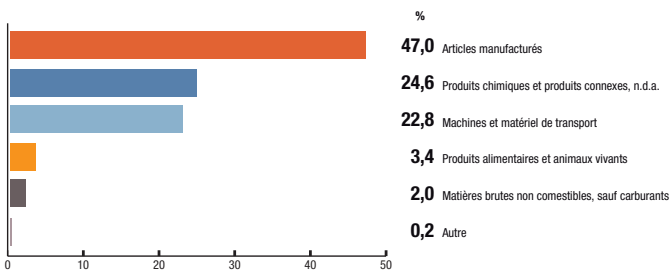
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	0,8	4,8	4,7	2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,3	2,7	3,4	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,0	-4,5	-4,0	-3,5
Solde courant / PIB (%)	3,6	2,9	-0,6	-1,0
Dettes publiques / PIB (%)	78,0	74,5	73,0	74,5

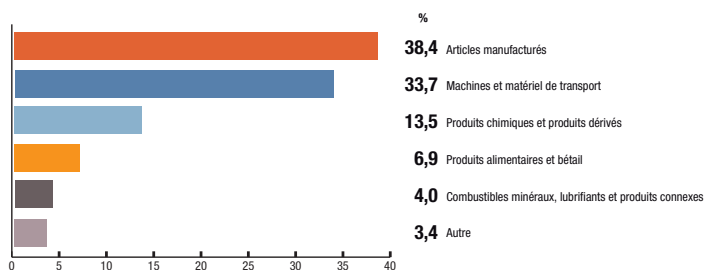
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **35 %** du PIB



#### Importations **32 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Tassement de la croissance en 2012

L'année 2011 s'est soldée par une croissance encore soutenue, portée par la consommation et l'investissement privés, ainsi que par une demande extérieure robuste. 2012 devrait se traduire par un sensible tassement de la croissance, à cause du ralentissement de la demande des principaux partenaires commerciaux d'Israël, l'Union Européenne et les Etats-Unis, et, dans une moindre mesure, l'Asie. Du côté de la demande intérieure, la consommation des ménages sera stimulée notamment par les mesures sociales prises par les autorités en faveur des tranches les moins favorisées de la population, tandis que l'investissement sera particulièrement soutenu dans le secteur de l'exploitation du gaz.

#### Modération de l'activité des entreprises

Si l'activité des entreprises a été satisfaisante dans la plupart des secteurs en 2011, une modération, et même une diminution dans certains domaines, est probable en 2012. Il est prévu un tassement de la croissance dans le secteur manufacturier, en raison d'un ralentissement de la progression des ventes à l'exportation mais aussi sur le marché intérieur. L'activité dans la distribution devrait rester soutenue, en dépit d'un contexte général moins favorable. La progression des ventes de services aux entreprises devrait être plus modérée à la fois en Israël et à l'étranger, malgré une bonne compétitivité. Dans le secteur hôtelier, un tassement est attendu, après un niveau élevé de fréquentation en 2011, de même que pour les entreprises de transport et de communications. Enfin, l'expansion des secteurs de la construction et des infrastructures devrait ralentir, à cause notamment de contraintes de financement.

#### Situation financière satisfaisante des entreprises

Les entreprises israéliennes résistent généralement assez bien aux aléas de la conjoncture et aux éventuels tassements du crédit. Avec la reprise économique qui avait suivi la crise financière mondiale de 2008-2009, leur situation financière s'était améliorée, de même que l'expérience de paiement Coface. Dans un contexte de nouveau plus difficile, le comportement de paiement satisfaisant des entreprises devrait rester meilleur que la moyenne mondiale, leur prévoyance les ayant conduites à constituer des réserves.

#### Implications fiscales des mesures sociales et situation financière extérieure solide

Les autorités ont adopté, fin 2010, une présentation budgétaire sur deux ans, justifiée par la volonté de limiter les discussions parlementaires liées à l'existence de coalitions gouvernementales. Bien que le gouvernement de coalition dirigé par Benyamin Netanyahu (du parti de droite Likoud) – transformé en mai 2012 en gouvernement d'union nationale – prône ardemment le libéralisme économique – via notamment des réductions d'impôt et de dépenses publiques ou des privatisations, comme celle du Port d'Eilat lancée en avril 2011 et celle envisagée d'Israel Electric Corporation – les importantes manifestations de 2011, motivées par la hausse du coût de la vie et des inégalités sociales, l'ont contraint à des concessions. Le pouvoir a du prendre des mesures destinées à atténuer l'impact sur les ménages des hausses des produits de première nécessité et prévoir un relèvement de la fiscalité directe, socialement plus équitable, par rapport aux impôts indirects. Dans ce cadre, le déficit public ne devrait que légèrement se réduire en 2012, les principales dépenses publiques restant le service de la dette, la défense et l'éducation, tandis que la part de la dette publique dans le PIB doit rester assez élevée.

Le déficit commercial s'est très nettement creusé en 2011 et une nouvelle détérioration est prévue en 2012. Les exportations de biens doivent, en effet, reculer, celles vers l'Europe et les Etats-Unis (30% du total chacun) baissant, tandis que les ventes en Asie (20% du total) n'augmenteront que modérément. De plus, la progression des exportations de services aux entreprises – principalement des logiciels et des produits de haute technologie liés – ainsi que du tourisme sera modeste. En conséquence, le compte courant restera déficitaire, mais le pays bénéficie d'une situation financière extérieure solide en raison d'une dette extérieure aisément gérable et d'un niveau substantiel de réserves de change (représentant environ 9 mois d'importations).

#### Points FORTS →

- Economie ouverte et diversifiée, confortée par l'admission du pays à l'OCDE en 2010.
- Industrie dominée par les produits de haute technologie.
- Main d'œuvre hautement qualifiée.
- Soutien politique et financier des Etats-Unis et de la diaspora.
- Découverte en 2010 d'importantes réserves offshore de gaz naturel, avec une production prévue à partir de 2014.

#### Points FAIBLES →

- Fragmentation politique et coalitions gouvernementales fragiles.
- Enlèvement des négociations de paix entre Israël et les Palestiniens.
- Insécurité pesant sur le potentiel de l'économie.
- Dette publique relativement élevée.

## ITALIE

Évaluations Coface

Pays **A4** ↓

Environnement des affaires **A2**



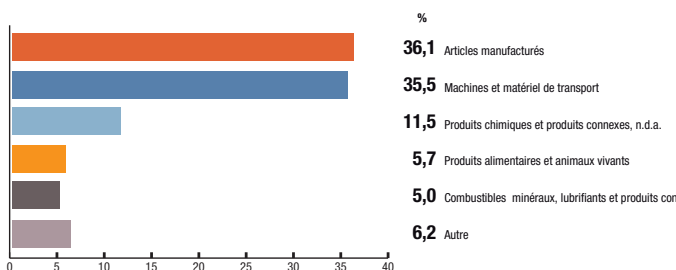
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
<b>Croissance PIB (%)</b>	-5,5	1,8	0,5	-1,8
<b>Inflation (moyenne annuelle) (%)</b>	0,8	1,6	2,9	3,0
<b>Solde budgétaire / PIB (%)</b>	-5,4	-4,6	-3,9	-2,3
<b>Solde courant / PIB (%)</b>	-1,9	-3,5	-3,3	-2,3
<b>Dettes publiques / PIB (%)</b>	116,0	118,6	120,1	123,6

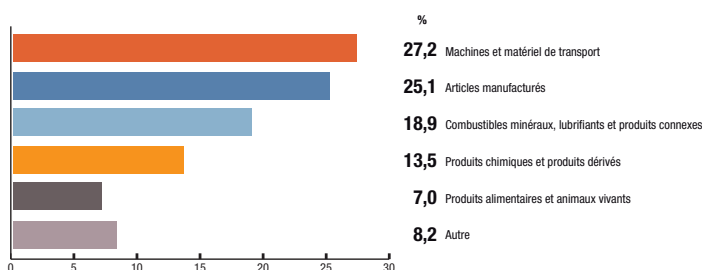
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 24 % du PIB



#### Importations 24 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### L'Italie s'enfoncé dans la récession

Entré en récession dans le courant du second semestre 2011, le pays s'y est enfoncé au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 sous l'effet de la baisse de la consommation des ménages, de l'investissement et des exportations. Cette détérioration reflète à la fois la hausse du chômage (qui affecte 10% de la population active), le durcissement des conditions d'accès au crédit, la faiblesse de la demande étrangère et la chute de confiance des agents économiques. Cependant, le recul plus accentué des importations que des exportations est responsable d'une contribution positive du commerce extérieur à la croissance. En dehors de l'agriculture, tous les secteurs ont enregistré un recul, à commencer par la construction. Le plan de réduction du déficit pour 2012 n'a pas encore fait sentir ses effets en début d'année et le recul de la production industrielle ne tient pas encore compte des deux tremblements de terre survenus en mai dans le nord du pays. Cela laisse augurer une nouvelle dégradation au second trimestre et une récession d'environ 1,8% pour l'ensemble de l'année. L'affaiblissement de l'activité économique devrait toutefois contribuer à la réduction du déficit courant. Par ailleurs, nourrie jusqu'en début d'année par la remontée des prix des matières premières, l'inflation devrait se détendre sous l'effet de la faiblesse de la demande intérieure et de la baisse du prix des produits de base.

#### Une dette publique massive

Les investisseurs prennent la pleine mesure de l'ampleur de la dette publique, en grande partie héritée des lourds déficits enregistrés jusqu'au milieu des années 1990. Cette dette atteint 120% du PIB fin 2011, soit le niveau le plus élevé observé dans la zone euro après la Grèce et le stock le plus important en valeur absolue. En dépit d'une conduite plutôt prudente de la politique budgétaire ces

dernières années, l'effort d'assainissement a dû être renforcé sous la pression des marchés et de la BCE. L'ampleur du besoin de financement de l'Etat et le faible potentiel de croissance de l'économie, dans le contexte actuel de remontée des incertitudes au sein de la zone euro, érodent à nouveau la confiance des marchés. Les taux d'intérêt à long terme flirtent à nouveau avec les 6%. Les doutes quant à la capacité du pays à poursuivre les réformes engagées sont même en passe de renaître compte tenu de l'érosion de la popularité du président du Conseil italien.

Par ailleurs, face à la crise de confiance sur le marché interbancaire, les prêts de la BCE ont permis d'alimenter les banques en liquidités et, jusqu'à ces derniers mois, aucun signe de fuite de dépôts n'a été enregistré. Mais les banques sont malmenées en Bourse en raison de la tension des taux italiens à dix ans.

#### Des entreprises fragiles face à la récession

L'Italie traverse une phase difficile et la situation financière des entreprises s'en ressent. En début d'année 2011, les faillites continuent à progresser, de même que les impayés enregistrés par Coface. Parmi les raisons de cette situation : la faiblesse structurelle des PME, qui représentent l'essentiel du tissu industriel italien, ainsi que des difficultés croissantes liées à l'accès aux lignes de crédit bancaires et l'allongement des délais de paiement du secteur public. Parmi les secteurs les plus touchés, on trouve le secteur de la construction et des équipements électriques, ainsi que le secteur textile, qui a toujours été fragile d'un point de vue structurel. En revanche l'industrie du luxe, tirée par la demande des pays émergents, se porte plutôt bien. Les mesures de restriction adoptées par le gou-

vernement entraînent une forte contraction de la consommation, affectant l'ensemble des secteurs d'activité, en particulier ceux de la grande distribution (hormis le discount alimentaire) et de l'automobile.

#### Points FORTS ↗

- Fort potentiel touristique
- Poids encore important de l'industrie
- Montée en gamme de la production et niches à forte rentabilité (habillement de luxe, équipement de la maison, agroalimentaire, mécanique)
- Faible endettement des ménages et forte capacité d'épargne
- Dette publique détenue en majorité par les résidents

#### Points FAIBLES ↘

- Dette publique élevée, évasion fiscale
- Perte de parts de marché à l'exportation
- Faible productivité
- Insuffisance de la recherche et de l'enseignement supérieur
- Faible efficacité de l'Administration, effectifs importants
- Secteur bancaire fragilisé par son exposition à la dette souveraine italienne
- Retard de développement du Sud

## JAPON

Évaluations Coface

Pays **A1**

Environnement des affaires **A1**



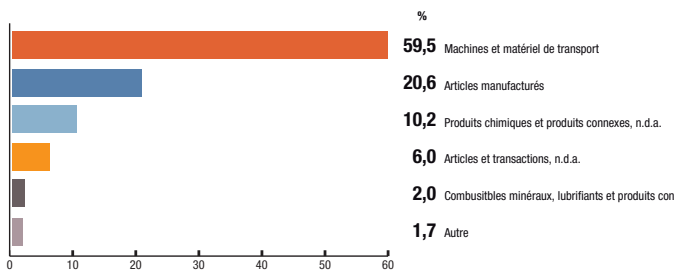
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,2	4,0	-0,7	1,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-1,3	-0,7	-0,2	-0,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,7	-7,8	-8,9	-9,0
Solde courant / PIB (%)	2,8	3,6	2,2	2,2
Dettes publiques / PIB (%)	194,1	198,2	212	219,5

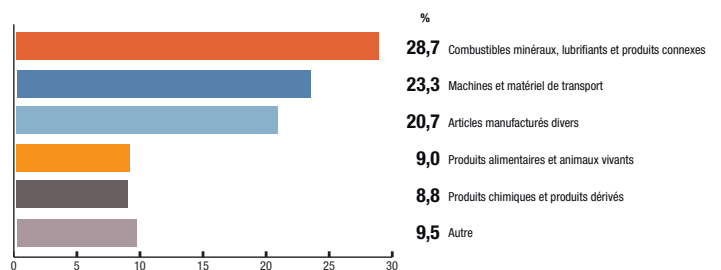
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 13 % du PIB



#### Importations 12 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Croissance soutenue par des mesures budgétaires

La croissance au premier trimestre 2012, de 1,2% (t/t) et de 2,8% en glissement annuel, a été soutenue par la demande domestique, alors que les exportations nettes de biens et services se contractaient légèrement. L'activité sur l'ensemble de l'année devrait donc être modeste, bénéficiant également d'un effet de base favorable.

L'indice de confiance des ménages continue de s'améliorer depuis la fin de l'année dernière, en ligne avec la prime mise en place par le gouvernement, destinée à promouvoir les achats de véhicules économes en énergie. L'enveloppe devrait néanmoins se tarir autour de l'été et, sauf prolongation de cette mesure, les dépenses des Japonais devraient sensiblement décélérer sur la seconde moitié de l'année. Les incertitudes autour de la décision de relever la taxe à la consommation, associées à la faiblesse des revenus disponibles poussent par ailleurs les ménages à reconstituer leur épargne qui est passée de 2,2% en 2008 à 6% au début de 2012. L'existence de surcapacités importantes et le niveau élevé d'intérêt réel dû à la déflation pèsent sur l'investissement productif qui reste modéré. Toutefois l'activité des entreprises est soutenue par l'investissement public qui continue de croître grâce aux budgets supplémentaires de plus de 260 milliards de dollars. Ces montants ont concerné, dans un premier temps, le nettoyage des zones dévastées. Depuis, les commandes de travaux publics affichent un bond spectaculaire. Mais les délais dans lesquels la reconstruction elle-même sera réalisée restent à définir, certains projets de redéploiement économique et social se heurtant à la résistance des populations concernées.

Dans ce contexte, le déficit budgétaire devrait se creuser légèrement et la dette continuer de croître (220% du PIB). Pour limiter, à plus long terme, la détérioration des finances publiques, le premier ministre Yoshihiko Noda a précisé qu'une hausse de l'imposition pourrait être décidée, notamment le doublement de la TVA à 10%, qui divise néanmoins

toujours les responsables politiques au sein du parti au gouvernement et dans l'opposition.

#### Dynamisme des exportations grâce à la demande américaine

Les exportations ont affiché depuis le début de 2012 un rebond significatif vers les Etats-Unis (15% des débouchés) grâce à la disparition des effets négatifs sur la chaîne d'approvisionnement des inondations en Thaïlande qui a permis de réamorcer les livraisons d'automobiles, alors que la vigueur du yen s'était atténuée. En revanche, les exportations de produits industriels intermédiaires vers la Chine (20% des ventes totales) se sont contractées sur la même période. Il s'agit d'un effet indirect de la décélération de la demande européenne de produits finis chinois qui incorporent des équipements intermédiaires japonais. Mais le ralentissement européen touche également directement les entreprises exportatrices japonaises qui enregistrent un recul de leurs ventes vers le vieux continent (12% des débouchés) depuis le début de 2011. Sauf intensification de la crise de la zone euro, ou ralentissement plus brutal qu'attendu de l'activité en Chine, les exportations japonaises devraient néanmoins progresser, mais cela ne devrait pas compenser l'essor des importations. En effet, les compagnies d'électricité sont contraintes d'acheter à l'étranger des énergies de substitution au nucléaire qui représentait, avant les cataclysmes de mars 2011, 30% de la fourniture totale d'électricité du pays. C'est pourquoi, la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait demeurer, au mieux, neutre cette année. D'autant que les entreprises nipponnes continuent d'être handicapées par la parité du yen vis-à-vis du dollar et de l'euro comparée au niveau d'avant la crise (+55% contre le dollar et + 67% contre l'euro).

#### Recul du nombre des faillites d'entreprise

Le recours à des ressources énergétiques importées renchérit les coûts de production dans l'Archipel, alors que le prix de l'électricité est élevé au regard des standards internationaux. La décision d'autoriser la hausse des prix de

l'électricité de 10% en moyenne à partir de juillet 2012 constitue un facteur de fragilisation pour les entreprises et les ménages. Mais le redémarrage, également en juillet, de deux réacteurs sur le site d'Oi dans le département de Fukui, s'il n'atténue pas les perspectives de hausse des tarifs, devrait néanmoins lever en partie les craintes de dysfonctionnement dans l'approvisionnement de cette région industrielle. Les bénéfices d'exploitation des entreprises, après trois trimestres consécutifs de contraction en 2011, sont repartis à la hausse au premier trimestre 2012. Ce résultat est lié à la performance du secteur des services alors que le secteur manufacturier continue d'afficher un recul de sa rentabilité. La progression des faillites demeure faible et l'indice Coface des incidents de paiement s'est infléchi très significativement à la baisse sur les 12 mois à mai 2012.

#### Points FORTS →

- Situation géographique privilégiée dans une région dynamique
- Spécialisation à l'exportation porteuse
- Epargne nationale très élevée
- Dette publique portée majoritairement par des investisseurs domestiques
- Fusions et acquisitions à l'étranger favorisées par la parité élevée du yen

#### Points FAIBLES ↘

- Instabilité gouvernementale (six premiers ministres en cinq ans)
- Réduction de la population active et part grandissante des travailleurs précaires
- Faible productivité des petites et moyennes entreprises
- Conséquences durables du désastre nucléaire sur la production
- La parité élevée du yen est devenue un problème politique crucial
- Amplification du mouvement de délocalisation industrielle

## JORDANIE

Évaluations Coface

Pays **B**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ**



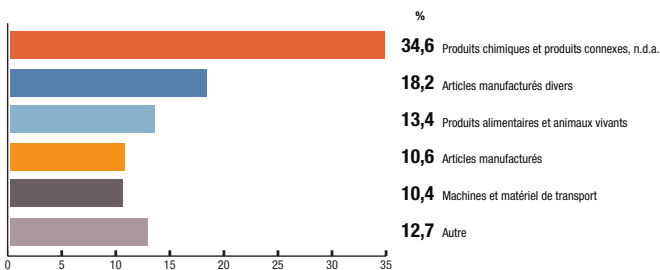
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	2,3	2,5	2,6	2,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,7	5,0	4,4	5,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,0	-7,7	-12,0	-12,0
Solde courant / PIB (%)	-5,5	-9,0	-16,5	-13,0
Dettes publiques / PIB (%)	66,0	67,0	70,0	71,0

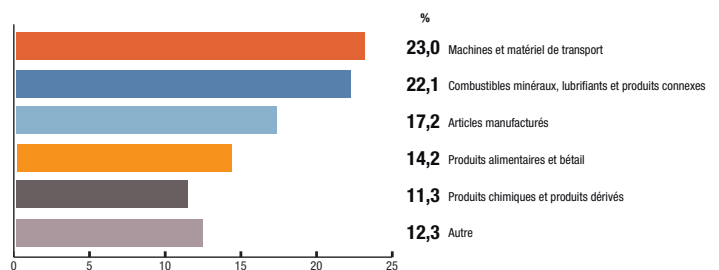
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 43 % du PIB



#### Importations 65 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Croissance modérée

Les incertitudes politiques locales et régionales, particulièrement en Syrie, combinées à un environnement économique mondial morose, vont affecter l'économie jordanienne en 2012. Du côté de la demande, la consommation publique ainsi que celle des ménages - en dépit d'un taux de chômage élevé (13% en 2011) - devraient soutenir la croissance. Du côté de l'offre, les services (deux tiers du PIB) devraient bénéficier modérément des transports et du commerce. Dans le secteur secondaire, l'activité sera générée par l'industrie chimique, les télécommunications et la construction, plus que par les secteurs traditionnels comme les mines (potasse et phosphate). En outre, les autorités mettent l'accent sur le développement agricole et l'amélioration de la sécurité alimentaire. En tout état de cause, les entreprises locales demeurent fortement tributaires des tendances économiques dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, que la Jordanie cherche à rejoindre afin de bénéficier de l'aide économique associée.

#### Persistance d'importants déficits public et extérieur

Les mesures sociales prises après les manifestations de l'année 2011 ont porté un coup à la volonté des autorités de réduire l'important déficit budgétaire. Après avoir fortement augmenté en 2011, le déficit pourrait, cependant, se stabiliser en 2012, en raison d'un meilleur ciblage des dépenses d'investissement et des subventions, ainsi que d'une aide de l'Arabie Saoudite (1,6 milliard\$). L'accumulation de ces déficits conduit à l'augmentation de la dette publique, mais le risque souverain est atténué par un endettement majoritairement interne, en partie financé par les banques locales. Toutefois, le processus d'assainissement budgétaire et la réduction de la dépendance à l'égard des dons extérieurs demeurent des défis majeurs.

Les exportations de biens devraient légèrement augmenter en 2012, les ventes en Asie et les réexportations vers l'Irak compensant la faible demande européenne et américaine. Elles demeurent, toutefois, exposées aux variations des cours mondiaux de la potasse et des phosphates, et le tourisme et les transferts sont affectés par le climat d'incertitude. De plus, le poids des importations d'hydrocarbures (un quart du total) pèse sur les comptes extérieurs, bien que la Jordanie reçoive à moindre coût du pétrole irakien et du gaz égyptien. Le déficit courant pourrait toutefois se réduire, en raison de prix mondiaux des produits agricoles et des hydrocarbures un peu moins élevés, et être en partie couvert par les flux d'investissements directs étrangers, issus principalement des pays du Golfe. Par ailleurs, le remboursement anticipé en 2008 de la dette rééchelonnée a significativement réduit les ratios d'endettement extérieur, même si la forte proportion à court terme est une source potentielle de risque de change. Les réserves en devises devraient, néanmoins, rester à un niveau correct (six mois d'importations) confortant la capacité de résistance du pays et l'ancrage du dinar jordanien au dollar américain.

#### Stabilité politique intérieure fragilisée par la tourmente régionale

Les élections législatives de novembre 2010 avaient reconduit une majorité favorisant les zones rurales, au détriment des aspirations politiques de la majorité urbaine de la population. Toutefois, en 2011, à la suite de manifestations contre la hausse du chômage et la corruption notamment, dans le sillage des soulèvements en Tunisie et en Egypte, le roi Abdallah II a changé successivement de Premier ministre en février et en octobre. En avril 2012, il a désigné à ce poste un ancien Premier ministre, considéré comme conservateur, et a évoqué la tenue d'élections législatives

en fin d'année. En tout état de cause, la marge de manœuvre du nouveau gouvernement restera limitée par les exigences contradictoires des loyalistes et des tribus d'une part, et de l'opposition d'autre part, en particulier le Front d'action islamique, équivalent jordanien des Frères musulmans égyptiens, qui revendique une monarchie constitutionnelle de type marocain. Or, malgré une amorce de réformes dans le contexte du «printemps arabe», le roi Abdallah - qui conserve un large soutien dans la population et l'appui des forces armées - souhaite garder l'essentiel du pouvoir.

#### Points FORTS ↗

- Soutien politique et financier de la communauté internationale
- Mise en place de stratégies destinées à favoriser de grands projets d'infrastructures
- Tourisme et main d'œuvre expatriée, sources importantes de recettes en devises
- Environnement des affaires favorable, à l'échelon régional

#### Points FAIBLES ↘

- Quasi absence de ressources énergétiques naturelles et faible base productive
- Vulnérabilité à la conjoncture économique au Moyen-Orient
- Dépendance envers l'aide et les capitaux étrangers, liée aux déséquilibres des comptes publics et extérieurs
- Dette à court terme élevée
- Exposition à l'instabilité politique régionale

## MAROC

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



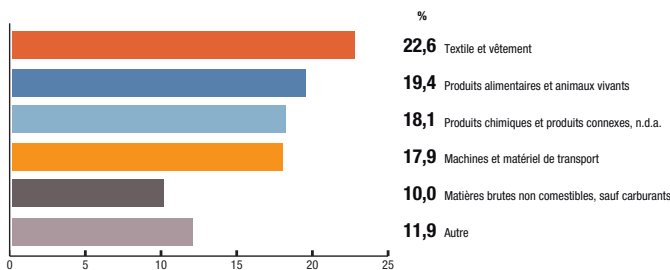
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,9	3,8	4,5	3,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,1	0,8	0,9	1,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-4,5	-5,5	-5,6
Solde courant / PIB (%)	-5,9	-4,7	-5,5	-5,0
Dette publique / PIB (%)	48,4	49,7	52,6	53,0

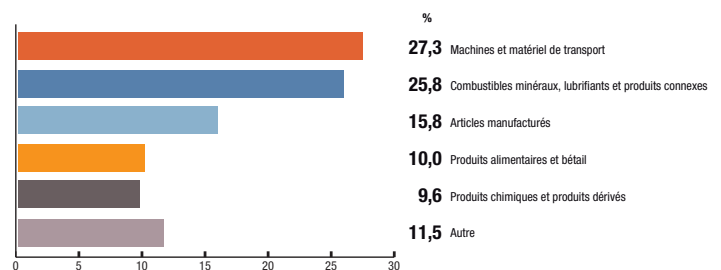
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 29 % du PIB



#### Importations 39 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Activité toujours principalement dépendante des performances du secteur agricole et de la conjoncture dans l'Union européenne

La croissance a été soutenue en 2011, grâce à une bonne récolte céréalière et à une légère progression des recettes touristiques, les effets directs et indirects sur l'économie des soulèvements dans divers pays arabes ayant été limités.

Pour 2012, les perspectives sont un peu moins favorables, en raison notamment de prévisions de moins bonnes récoltes agricoles et du net ralentissement économique dans l'UE, le principal partenaire économique et commercial du Maroc. La croissance demeure, en outre, tributaire des fluctuations des cours internationaux des phosphates (dont le Maroc est le 1<sup>er</sup> producteur et exportateur mondial) et des hydrocarbures importés.

La demande interne devrait, cependant, continuer de soutenir l'activité, avec une relative vigueur de la consommation privée et des secteurs de la construction - sous l'impulsion du développement du logement social - et de l'automobile, à la suite notamment de l'entrée en production de l'usine Renault/Dacia de Tanger.

#### Maintien des déficits public et courant, mais endettement extérieur gérable

L'assainissement récent des finances publiques a conduit à un endettement public gérable, essentiellement domestique. Or, dans la foulée du « printemps arabe », les rallonges budgétaires destinées à atténuer les tensions sociales - avec une augmentation des salaires et subventions - entraînent un creusement du déficit budgétaire et une hausse de la dette publique. Toutefois, une grande partie de la dette extérieure, essentiellement publique et d'un poids supportable, est remboursable à des conditions concessionnelles, donc avantageuses.

Les exportations doivent être tirées notamment par les ventes de phosphates, mais la faiblesse de la demande de l'UE et le niveau élevé des prix internationaux de l'énergie vont peser négativement sur la balance commerciale. Malgré des revenus du tourisme et des transferts des expatriés résilients, il en résultera le maintien d'un déficit significatif des comptes extérieurs. Il ne devrait être que très partiellement couvert par les flux d'investissements directs étrangers, principalement de l'UE et du Moyen-Orient, et qui s'insèrent souvent dans le cadre de partenariat publics-privés relatifs aux infrastructures routières, ferroviaires, portuaires ou touristiques. Dans une situation financière mondiale mouvementée, le pays dispose d'une certaine capacité de résistance à un retrait brutal de capitaux, grâce à des financements peu volatils, un régime de change administré et un niveau de réserves correct (environ 5 mois d'importations). De plus, son système bancaire, le plus développé d'Afrique (hors Afrique du Sud), demeure bien capitalisé et rentable, et les autorités demeurent vigilantes face à l'essor du crédit immobilier, tandis que l'amélioration de la réglementation prudentielle se poursuit.

#### Réforme constitutionnelle dans le contexte de bouleversements dans le monde arabe

En réponse à une insatisfaction politique et sociale grandissante, dans le sillage des révoltes dans le monde arabe, une réforme constitutionnelle, initiée par le Roi Mohammed VI, a été approuvée par referendum en juillet 2011. Cette réforme vise un rééquilibrage au sein de la monarchie, par un renforcement des pouvoirs du Premier ministre et du Parlement, une plus grande indépendance de la justice et une régionalisation accrue. Elle ne modifie cependant pas l'essentiel des prérogatives d'un monarque qui reste populaire, bien qu'une frange de la population se plaigne de la corruption, du clientélisme et de la mal gouvernance, des mouvements de contestation mettant en cause, à ce titre, certains membres du proche entourage du roi (le « makhzen »).

Après les élections législatives avancées à fin novembre 2011, qui se sont soldées par une majorité relative du Parti (islamiste) de la Justice et du Développement, la nomination de son dirigeant Abdelilah Benkirane comme Premier ministre et la formation en janvier 2012 d'une coalition gouvernementale avec trois partis laïcs, beaucoup dépendra de la mise en œuvre de la nouvelle Constitution, mais aussi de progrès vers une plus grande justice sociale, par le biais d'une réduction de la pauvreté, des inégalités et du chômage.

#### Points FORTS ↗

- Ressources naturelles et agricoles, vaste potentiel touristique.
- Position géographique favorable, avec la proximité du marché européen.
- Stratégie de montée en gamme et de diversification de la production, avec des secteurs prioritaires, automobile, aéronautique, électronique, chimie, textile/cuir, agroalimentaire.
- Politique de stabilité macroéconomique poursuivie par les autorités.
- Réformes politiques engagées par le royaume chérifien.

#### Points FAIBLES ↘

- Economie encore très dépendante du secteur agricole
- Productivité et compétitivité insuffisantes
- Pauvreté et chômage (des jeunes en particulier), sources de tensions sociales
- Vulnérabilité de l'activité touristique à des actions terroristes
- Insuffisance des progrès en matière d'environnement des affaires

## MYANMAR

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

**RISQUE TRÈS ÉLEVÉ**



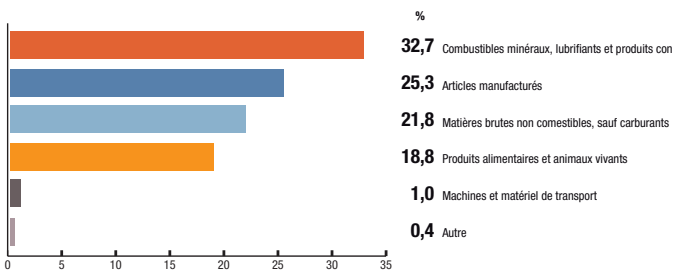
### Principaux indicateurs économiques

	2009/10	2010/11	2011/12(e)	2012/13(p)
Croissance PIB (%)	5,1	5,3	5,5	6,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	8,2	8,2	4,2	5,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,8	-6	-5,5	-4,6
Solde courant / PIB (%) *	-2,7	-0,8	-2,7	-4,4
Dettes publiques / PIB (%)	48,3	47,6	48,7	49,5

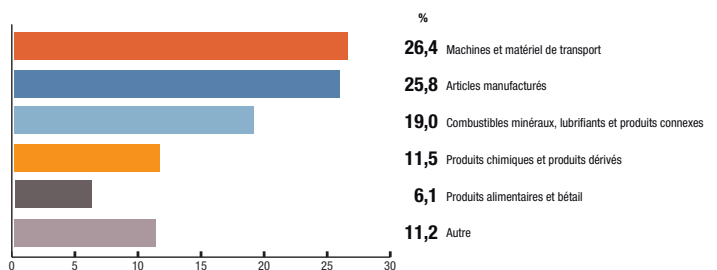
(e) : estimation (p) : prévision \* hors dons

### Échanges commerciaux

#### Exportations 31 % du PIB



#### Importations 27 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Une croissance inférieure au potentiel de l'économie

La croissance devrait atteindre 6 % en 2012/13, tirée par les IDE dans les secteurs de l'énergie, de la prospection pétrolière et des infrastructures. Ces derniers bénéficieront de la levée des sanctions économiques et politiques envers la Birmanie par les pays occidentaux. En outre, ils seront soutenus par l'unification du taux de change par les autorités. Le pays – qui était doté de deux taux de change – est passé en avril 2012 à un régime de change unique (flottement dirigé), avec un cours pivot de 820 kyats pour 1 USD et une bande de fluctuation de +/- 2%. L'unification du taux de change permettra d'éliminer les distorsions de marché, favorisant ainsi les entrées d'IDE. L'investissement dans le secteur agricole devrait également augmenter grâce au doublement du crédit alloué par la Banque Agricole du Myanmar. En revanche, la consommation devrait rester stable (de l'ordre de 4%) et ne pas contribuer de manière significative à la croissance, en raison d'une proportion importante de la population vivant sous le seuil de pauvreté et d'un niveau d'inflation relativement élevé. L'inflation atteindra, en effet, 5,8% en 2012/13, du fait notamment de l'incapacité de la Banque centrale à contenir la croissance monétaire. De plus, le commerce extérieur ne sera pas un moteur de l'activité. Le déficit de la balance commerciale, en pourcentage du PIB, devrait se dégrader en 2012/13 (-3,3%) tandis que la balance des services sera également déficitaire.

#### D'importants arriérés sur la dette extérieure

Les finances publiques sont handicapées par la taille du budget militaire, qui compte pour plus d'un cinquième des dépenses de l'Etat, et une monétisation importante des déficits. Cette pratique tend cependant à se réduire depuis 2009 et des obligations et billets de trésorerie sont émis de plus en plus fréquemment sur le marché domestique, permettant

de diminuer les pressions inflationnistes. Par ailleurs, des efforts ont été faits par le gouvernement pour réduire le déficit budgétaire. Celui-ci est ainsi passé de 5,5% en 2011/2012 à 4,6% en 2012/13. Cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir. L'unification du taux de change par les autorités en avril 2012 devrait accélérer ce processus. La dépréciation du taux de change, consécutive à l'adoption d'un flottement dirigé, devrait, en effet, permettre d'accroître la compétitivité-prix du pays, augmenter les revenus d'exportations des entreprises publiques et se faisant les recettes publiques. Par ailleurs, l'endettement extérieur du Myanmar se caractérise par d'importants arriérés vis-à-vis des créanciers privés, bilatéraux et multilatéraux. Les flux entrants d'IDE couvrent cependant la quasi-totalité du besoin de financement extérieur de l'économie et ont permis d'abonder les réserves de change de la Banque centrale, qui se maintiennent à un niveau confortable au regard des importations. Elles représenteront, en effet, 9,7 mois d'importations en 2012/13.

#### Vers une ouverture politique ?

Au niveau politique, le pays connaît un processus de libéralisation sans précédent. Les élections législatives de novembre 2010 qui ont mis fin à l'exercice du pouvoir par la junte militaire et l'arrivée du Président Thein Sein ont ouvert la voie à un processus de réformes dès l'été 2011. Un assouplissement de la censure a été annoncé par le gouvernement et une loi autorisant le droit de faire grève et de se syndiquer librement a été promulguée. Un dialogue avec l'opposant historique de la junte au pouvoir, Aung San Suu Kyi a également été ouvert, conduisant à la levée de son assignation à résidence. En avril 2012 se sont tenues des élections législatives partielles, les premières auxquelles participait l'opposition dans son ensemble depuis celles de 1990. La Ligue Nationale pour la démocratie (LND) a remporté 43 des 45 sièges en jeu, permettant à Aung San Suu Kyi, leader de la

LND, de devenir député. Toutefois, la junte continue de dominer la vie politique (94% des sièges à l'assemblée) et pourrait, en cas de crainte de défaite aux prochaines élections législatives de 2015, freiner le processus démocratique. Les évolutions positives récentes ont permis de réengager des discussions avec les pays occidentaux et d'organiser un voyage diplomatique d'Aung San Suu Kyi en Europe. L'UE et les Etats-Unis ont par ailleurs décidé début 2012 de lever partiellement les sanctions imposées au pays : suspension de l'interdiction de visa qui frappait les dirigeants birmanes et levée des restrictions sur les aides financières. Les pays occidentaux estiment cependant que des progrès doivent être réalisés pour obtenir la levée totale des sanctions, notamment en matière de droits de l'homme et de résolution des conflits avec les minorités ethniques. A ce titre, les violences interethniques, qui opposent depuis début juin 2012 dans l'Etat du Rakhine les communautés bouddhiste et musulmane, représentent un véritable défi pour le pouvoir en place.

#### Points FORTS ↗

- Abondantes matières premières (riz, tek, minerais, gaz, pétrole)
- Potentiel hydroélectrique considérable
- Proximité d'économies dynamiques (Inde, Chine, Thaïlande)
- Potentiel touristique élevé

#### Points FAIBLES ↘

- Risque de tensions ethniques élevé
- Maintien de sanctions économiques
- Economie autarcique et peu diversifiée
- Manque de réformes structurelles (investissement en infrastructures, dans le secteur de la santé, de l'éducation)



## NICARAGUA

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE TRÈS ÉLEVÉ**



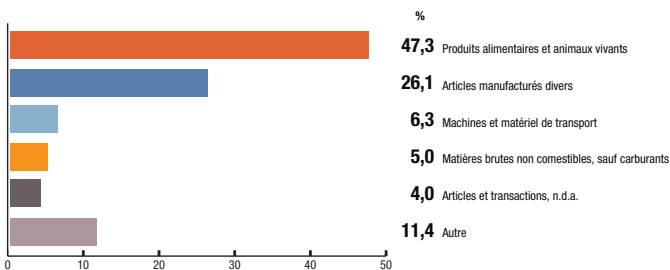
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,5	4,5	4,7	3,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,7	5,5	8,1	7,0
Solde budgétaire / PIB (%) *	-5,2	-3,5	-3,0	-2,7
Solde courant / PIB (%) *	-13,5	-14,0	-18,0	-17,0
Dettes publiques / PIB (%)	80,1	80,0	72,0	69,0

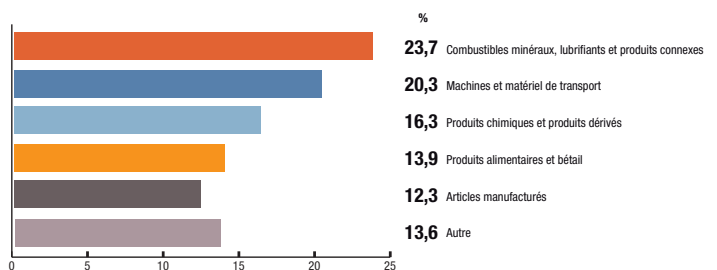
(e) : estimation (p) : prévision \* hors dons

### Échanges commerciaux

#### Exportations **35 %** du PIB



#### Importations **61 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Ralentissement économique dans un contexte de croissance atone aux États-Unis

En 2012, l'activité devrait ralentir dans un contexte de faible croissance mondiale et en particulier nord-américaine. Les États-Unis sont la première destination des exportations. Néanmoins, la demande domestique demeurera le moteur principal en raison des importants projets d'investissement en cours, notamment dans le secteur énergétique et manufacturier. La consommation des ménages conservera son dynamisme, car toujours soutenue par les remises des travailleurs émigrés aux États-Unis et au Costa Rica. L'augmentation de 12% du salaire minimum jouera aussi favorablement, mais contribuera aussi à entretenir une forte inflation.

#### Consolidation graduelle des finances publiques

Dans le cadre de l'Accord élargi de crédit (ECF) initialement passé pour 3 ans avec le FMI en 2007 et prolongé jusqu'en décembre 2011, les autorités ont amélioré à la fois l'assiette et la collecte des impôts, et rationalisé les dépenses du secteur public, contribuant à la réduction du déficit et de l'endettement. En 2012, dans le cadre des négociations avec le FMI pour la reconduction de l'ECF pour trois nouvelles années, le gouvernement devrait prendre de nouveaux engagements visant à poursuivre la consolidation des finances publiques. L'impopularité de certaines mesures telles que la réduction des subventions, la lutte contre le travail non déclaré, le ciblage de l'aide sur les catégories les plus pauvres, la modération salariale, la réforme des retraites et la réduction des exonérations, rend les négociations difficiles.

#### Des comptes publics et extérieurs équilibrés grâce à l'aide étrangère

L'aide financière du Venezuela (600 millions de dollars en 2011) permet d'équilibrer les comptes publics et de réduire le poids de la dette de l'Etat. Elle finance notamment des programmes sociaux et les subventions du transport et de l'énergie.

Le déficit commercial représente 24% du PIB en raison du poids des importations de produits pétroliers, même achetés auprès du Venezuela à des conditions préférentielles dans le cadre de l'accord PetroCaribe. La quasi-totalité de la production électrique en dépend, car la diversification vers d'autres sources locales comme l'hydraulique est lente du fait des réticences des investisseurs face à l'interventionnisme étatique sur les prix. Les exportations sont relativement peu diversifiées, dépendantes de la conjoncture américaine et des cours internationaux. Grâce aux recettes touristiques, mais surtout aux remises des travailleurs émigrés, le déficit courant ne représente toutefois que 18% du PIB.

L'équilibre de la balance des paiements et le maintien des réserves de change à un niveau satisfaisant sont obtenus grâce à l'aide internationale, essentiellement multilatérale (Banque Interaméricaine de Développement), et aux investissements directs étrangers en provenance du Canada, des USA, d'Espagne et du Venezuela qui progressent sensiblement dans les secteurs de l'énergie, des télécoms et l'industrie manufacturière (les unités d'assemblage -*maquilas*- dans le secteur de la confection en zones franches).

Le soutien des pays donateurs est donc essentiel, notamment celui des États-Unis qui conditionnent la poursuite de leur aide directe ou indirecte aux progrès en matière électorale et institutionnelle ainsi qu'à la poursuite de l'indemnisation des étrangers expropriés lors de la révolution sandiniste

de 1979. Leur influence sur le président Daniel Ortega, réélu en novembre 2011 et son parti majoritaire le *Frente Sandinista de Liberación Nacional* (FSLN), au pouvoir depuis 1979, est toutefois réduite par la contribution financière du Venezuela.

#### Points FORTS ↗

- Ressources minérales (or, argent, cuivre) et agricoles (café, sucre, banane, coton)
- Appartenance aux zones de libre-échange Amérique centrale/États-Unis et UE
- Politique économique prudente établie en relation et avec le soutien du FMI
- Stabilité du système financier
- Soutien de la communauté internationale

#### Points FAIBLES ↘

- Vulnérabilité aux catastrophes naturelles (cyclones, sismicité)
- Insuffisances en matière de santé, d'éducation (primaire et secondaire), et persistance de la pauvreté
- Insuffisance des infrastructures (énergie, transport)
- Dette publique et déficit courant élevés
- Dépendance à l'aide internationale et aux remises des émigrés
- Lacunes institutionnelles : concentration du pouvoir au sein de l'exécutif et du parti sandiniste

## NIGÉRIA

Évaluations Coface

Pays **D**Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

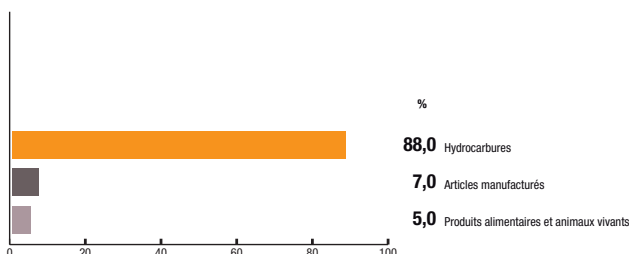
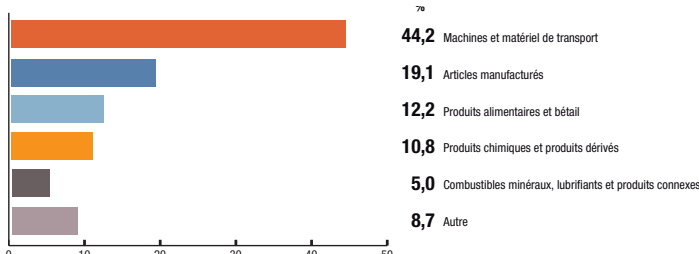
**RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ**

### Principaux indicateurs économiques

Indicateur	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	7,0	8,0	7,2	7,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	12,5	13,7	10,8	11,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,3	-3,7	-3,3	-3,0
Solde courant / PIB (%)	7,8	1,3	6,2	7,3
Dettes publiques / PIB (%)	15,3	17,8	17,9	18,8

(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

**Exportations 36 % du PIB****Importations 27 % du PIB**

### → Appréciation du risque

#### Maintien d'une croissance soutenue

La croissance de l'économie restera soutenue en 2012 grâce au secteur pétrolier qui reste essentiel pour le pays : le volume des exportations devrait augmenter suite à la montée en régime d'un nouveau champ (Usan) et le Nigeria devrait également profiter du niveau élevé des cours du pétrole. Mais l'activité est également portée par les secteurs hors pétrole (agriculture, commerce, télécommunication, BTP). La consommation privée (54% du PIB) devrait rester dynamique. La croissance du pays risque cependant d'être affectée par la dégradation des conditions de sécurité. La baisse des subventions sur le prix du pétrole et la hausse des prix de l'électricité attendue dans le cadre de la privatisation du secteur, maintiendront une pression à la hausse sur les prix (+11,2%).

#### Situation financière solide caractérisée par un endettement faible et un secteur bancaire assaini

Le président a engagé une politique de maîtrise budgétaire qui se traduit par une réduction des dépenses de fonctionnement dans le budget 2012. Des économies supplémentaires devaient être réalisées grâce à la baisse des subventions sur le prix de l'essence, mais les grèves générales déclenchées en janvier par l'annonce de leur suppression devaient freiner le processus. Le produit des privatisations (secteur de l'électricité) permettra une augmentation des recettes si le programme est lancé comme prévu avant la fin de l'année. La mise en place d'un nouveau fonds alimenté par une partie des recettes pétrolières, pourrait en outre améliorer la gestion des finances publiques, le précédent fonds ayant été presque intégralement vidé sous la pression politique. La dette publique reste faible (18% du PIB). L'excédent du solde courant se maintiendra en 2012. Les réserves de change, qui constituent l'un des outils principaux pour assurer la stabilité du taux de change du naira resteront stables, mais modestes (4 mois d'importations).

Le risque de surendettement du Nigeria est faible, l'encours total de sa dette totale représentant 22% du PIB et la dette extérieure seulement 3% du PIB.

La réforme du secteur bancaire engagée en 2009 est en voie d'achèvement. Huit banques déclarées en faillite ont été recapitalisées. Leurs prêts non productifs ont été repris par une structure (Asset Management Company) et trois d'entre elles ont été nationalisées. La distribution du crédit reste toutefois insuffisante pour soutenir les investissements et le développement de la production non pétrolière, notamment dans le secteur agricole qui représente 40% du PIB, 2/3 de la population active, mais ne reçoit que 2% du crédit.

#### Des perspectives d'investissement entravées par la dégradation de l'environnement des affaires

Du fait de son énorme potentiel en hydrocarbures, en terres arables et de la taille de son marché intérieur, le pays suscite un grand intérêt auprès des investisseurs, occidentaux (notamment des Etats-Unis son premier client) mais aussi chinois qui investissent activement dans le secteur non pétrolier (télécoms, transports, BTP).

Le Gouvernement, qui souhaite continuer à attirer les investisseurs, a lancé des réformes destinées à développer le secteur privé. La privatisation du secteur de l'électricité est ainsi attendue en octobre. S'agissant du secteur pétrolier, la dernière version du programme de réforme (Petroleum Industry Bill), maintes fois annoncé et qui a fait l'objet de différentes versions depuis cinq ans, doit être présentée au Parlement en juin. Il vise à permettre à l'Etat de recevoir une part substantielle des recettes pétrolières sans pour autant décourager les investisseurs étrangers dont le pays a besoin, en particulier pour assurer le développement des infrastructures de ce secteur.

Les investissements sont toutefois freinés par l'inefficacité administrative, la forte dégradation des conditions de sécurité mais aussi la corruption.

Dans le delta du Niger, zone de production de pétrole, ce sont les partisans du Mouvement pour l'émancipation du Delta (MEND) qui s'attaquent aux personnels et installations des compagnies pétrolières en revendiquant une meilleure

répartition des revenus de l'exploitation pétrolière. D'une manière générale, le chômage massif (24% au niveau national) et la pauvreté conduisent à une recrudescence de la violence. Par ailleurs, l'environnement sécuritaire dans le nord du pays s'est nettement dégradé avec l'intensification depuis mai 2011 des attentats perpétrés par le mouvement islamiste radical Boko Haram.

La corruption est très répandue. Goodluck Jonathan, à la tête du pays depuis les élections d'avril 2011, a voulu montrer sa détermination à s'y attaquer en décidant de poursuivre en justice plusieurs dignitaires de haut rang impliqués. Mais malgré des efforts souvent médiatisés, la corruption demeure une réelle faiblesse pour le Nigeria classé, selon l'Indice de Perception de la Corruption 2011 de Transparency International au 143<sup>ème</sup> rang (sur 182).

#### Points FORTS ↗

- Importantes ressources en hydrocarbures
- Large potentiel agricole
- Pays le plus peuplé d'Afrique (162 millions)
- Rôle politique prépondérant tant au niveau régional que continental
- Faible endettement extérieur
- Secteur bancaire largement assaini grâce à la réforme lancée en 2009

#### Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance aux revenus pétroliers : 90% des exportations, 20% du PIB et 80% des recettes fiscales
- Capacité de raffinage très réduite induisant des importations onéreuses car subventionnées (1/4 du budget fédéral)
- Diversification du tissu productif contrainte par des infrastructures déficientes
- Tensions ethniques et religieuses
- Corruption
- Chômage, pauvreté, système sanitaire et éducatif déficient

## OUBÉKISTAN

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

**RISQUE ÉLEVÉ**



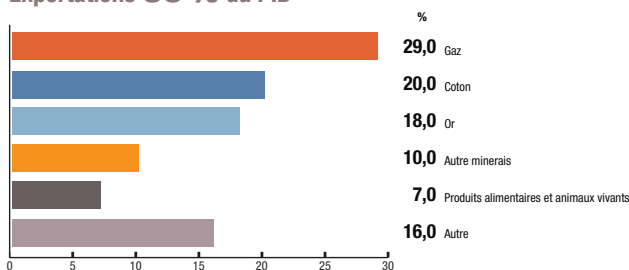
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	8,1	8,5	8,3	7,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	14,0	12,1	13,1	12,8
Solde budgétaire / PIB (%) *	2,8	4,9	5,4	4,8
Solde courant / PIB (%)	2,2	6,7	6,1	5,1
Dette publique / PIB (%)	11,0	9,9	9,1	8,7

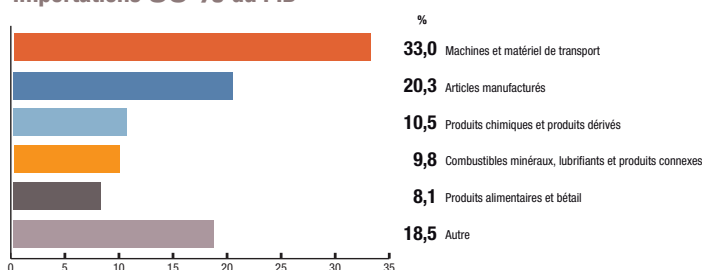
\* Budget de l'Etat dont le bilan du Fonds pour la Reconstruction et le Développement (e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **36 %** du PIB



#### Importations **36 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Une croissance forte portée par l'Etat

L'Ouzbékistan a affiché une croissance robuste en 2011, supérieure à la moyenne des économies de la CEI, sous l'effet conjugué des cours élevés des matières premières et d'une demande domestique porteuse. En 2012, la croissance devrait légèrement ralentir. L'activité restera tirée par la demande extérieure, notamment russe, kazakhe et chinoise (55% des exportations ouzbèkes), et les cours élevés du gaz et de l'or (47% des ventes). Dès lors, la production industrielle, notamment minière, devrait afficher des résultats robustes. Fort des recettes du commerce extérieur, le gouvernement poursuivra une politique budgétaire très expansionniste. La hausse des salaires du secteur public et des dépenses sociales, conjuguée au maintien des transferts des travailleurs expatriés en Russie et au Kazakhstan, contribueront au dynamisme de la consommation des ménages. La vente au détail, les services, les transports et les télécommunications devraient ainsi continuer à afficher de bons résultats. La Banque centrale (CBU) poursuivra une politique monétaire très accommodante, contribuant à la croissance vigoureuse du crédit bancaire (plus de 30% en rythme annuel), qui restera toutefois essentiellement dirigé vers les grandes entreprises publiques, lesquelles continueront à l'essentiel des dépenses d'investissement. Bien qu'aucune bulle d'actifs ou immobilière ne soit observable pour le moment, cette croissance éfrénée du crédit entretient une inflation élevée, renforcée par l'augmentation des prix de l'électricité suite à la baisse des subventions. La forte inflation qui empêche tout ancrage des anticipations, dissuade l'investissement privé, notamment étranger.

#### Persistance des restrictions de change

L'Etat poursuivra sa gestion prudente des finances publiques et le risque souverain restera tout à fait contenu. Le budget

consolidé de l'Etat – incluant le Fonds pour la Reconstruction et le Développement (FRD) – sera excédentaire en 2012. En outre, les actifs du FRD – au sein duquel sont placées, depuis 2006, les recettes d'exportations – représentent plus de 16% du PIB et sont désormais supérieurs au stock de dette publique. L'Ouzbékistan détient également d'importantes réserves de change accumulées grâce aux excédents courants, ce qui lui confère une confortable marge de manœuvre en termes de liquidité. Le souf se dépréciera à nouveau en 2012 sous l'effet des interventions de change de la Banque centrale dans le cadre d'une politique monétaire visant à garantir la compétitivité du secteur exportateur. L'économie reste en outre fortement dollarisée en raison de restrictions de change et les tensions inflationnistes prévues pour 2012 devraient renforcer l'aversion à la monnaie nationale au profit du dollar. La part des prêts et dettes bancaires en devises vont donc potentiellement continuer de croître en 2012. Cette perspective, associée à la forte hausse du crédit, pourrait faire naître de nouveaux risques au sein du système bancaire, par ailleurs peu développé et déjà fragilisé par des taux de créances douteuses élevés (malgré les chiffres officiels très faibles).

#### Un environnement géopolitique instable

Le régime ouzbèke se caractérise par une forte concentration du pouvoir autour du président Islam Karimov, à la tête du pays depuis 1989 et réélu en 2007 pour un troisième septennat. Peu d'avancées sont à attendre sur le plan intérieur, à moins que l'état de santé du président, âgé de 73 ans, ne se dégrade. Le manque de stratégie claire de succession constitue un facteur potentiel d'instabilité politique : le régime ayant déjà été confronté à une vague de contestation en 2005, la disparition d'Islam Karimov pourrait favoriser un nouveau soulèvement populaire dans un contexte d'affaiblissement du pouvoir. En outre, à la demande du président, le Parlement a voté en 2007 la réduction des mandats présidentiels de sept à cinq ans. Dès lors, une élection présidentielle pourrait se tenir en fin d'année, bien qu'il semble

qu'Islam Karimov préfère attendre la fin de son actual mandat en 2014 pour mettre la réforme en pratique. Toutefois, si le scrutin devait avoir lieu, de nouveaux troubles en marges du scrutin de sont pas à exclure. Pour toutes ces raisons, le scénario d'un soulèvement populaire n'est pas à écarter, d'autant que la pauvreté, le chômage et la restriction des libertés offrent un terrain fertile à la contestation. A l'échelle régionale, le pays, fortement exposé aux réseaux mafieux et à la montée des mouvements islamistes radicaux, entretient des relations tendues avec les pays voisins. Les tensions inter-ethniques persistantes au Kirghizstan pourraient déstabiliser la vallée de la Fergana, tandis que le projet de barrage géant au Tadjikistan alimente les tensions entre Tachkent et Douchanbé. Enfin, le climat des affaires est lacunaire : la réglementation est peu respectée par les autorités administratives et le niveau de corruption élevé.

#### Points FORTS

- Ressources naturelles abondantes et diversifiées (gaz naturel, or, coton et pétrole)
- Excédents courants et réserves de change confortables
- Programme d'investissements publics ambitieux

#### Points FAIBLES

- Faible diversification économique et dépendance à l'égard des cours des matières premières
- Forte inflation
- Secteur bancaire peu développé et pratique du crédit dirigé
- Interventionnisme étatique et climat des affaires difficile

## PAYS-BAS

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



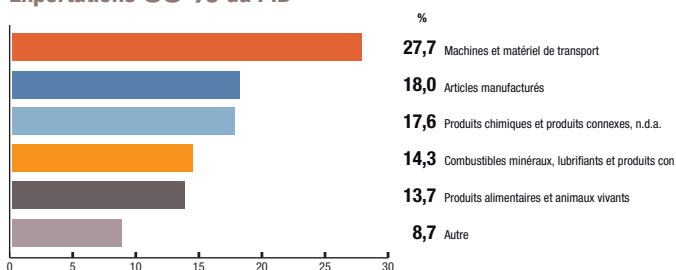
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,5	1,6	1,3	-0,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,0	0,9	2,5	2,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,6	-5,1	-4,7	-4,4
Solde courant / PIB (%)	4,1	7,1	9,1	9,5
Dettes publiques / PIB (%)	60,8	62,9	65,2	70,1

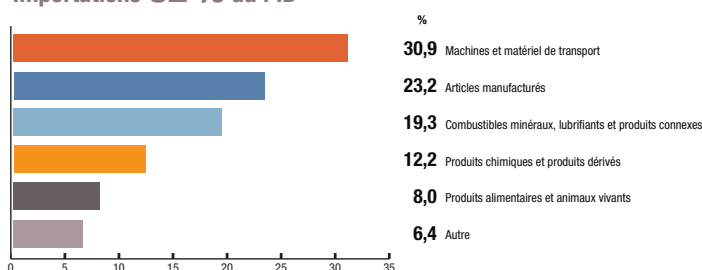
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **69 %** du PIB



#### Importations **62 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Une contraction de l'activité observée dès le troisième trimestre 2011

L'économie s'est contractée pour le troisième trimestre consécutif à fin mars 2012. Le recul est principalement imputable, en 2011, à la faiblesse de la consommation privée. Cette dernière continue de reculer début 2012 (automobiles, ameublement), demeurant entravée par la contraction des revenus réels, un effet richesse négatif lié à la baisse des prix de l'immobilier, la détérioration du marché de l'emploi, la réduction des retraites (en vue de rétablir la solvabilité des fonds de pension) et les suppressions de postes dans la fonction publique. En outre, l'investissement (essentiellement dans le secteur de la construction) connaît, lui aussi, un fléchissement. La production manufacturière baisse légèrement et l'exploitation gazière marque le pas. En revanche, les exportations, qui ont connu un ralentissement courant 2011, sont reparties à la hausse en début d'année, du fait de la bonne tenue des réexportations. Ces dernières représentent près de la moitié des exportations totales, cette proportion élevée résultant de la place importante qu'occupe le port de Rotterdam dans le commerce européen. Sur l'ensemble de l'année 2012, seul le commerce extérieur devrait permettre de limiter l'ampleur du recul de l'activité. Une reprise est toutefois attendue dans le courant du second semestre, mais elle risque d'être freinée par l'incertitude entourant l'évolution du marché immobilier et la poursuite du programme d'assainissement budgétaire. Un désaccord sur la politique d'austérité a d'ailleurs entraîné la chute du gouvernement de coalition en avril 2012. Même si un pacte budgétaire a été conclu pour 2013 entre le gouvernement intérimaire et l'opposition, certaines de ses dispositions pourraient être remises en cause après les élections législatives du 12 septembre 2012.

#### L'ouverture financière et commerciale et le surendettement des ménages constituent des fragilités

En dépit de fondamentaux toujours solides (comptes extérieurs excédentaires, dette publique contenue), l'économie a été fortement secouée par la crise financière en 2009 compte tenu d'une exposition financière et commerciale importante vis-à-vis de l'étranger. Sous le coût de la crise du marché hypothécaire américain, plusieurs banques ont dû être secourues par la puissance publique via une nationalisation, des recapitalisations et l'octroi de prêts et garanties de prêts. Depuis lors, une grande partie de ces soutiens ont été remboursés, les programmes de garantie de crédit ont pris fin et des mouvements de fusion ont été mis en œuvre. Sur le plan commercial, le pays affiche un niveau de compétitivité satisfaisant et a gagné des parts de marché en Europe (même s'il convient de préciser que ce gain résulte pour une large part des réexportations). Cependant, le pays demeure également très exposé aux aléas de la conjoncture dans les pays avancés compte tenu du degré élevé d'ouverture de l'économie (les ventes de biens et services à l'étranger représentent plus de 70 % du PIB) et de la forte concentration géographique des exportations (le pays réalise les deux-tiers de ses échanges avec l'Union européenne). D'autres fragilités sont à relever. Le marché immobilier reste vulnérable. De nouvelles baisses des prix des logements auraient des incidences négatives sur le secteur bancaire et la consommation des ménages. Ces derniers affichent par ailleurs un niveau d'endettement parmi les plus élevés de la zone euro (126% du PIB). En outre, le vieillissement de la population et la baisse du cours des actions menacent la solvabilité des fonds de pension. Enfin, les entreprises ont, certes, abordé la crise avec une assise financière plutôt solide mais elles ont vu leurs bénéfices fondre et les faillites sont en augmentation sensible au premier trimestre 2012.

#### Points FORTS ↗

- Activité portuaire (Rotterdam, 1<sup>er</sup> port européen)
- Exportations diversifiées (pétrole raffiné, gaz naturel, automobile, matériel électrique, matériel informatique)
- Comptes extérieurs excédentaires
- Taux de chômage relativement faible
- Endettement public contenu

#### Points FAIBLES ↘

- Economie très ouverte et dépendante de la conjoncture européenne
- Secteur bancaire secoué par la crise
- Importante dette des ménages
- Vieillesse de la population

## POLOGNE

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A2**



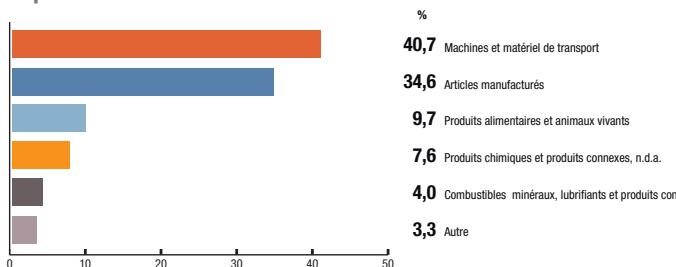
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	1,7	3,9	4,3	2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,0	2,7	3,9	3,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,3	-7,8	-5,1	-4,0
Solde courant / PIB (%)	-3,9	-4,6	-4,2	-3,8
Dettes publiques / PIB (%)	50,9	55,0	56,4	55,5

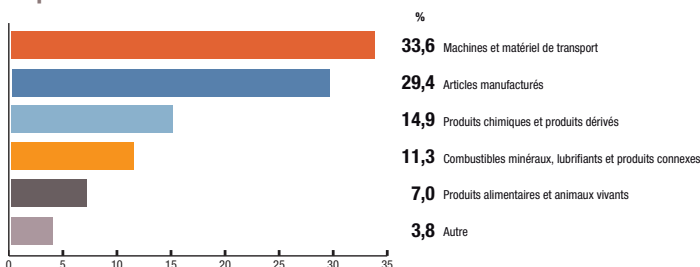
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 39 % du PIB



#### Importations 39 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### La croissance décélère en 2012

Malgré un ralentissement de la croissance au dernier trimestre, l'activité est restée soutenue en 2011. Cette décélération devrait se poursuivre en 2012. Les exportations ont progressé au premier trimestre 2012 (+4,8% en GA), notamment vers la Russie et l'Ukraine en raison de l'organisation conjointe des championnats d'Europe de football. Cependant elles décélèrent depuis le troisième trimestre 2011 qui affichait une croissance de +8,6% en GA. Les importations ont également ralenti (+3,2%) contribuant à l'amélioration de la balance courante au premier trimestre 2012. Toutefois, la demande extérieure devrait encore diminuer au second semestre, notamment vers l'Allemagne et vers l'Ukraine, limitant la contribution du commerce extérieur dans le PIB. Mais, en raison d'une ouverture commerciale moins importante (les exportations représentent 40% du PIB contre 65% en moyenne pour les autres pays membres de l'Union européenne), l'impact de la chute de la demande extérieure sera plus contenue. Par ailleurs, la consommation privée restera faible en raison du repli de la confiance des ménages, d'un taux d'inflation de 3,6% en GA à fin mai 2012, du gel des salaires dans la fonction publique et de la détérioration du marché de l'emploi (12,5% de chômage). Le secteur de la construction privée a souffert de la diminution de la demande des ménages. Le nombre de logements en construction a ainsi baissé de 5,9% au premier trimestre 2012 en GA. Le secteur a par ailleurs été dopé, depuis plusieurs mois, par l'organisation des championnats d'Europe de football en juin 2012 (stades, hôtellerie, voirie...), soutenu par l'investissement public. Le crédit aux entreprises reste dynamique au premier trimestre, en particulier en zloty, mais l'investissement décélérera fortement dans les prochains mois.

#### Des finances publiques en voie d'amélioration

Le Plan pour le développement et la consolidation des finances publiques élaboré par le gouvernement afin de respecter les critères de Maastricht à partir de 2013 se poursuit. Le déficit public, qui atteignait près de 8% du PIB en 2010, devrait se replier en dessous des 4% en 2012, grâce à la hausse des taxes sur les produits pétroliers et à l'augmentation des cotisations sociales. En conséquence, la dette publique devrait se stabiliser en dessous de 60% du PIB. Néanmoins, une large part de la dette est détenue par des non-résidents, ce qui rend le pays vulnérable à un retournement de la confiance des investisseurs. Par ailleurs, le flux d'investissements directs étrangers pâtira en 2012 de la récession européenne et ne permettra pas le financement du déficit courant par des flux de capitaux stables à l'exception des fonds structurels européens. Le système bancaire polonais semble relativement solide avec des ratios de capitalisation supérieurs aux minimums requis par Bâle III. Néanmoins, les filiales de banques étrangères, dont les mères sont, pour la plupart, implantées en zone euro, représentent les deux-tiers du secteur bancaire, ce qui le rend dépendant des capitaux étrangers. Enfin, les banques restent fortement exposées au risque de change, les prêts aux ménages libellés en devises s'élevant à 14% du PIB. Le zloty a en effet perdu 8% de sa valeur face à l'euro entre mars et mai 2012. Afin de faire face à cette dépréciation et afin de réduire les anticipations d'inflation, la Banque centrale a augmenté en mai 2012 son taux directeur de 25 pb à 4,75%.

#### Un contexte politique plutôt stable

L'élection présidentielle d'août 2010 a porté Bronislaw Komorowski à la tête d'une coalition entre son parti de centre-droit (PO), au pouvoir depuis octobre 2007, et le Parti paysan polonais (PSA). Les élections générales du 9 octobre 2011 ont confirmé cette coalition. Le premier ministre Donald Tusk fait de la réduction du déficit budgétaire sa priorité avec pour objectif déclaré une entrée dans l'euro, sans toutefois fixer de date à celui-ci. Néanmoins, les derniers sondages d'opinion font part d'un mécontentement croissant de la population face aux politiques de rigueurs mises en place.

#### Points FORTS ↗

- Seul pays de l'UE à avoir échappé à la récession en 2009
- Attractivité pour les IDE renforcée par la taille du marché intérieur
- Economie diversifiée
- Taux d'absorption des fonds structurels européens le plus élevé d'Europe émergente

#### Points FAIBLES ↘

- Taux d'investissement insuffisant
- Risque de change
- Importante disparité régionale
- Fort endettement en devises des ménages

## REPUBLIQUE TCHEQUE

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A2**



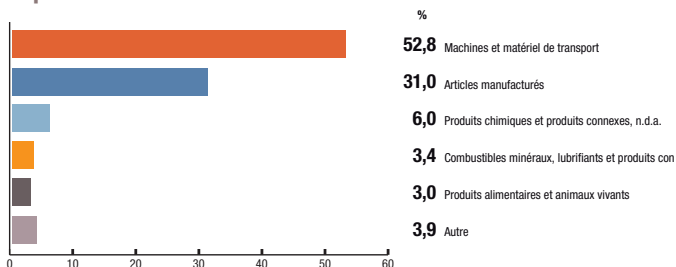
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,1	2,3	1,7	-0,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,6	1,2	1,9	3,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,0	-4,7	-3,1	-3,3
Solde courant / PIB (%)	-2,5	-3,1	-2,9	-2,1
Dettes publiques / PIB (%)	35,6	38,9	41,2	43,9

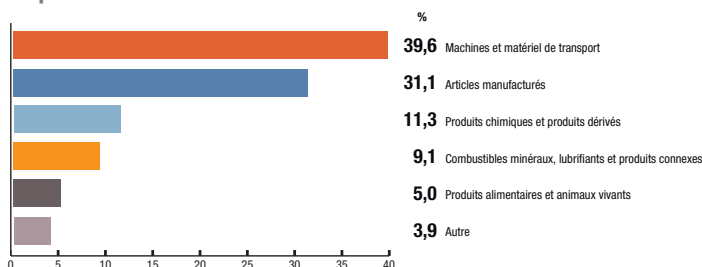
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **70 %** du PIB



#### Importations **64 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Une croissance dépendante de la demande européenne

En 2011, la reprise de l'économie tchèque a été tirée par les exportations, ventes de véhicules, de machines et d'équipements en tête. Au premier trimestre 2012, la croissance s'est contractée de 1% en glissement annuel, ce qui constitue le troisième trimestre consécutif de contraction du PIB. Le pays a toutefois su tirer profit de la bonne tenue de la demande allemande qui capte 32% des exportations tchèques. La République tchèque exporte en effet majoritairement des biens intermédiaires, intégrés dans la production allemande principalement destinée à l'exportation. Or, le commerce extérieur allemand ralentira au second semestre. La balance courante tchèque n'en sera toutefois pas affectée, dans la mesure où les importations décolleront également, les exportations étant intensives en intrants et la demande intérieure demeurant affaiblie. L'investissement direct étranger, qui a joué un rôle-clé dans le dynamisme de l'économie tchèque avant la crise, demeurera atone. Par ailleurs, la consommation des ménages, qui bénéficiera d'une baisse du taux de chômage (toutefois autour de 9%), restera contrainte par le durcissement des mesures d'austérité budgétaire. En effet, les ménages devront supporter des dépenses supplémentaires en matière de santé et d'éducation, sans compter le relèvement de 4 points du taux réduit de TVA. L'inflation devrait dès lors dépasser les 3% en 2012. Par ailleurs, le système bancaire tchèque, détenu majoritairement par des banques de la zone euro, pourrait être source d'inquiétudes. Toutefois, contrairement à la plupart des pays d'Europe de l'Est, les filiales sont largement financées par des dépôts domestiques et sont conservatrices en matière de règles prudentielles.

#### Des réformes assainissent les finances publiques

Le gouvernement, rappelé à l'ordre fin 2009 par la Commission européenne, a ramené, dès 2011, le déficit courant autour de 3% du PIB. Après d'âpres discussions au sein de la coalition, le gouvernement a approuvé une série de réformes budgétaires (santé, retraites et système fiscal) afin de réduire le déficit et de limiter l'augmentation du stock de dette publique. Les réformes les plus importantes concernent la baisse des avantages fiscaux sur l'épargne-logement et le durcissement des conditions d'obtention des indemnités chômage. En outre, la mise en place du taux de TVA unique en 2013 permettra de gonfler les recettes publiques. La dette publique, en progression de plus de dix points de PIB par rapport à 2007, restera soutenable à 44% du PIB.

#### Des réformes dans un contexte social difficile

Les élections législatives de 2010 ont donné une claire majorité aux partis de centre-droit. Pour autant, la coalition qui en était issue - Parti démocratique civique (ODS), TOP 09 et Affaires publiques (VV) - s'est dissoute en avril 2012, à la suite de la scission du parti VV, des manifestations populaires contre l'austérité et de la médiatisation d'affaires de corruption. Ces soubresauts témoignent de l'augmentation du risque social dans un contexte de politique d'austérité.

#### Points FORTS ↗

- Forte intégration à la chaîne de production internationale
- Destination privilégiée des investissements directs étrangers en Europe centrale
- Déficit courants, dette extérieure, endettement en devises et progression du crédit contenus

#### Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance envers la demande européenne : les exportations représentent 84% du PIB, dont 67% vers l'UE.
- Population vieillissante et pénurie de compétences
- Position géographique centrée

ROYAUME-UNI

Évaluations Coface

Pays **A3**

Environnement des affaires **A1**



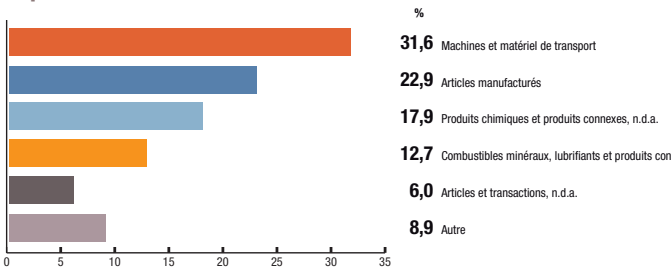
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,4	1,8	0,9	0,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,2	3,3	4,5	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,7	-9,5	-8,6	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-1,7	-3,3	-1,9	-1,7
Dettes publiques / PIB (%)	69,6	79,6	85,5	90,5

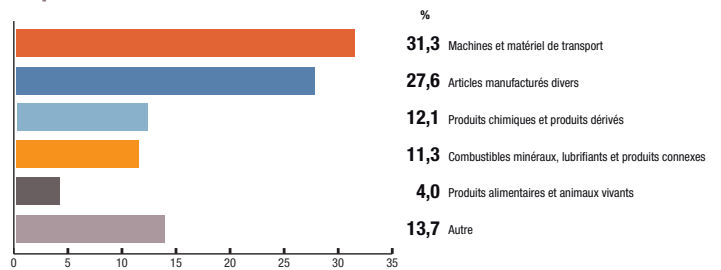
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **28 %** du PIB



Importations **30 %** du PIB



→ Appréciation du risque

La consommation des ménages pourrait contribuer faiblement à la croissance en 2012

L'activité s'est à nouveau contractée au premier trimestre 2012 (-0,3% t/t), conduisant le pays à une récession technique : la hausse de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et des dépenses publiques n'ont pas permis de compenser les contributions négatives de la balance extérieure et des stocks. La croissance au deuxième trimestre pourrait à nouveau se contracter, en raison notamment des jours chômés attribués à l'occasion du Queen's Diamond Jubilee mais repartir légèrement au troisième trimestre sous l'effet des Jeux Olympiques. Pour l'ensemble de l'année, la croissance a été revue à la baisse de 0,4% à 0,2%.

La confiance des Britanniques ne parvient pas à se redresser, plusieurs facteurs continuant de nourrir la morosité ambiante : contraction des salaires et du pouvoir d'achat, aggravation du chômage (8,2% en avril), baisse des transferts publics, désendettement (la dette représente 161% du revenu disponible des ménages -RD- contre 183% avant la crise), baisse du patrimoine net, conditions de crédit toujours détériorées, volonté de maintenir le niveau d'épargne autour de 7% du RD, intensification de la crise en zone euro. Mais les pressions inflationnistes, après un pic de 5,2% en septembre 2011, se sont dissipées avec un taux de 3,2% en moyenne depuis janvier. Cela devrait permettre d'atténuer la contraction des dépenses des ménages (64% du PIB) cette année. D'autant que la Bank of England (BoE) poursuit sa politique monétaire expansionniste (maintien d'un taux directeur faible et probablement reconduction en juillet du quantitative easing de 325 milliards de livres qui s'est achevé en mai). Le secteur immobilier s'est temporairement repris grâce au programme Right to Buy destiné aux primo-accédants mais il devrait demeurer déprimé tout au long de l'année, les projets immobiliers ne décollant pas. Le pays pourrait même se trouver en situation de pénurie de logements.

Soucieux de pallier ces difficultés, la coalition gouvernementale pourrait donner sa garantie à certains prêts finançant la construction de nouveaux logements et infrastructures. Cette récession et les moindres recettes fiscales qui en découlent, pourraient rendre l'assainissement des finances publiques plus problématique et renforcer les mesures d'austérité.

L'investissement des entreprises continue de décélérer

La morosité de leur marché domestique et les incertitudes régionales sont reflétées par l'indice de confiance du secteur manufacturier, significativement en recul depuis avril. Les entreprises continuent donc d'être prudentes, ce qui devrait les pousser à freiner leur production et leur investissement. Ce dernier devrait ainsi se contracter en 2012 et contribuer négativement à la croissance. Les exportations de biens pâtissent du ralentissement de la demande de l'Union européenne, principal partenaire commercial (54% du total), malgré le taux de change favorable de la livre sterling qui se situe en juin 20% en-dessous de son niveau de mi-2007. Cette détérioration n'est pas compensée par les ventes vers les pays hors Union européenne où pourtant le Royaume-Uni a légèrement amélioré ses positions. Les importations, quant à elles, devraient également subir les conséquences de la prudence des ménages et des entreprises, ce qui permettra de limiter le creusement du déficit commercial. Le commerce extérieur devrait peser sur la croissance ou, dans le meilleur des cas, apporter une contribution neutre.

Crédit bancaire déprimé et faillites en progression

Le secteur bancaire britannique est fragilisé d'une part par son exposition importante (1000 milliards de dollars) aux contreparties publiques et privées de la zone euro et, d'autre part, par ses engagements dans le secteur immobilier. Les efforts des banques pour se désendetter ont fait chuter les prêts bancaires aux entreprises de 20% comparé au pic d'octobre 2008. Face à cette tendance lourde, la BoE envisage, avec le Trésor britannique, la mise en

place d'un programme de prêts à long terme aux banques à taux préférentiels sous réserve de l'engagement de ces dernières d'offrir des financements à moindre coût à l'économie réelle. Les grandes entreprises, de leur côté, disposent d'un taux d'autofinancement élevé (160%) et d'un accès aux marchés obligataires. Les faillites des entreprises ont progressé de près de 7% sur douze mois à avril 2012. Elles touchent particulièrement les petits entrepreneurs de la construction, l'ameublement, les équipementiers automobiles et les distributeurs, ces derniers étant particulièrement fragilisés au moment du paiement, au début du trimestre de la location de leurs locaux (Rent quarter day). Dans ce contexte, l'évolution de l'indice des incidents de paiement de Coface pourrait repartir à la hausse.

**Points FORTS** →

- Flexibilité de la politique monétaire de la Bank of England
- Production d'hydrocarbures couvrant les trois-quarts des besoins énergétiques
- Rééquilibrage du modèle économique vers l'industrie
- Détermination gouvernementale à ajuster les finances publiques

**Points FAIBLES** ↘

- Forte dépendance de l'économie aux services financiers
- Instabilité de la coalition gouvernementale autour de la question européenne
- Dette et déficits publics élevés
- Niveau record de l'endettement privé
- Fragilité du système bancaire
- Part croissante des jeunes dans le taux de chômage, source de tensions sociales

RUSSIE

Évaluations Coface

Pays **B**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ FAIBLE**



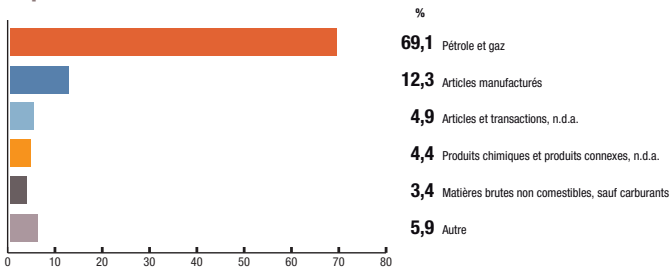
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-7,8	4,3	4,3	3,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	8,4	6,9	8,4	4,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,9	-3,9	0,8	-1,0
Solde courant / PIB (%)	4,0	4,7	5,3	4,8
Dettes publique / PIB (%)	7,3	8,0	10,8	10,9

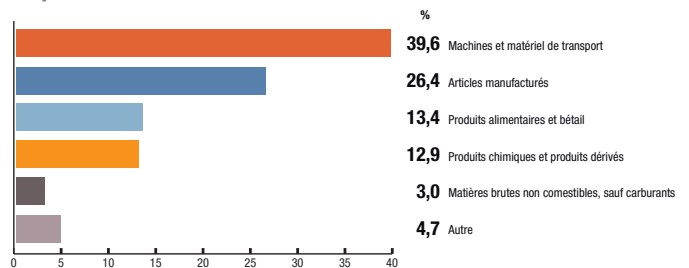
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **28 %** du PIB



Importations **20 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Stabilisation de la croissance

La croissance devrait légèrement ralentir sur l'ensemble de l'année 2012. L'activité est bien orientée au premier semestre. Les tensions sociales en marge des scrutins de décembre et de mars ont contribué à l'augmentation des dépenses sociales du gouvernement. Cette hausse du revenu disponible des ménages, conjuguée aux niveaux exceptionnellement bas de l'inflation et à la bonne tenue du marché du travail, contribue au dynamisme de la consommation privée. Dès lors, l'industrie locale, et notamment l'automobile, la construction et l'agroalimentaire, très orientés vers le marché domestique, devraient afficher de bons résultats. Le crédit bancaire enregistre une croissance soutenue, porté par les interventions de la Banque centrale sur le marché interbancaire. L'investissement bénéficie également de ces conditions favorables, aidé du regain de confiance consécutif à l'élection de Vladimir Poutine. Enfin, la production de brut et le commerce extérieur ont tiré profit des cours élevés du baril et des tensions sur l'offre mondiale de pétrole. Toutefois, la demande domestique devrait se montrer moins porteuse au second semestre. La hausse des prix administrés de l'énergie, retardée à juillet, contribuera à la reprise de l'inflation. Le gouvernement, qui a exécuté une partie considérable du budget dès le premier trimestre, devrait mener une politique budgétaire plus restrictive au second semestre. Par ailleurs, les sorties de capitaux resteront élevées et pourraient entraîner un regain de tension sur la liquidité bancaire. Dès lors, une progression plus modérée du crédit affecterait la consommation des ménages, l'investissement et la croissance.

Toutefois, le dynamisme de l'activité au second semestre dépendra essentiellement de l'évolution des cours du brut. Si un baril à 115 dollars sur l'ensemble de l'année reste le scénario le plus probable, il reste qu'une baisse des prix du pétrole au second semestre – qui n'est pas à exclure – affecterait significativement la croissance.

Une dépendance croissante aux cours du pétrole

L'économie russe affiche une dépendance croissante aux prix du brut. Proche de 60 dollars en 2008, le prix d'équilibre des finances publiques dépasse aujourd'hui 120 dollars, conséquence de l'inflation des dépenses électorales au cours de l'hiver 2011-2012. Avec un baril estimé par Coface à 115 dollars cette année, le solde budgétaire devrait donc afficher un léger déficit en 2012. Dans ce contexte, le gouvernement poursuivra sa politique de réendettement auprès des résidents afin de financer une partie des dépenses. La dette publique restera toutefois très contenue, autour de 11% du PIB, ce qui laissera des marges de manœuvre au gouvernement, au moins à court terme. Par ailleurs, l'excédent courant devrait légèrement se réduire sous l'effet de la contraction de la demande européenne, mais bénéficiera tout de même d'un effet-prix sur les exportations de pétrole. Enfin, les sorties de capitaux restent élevées et pourraient de nouveau augmenter si les réformes structurelles promises par Vladimir Poutine ne sont pas mises en œuvre.

Le contexte politique restera tendu

Bien que la transition politique se soit déroulée comme prévu par le Kremlin dès le premier tour de l'élection de mars 2012, les scrutins de 2011-2012 ont été l'occasion d'un mouvement de contestation d'une ampleur inédite depuis le début des années 1990. Les jeunes et les classes moyennes ont exprimé leur mécontentement face à la montée des inégalités et aux lacunes persistantes de l'environnement des affaires. Bien que la contestation ne se soit pas étendue aux campagnes, les manifestations ont consacré la rupture du contrat social tacite passé entre les Russes et le régime au début des années 2000. Elles ont été marquées par l'émergence d'une nouvelle opposition, cristallisée autour de plusieurs mouvements initialement mobilisés sur des enjeux locaux, en marge des figures traditionnelles de l'opposition «institutionnalisées». En réponse à cette demande politique et sociale croissante, le nouveau gouvernement, nommé en mai dernier,

ne devrait pas engager de réformes profondes. Marqué par la prééminence des proches de Vladimir Poutine et le maintien de la plupart des personnalités déjà en place, il confirme le scénario d'un statu quo économique et socio-politique, conjugué à un durcissement du régime face à la contestation. Dans ce contexte, les mouvements de protestation continueront à s'exprimer, particulièrement si la situation socio-économique devait se détériorer.

Par ailleurs, la gouvernance des entreprises reste un point faible récurrent : elles sont peu transparentes et il est parfois difficile de savoir qui en est l'actionnaire. Si l'expérience de paiement enregistrée par Coface est stable depuis le retour à la croissance fin 2009, la vulnérabilité des entreprises aux chocs reste importante, maintenant le risque de crédit à un niveau plus élevé que dans les trois autres BRIC.

**Points FORTS** ↗

- Abondantes ressources naturelles (pétrole, gaz et métaux)
- Main d'œuvre qualifiée
- Faible endettement public et réserves de change confortables
- Puissance régionale et énergétique affirmée

**Points FAIBLES** ↘

- Accentuation du caractère rentier de l'économie
- Manque de compétitivité du secteur industriel
- Secteur bancaire privé fragile
- Faiblesse des infrastructures
- Démographie déclinante
- Lacunes persistantes dans l'environnement des affaires



## SLOVAQUIE

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A2**



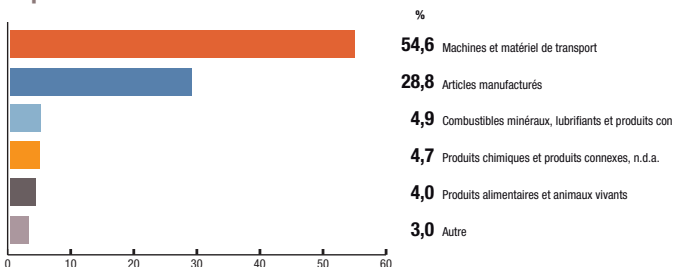
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,8	4	3,3	1,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,9	0,7	3,9	3,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,0	-7,7	-5,8	-4,6
Solde courant / PIB (%)	-3,6	-3,6	0,1	-0,5
Dette publique / PIB (%)	35,5	41	44,3	47,1

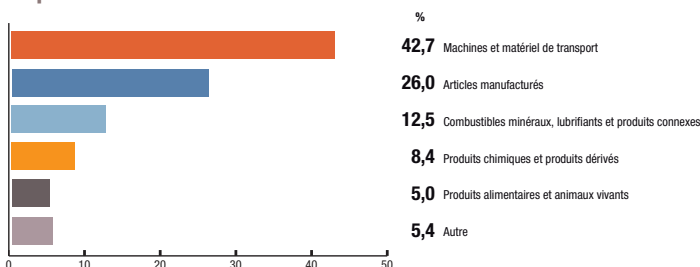
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **99 %** du PIB



#### Importations **104 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### L'activité résistera en 2012 malgré l'ouverture de l'économie

L'économie slovaque est très intégrée à la chaîne de production européenne. L'Allemagne draine plus d'un tiers des exportations slovaques, principalement des biens intermédiaires, destinés à la production allemande principalement orientée à l'export. Dans ce contexte, le ralentissement du commerce extérieur allemand au second semestre 2012 entraînera un ralentissement des exportations slovaques, notamment dans les secteurs de l'automobile, l'électronique, la chimie et la mécanique. Par ailleurs, la consommation des ménages restera atone, dans un contexte de chômage élevé (13%) et de politique d'austérité budgétaire (le gel des salaires de la fonction publique, à l'exception des enseignants ; hausse de la TVA et des taxes sur le tabac en 2012). Toutefois, les entreprises slovaques affichent un des niveaux de profitabilité les plus élevés de l'Union européenne, ce qui devrait leur permettre de ne pas contracter trop brutalement l'investissement. Par ailleurs, contrairement à ce que l'on observe en République tchèque, les flux d'IDE, qui ont connu une reprise en 2011, devraient se maintenir en 2012. L'ouverture de nouvelles lignes de production, notamment par l'usine Volkswagen, a stimulé l'investissement en 2011 et le constructeur automobile souhaite doubler sa capacité de production en 2012.

#### Une économie plus fragile au plan financier

Des finances publiques sous contrôle et une inflation contenue ont permis à la Slovaquie d'intégrer la zone euro en 2009. Toutefois, la dette publique a significativement augmenté depuis lors et devrait atteindre près de 50% du PIB en 2012, un niveau qui reste raisonnable au regard de la moyenne de la zone euro. Le nouveau gouvernement de centre-gauche s'est toutefois engagé à réduire le déficit budgétaire sous le seuil des 3% d'ici 2013, en augmentant la part imposable sur les hauts revenus et sur les bénéfices des sociétés. La dette externe, notamment bancaire, est également élevée, représentant 70% du PIB. Si les banques slovaques affichent de solides ratios de capitalisation et de liquidité, le secteur est très concentré et dominé par des acteurs ouest-européens. Dans le contexte de crise de liquidité en Europe, le crédit au secteur privé slovaque pourrait sévèrement ralentir. Un tel retournement affectera le refinancement de la dette des entreprises.

#### Un environnement politique stabilisé

Les élections législatives de mars 2011 ont permis aux sociaux-démocrates, pro-européens, de l'ex-premier ministre Robert Fico d'obtenir la majorité absolue au parlement (83 sièges sur 150). Cet événement, qui constitue une première depuis l'indépendance du pays en 1993, devrait permettre au gouvernement de conduire à terme les réformes d'ajustement budgétaire, sans risque de blocage politique.

#### Points FORTS ↗

- L'intégration à l'Union européenne a accéléré la mise en place des réformes
- Appartenance à la zone euro
- Plateforme de réexportations de l'automobile européenne
- Environnement des affaires attractif

#### Points FAIBLES ↘

- Vulnérabilité aux chocs externes
- Poids de la dette extérieure
- Taux de chômage élevé

## TUNISIE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

**ASSEZ BON RISQUE**



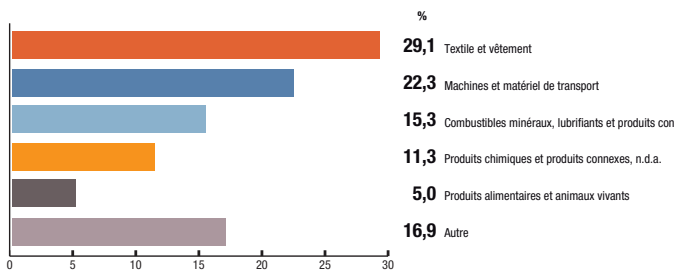
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,1	3,5	-2,0	2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,5	4,4	3,5	4,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-2,9	-5,0	-6,5
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-4,7	-6,5	-7,5
Dettes publiques / PIB (%)	48,3	43,0	43,5	49,0

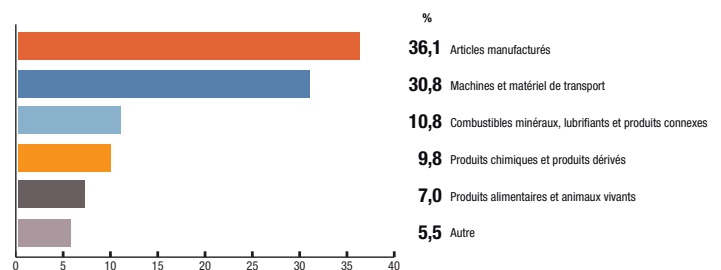
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **52 %** du PIB



#### Importations **55 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Nombreux défis sociaux et économiques à relever par la coalition gouvernementale

Les élections d'octobre 2011 à l'Assemblée constituante ont abouti à une majorité relative en faveur du parti islamiste *Ennahda*. Une coalition a été formée avec deux partis laïcs et un accord de partage du pouvoir passé fin 2011. La présidence de la République a été confiée à Moncef Marzouki, du Congrès pour la République, celle de l'Assemblée à Mustapha ben Jafaar, d'*Ettakatol*, et le poste de Premier ministre est revenu au secrétaire général d'*Ennahda*, Hamadi Jebali, dont le parti détient la majorité des portefeuilles et les ministères régaliens. Des élections législatives et présidentielle se tiendraient entre mars et juin 2013, si l'élaboration de la nouvelle constitution est terminée fin 2012. Or, il ne se dégage pas encore de consensus clair sur le système politique devant découler de cette constitution. En effet, des lignes de fracture traversent la société, partagée entre islamisme et laïcité ou tradition et modernité.

Dans ce contexte, le nouveau gouvernement éprouve des difficultés dans plusieurs domaines, et notamment dans l'établissement d'un nouveau cadre de politique économique, même s'il affiche un programme économique libéral. Il est confronté à de multiples défis sociaux et économiques, ainsi qu'aux attentes de la population en la matière. Les enjeux majeurs demeurent la création d'emplois et une meilleure distribution sociale et géographique des fruits de la croissance, avec un schéma de développement en faveur de l'intérieur du pays, défavorisé par rapport aux régions côtières.

#### Modeste rebond de la croissance attendu en 2012

L'activité a fortement ralenti en 2011, en raison des événements politiques, la dégradation la plus marquée ayant

concerné le tourisme (17% du PIB au sens large), puis la production minière.

Avec le retour à une situation politique plus stable, un modeste rebond de l'économie est attendu en 2012, en raison d'une reprise de la consommation des ménages et de l'investissement, stimulés par une politique budgétaire souple. En outre, grâce à une pluviométrie favorable, le pays devrait bénéficier de bonnes récoltes, le secteur agricole représentant environ 12% du PIB et 20% de la population active.

Ce rebond risque néanmoins d'être freiné par des tensions sociales jusqu'à l'achèvement du processus de transition politique, ainsi que par une conjoncture économique mondiale difficile, surtout dans les principaux pays européens partenaires (France, 32% des ventes en 2011, Italie, 22%).

#### Nette détérioration des déficits jumeaux, atténués par des aides financières internationales

Après un net creusement du déficit budgétaire en 2011, en raison à la fois du recul de l'activité et de l'augmentation des dépenses, l'année 2012 devrait se traduire par une détérioration encore plus marquée. Le budget est, en effet, axé sur la justice sociale, la création d'emplois, le développement régional et la relance des investissements publics. La dette publique est légèrement supérieure, en part du PIB, à la moyenne des pays émergents comparables, mais elle est majoritairement contractée envers des institutions multilatérales à des termes concessionnels.

Les comptes extérieurs vont rester sous pression en 2012. Les exportations ne devraient que faiblement progresser, en raison de la détérioration de la situation économique du principal partenaire commercial du pays, l'UE, tandis que les importations pâtiront encore du coût élevé de celles d'énergie (constituant 15% du total). Par ailleurs, les transferts des expatriés devraient être résilients, mais le tou-

risme ne reprend que modérément, après une chute sévère en 2011 et, au total, le déficit courant déjà élevé va s'accroître.

La Tunisie a obtenu du G8, en mai 2011, un soutien financier des institutions officielles multilatérales pour couvrir ses déficits publics et extérieurs. A cet effet des prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement sont mis en place, auxquels s'ajoutent ceux programmés par la BEI ou l'AFD. Le nouveau gouvernement souhaite, cependant, recourir également aux bailleurs de fonds et aux banques islamiques.

#### Points FORTS ↗

- Ressources naturelles (gaz, phosphates), agricoles, touristiques
- Economie relativement diversifiée et main d'œuvre assez qualifiée
- Proximité du marché européen et accord d'association avec l'UE
- Mise à niveau progressive des infrastructures, de l'industrie et du secteur financier

#### Points FAIBLES ↘

- Fortes inégalités sociales et géographiques
- Taux de chômage élevé, principalement chez les jeunes et particulièrement les diplômés
- Poids économique important de l'agriculture
- Secteur touristique confronté à une concurrence accrue et aux incertitudes politiques
- Importance de l'économie informelle (50% du PIB) et environnement des affaires perfectible

# TURQUIE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

**RISQUE MODÉRÉ**



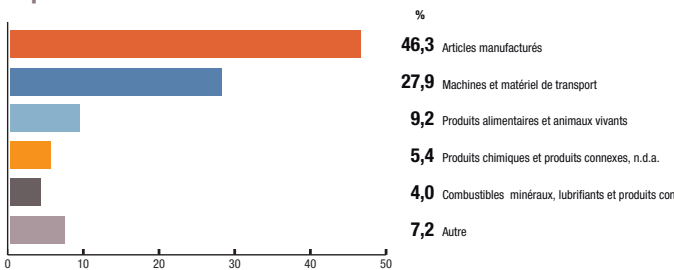
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,7	8,9	8,5	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	6,5	6,4	6,5	9,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,5	-3,6	-1,3	-2,0
Solde courant / PIB (%)	-2,3	-6,5	-10,0	-8,2
Dettes publiques / PIB (%)	46,4	43,0	39,5	37,3

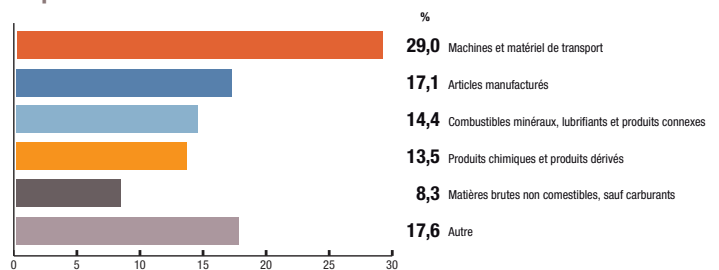
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **23 %** du PIB



#### Importations **24 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Un ralentissement contrôlé attendu, après la surchauffe

Contrairement à la plupart des pays émergents, la Turquie a continué d'afficher en 2011 une croissance supérieure à son potentiel, en raison d'une demande intérieure très dynamique, dopée par un crédit resté abondant. En 2012, l'activité devrait connaître un ralentissement marqué. La récession en zone euro principal marché d'exportation de la Turquie (32% des débouchés) explique en partie cette évolution. Par ailleurs, la politique de maîtrise du crédit menée par la Banque centrale dans le but de contenir l'inflation aura un impact significatif sur l'investissement des entreprises et la consommation des ménages. La balance commerciale restera largement déficitaire en 2012, en dépit du ralentissement de la demande domestique, en raison de l'augmentation des prix de l'énergie. L'inflation restera élevée, bien au-dessus de sa cible officielle (5%), reflétant la dépréciation de la monnaie en 2011, la persistance de goulets d'étranglement et la hausse des prix des produits alimentaires et énergétiques début 2012.

#### La volatilité des financements extérieurs à surveiller

L'ampleur du déficit courant fragilise l'économie turque. Son financement est en effet principalement assuré par des investissements de portefeuille et de la dette de court terme, rendant l'économie vulnérable au risque de change. La lire a ainsi perdu 15% en 2011 dans le sillage de la dégradation de la crise souveraine en zone euro, une des dépréciations les plus fortes parmi les émergents. La monnaie devrait rester très volatile en 2012. Toutefois, l'expérience de paiement Coface devrait demeurer favorable, le taux de recouvrement restant bon malgré l'allongement du délai de paiement des entreprises endettées en devises. Du côté des finances publiques, le déficit budgétaire a été ramené à moins de 2% en 2011, grâce à des recettes budgétaires en hausse et à

une évolution modérée des dépenses. En 2012, le gouvernement devrait poursuivre sa politique d'ajustement, même si l'adoption d'une règle budgétaire devrait être repoussée. La dette publique, en repli à un niveau soutenable, inférieure à 40% du PIB, présente des fragilités, puisqu'elle est libellée pour 37% à taux variables et pour 29% en devises, ce qui la rend vulnérable respectivement aux risques de taux et de change. Elle est néanmoins appelée à être facilement financée, via l'achat de bons du Trésor par le secteur bancaire turc, profondément assaini depuis la crise financière domestique de 2001. En dépit d'une rentabilité affectée par l'augmentation du niveau de réserves obligatoires et des mesures prudentielles plus strictes, les banques restent bien capitalisées et affichent un faible niveau de créances douteuses.

#### L'affirmation d'une puissance régionale

La Turquie s'affirme comme une puissance régionale, tant sur le plan économique, politique que diplomatique. A ce titre, le pays a su tirer profit des printemps arabes et tend à devenir un modèle de développement auprès des populations, qui ont porté au pouvoir, en Tunisie et en Egypte, des partis qui s'inspirent de l'AKP. Toutefois, sa politique régionale n'est pas sans risque, puisqu'elle implique un durcissement des relations avec Israël, avec qui le pays entretenait une coopération stratégique. Sa position dans la région est, par ailleurs, mise en danger par la crise syrienne. Ankara a, en effet, fermement condamné la répression en Syrie, s'opposant ainsi de front à son principal concurrent régional, l'Iran, qui soutient le régime de Bachar Al-Assad. Par ailleurs, la Turquie n'a toujours pas normalisé ses relations avec l'Arménie et la question kurde reste un élément de tension récurrente malgré la politique d'ouverture amorcée par Recep Erdogan. Enfin, si l'adhésion à l'Union européenne apparaît moins urgente qu'auparavant, elle n'en reste pas moins un objectif alors

que les négociations butent sur la normalisation des relations commerciales avec Chypre. La présidence chypriote de l'Union européenne, à partir de juillet 2012, ne devrait pas faciliter la reprise des négociations. Sur le plan domestique, aucun parti politique ne parvient à émerger face à l'AKP, en tant qu'alternative crédible et le premier ministre Recep Erdogan joue un rôle croissant dans le processus de prise de décision. Ce dernier défend d'ailleurs une modification de la constitution au profit d'un régime, non plus parlementaire, mais présidentiel et ambitionne de se présenter aux élections présidentielles de 2014.

#### Points FORTS ↗

- Dynamisme du secteur privé et qualité de la main-d'œuvre.
- Position régionale pivot du pays, qui renforce l'attractivité du marché turc.
- Vitalité démographique
- Finances publiques maîtrisées
- Secteur bancaire assaini et résilient

#### Points FAIBLES ↘

- Épargne domestique insuffisante
- Forte dépendance aux capitaux étrangers
- Augmentation de l'endettement extérieur des entreprises qui accroît leur exposition au risque de change
- La question kurde reste une source d'instabilité sociale et politique
- Faible perspective d'avancée des négociations avec l'UE, notamment en raison de la question chypriote

# UKRAINE

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE TRÈS ÉLEVÉ**



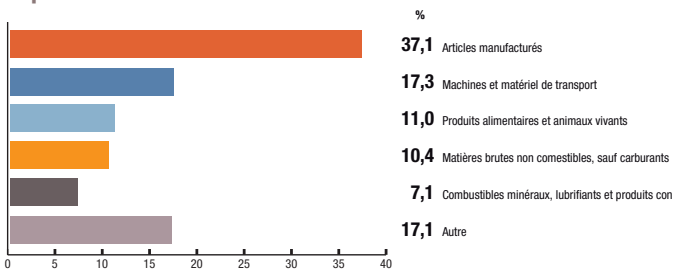
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-14,8	4,1	5,2	1,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	15,9	9,4	8,0	4,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,2	-6,6	-2,7	-3,5
Solde courant / PIB (%)	-1,5	-2,2	-5,6	-5,9
Dettes publiques / PIB (%)	35,3	42,1	39,4	42,5

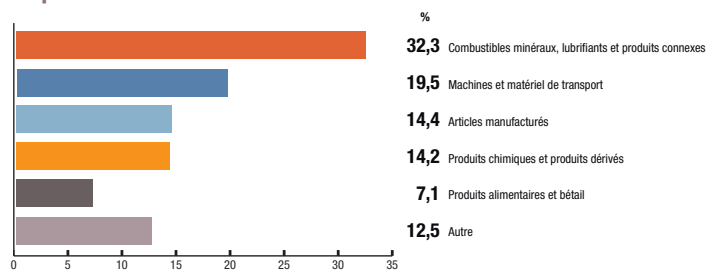
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations 46 % du PIB



#### Importations 48 % du PIB



### → Appréciation du risque

#### Fort ralentissement de la croissance

L'activité a nettement fléchi au premier trimestre. Les exportations souffrent de la dégradation de la conjoncture en zone euro, premier partenaire commercial de l'Ukraine. La consommation privée reste porteuse, soutenue par une inflation exceptionnellement basse, sans pour autant profiter à l'industrie locale qui voit sa production stagner. Si l'effet d'entraînement de l'Euro 2012 devrait générer un léger sursaut de croissance à court terme, il reste que le ralentissement sera manifeste sur l'ensemble de l'année. Le commerce extérieur, et particulièrement les secteurs manufacturier et agroalimentaire, très orientés à l'exportation, restera affecté par la récession attendue en zone euro. En dépit de l'augmentation attendue des dépenses sociales avant les élections législatives d'octobre 2012, la demande domestique pâtira des mesures d'assainissement budgétaire du gouvernement. Dès lors, la contraction des dépenses globales, conjuguée à l'ajustement inévitable des prix du gaz après les élections, pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, l'assouplissement de la politique monétaire en début d'année ne suffira pas à relancer le crédit bancaire, toujours affecté par le désengagement des banques européennes en Ukraine.

Il reste que ce scénario dépend essentiellement de la conclusion d'un nouvel accord avec le FMI et d'une entente avec la Russie au sujet d'une réduction du prix du gaz importé. Si ces conditions ne devaient pas être remplies, la matérialisation des risques sur la balance des paiements pourrait accoucher d'un ajustement violent du compte courant qui viendrait fortement affecter l'activité.

#### Une situation financière très fragile

Les comptes extérieurs et les finances publiques présentent les mêmes fragilités qu'avant l'éclatement de la crise de 2009. Le ralentissement des exportations, une demande

domestique florissante et l'envolée des prix du gaz importé ont contribué au creusement du déficit courant en 2011. Parallèlement, le retard dans la mise en œuvre des réformes structurelles telle que la suppression des subventions sur les prix du gaz, a ralenti la résorption de l'important déficit public hérité de la crise de 2009. Le financement de ces déficits jumeaux se faisant essentiellement auprès des non-résidents, la raréfaction des capitaux en provenance de l'extérieur, consécutivement au désengagement du FMI en novembre 2011, a sensiblement fragilisé la balance des paiements. Les tensions sur la hryvnia ont imposé à la Banque centrale de puiser massivement dans les réserves (qui ne représentent plus que quatre mois d'importations) afin de maintenir l'ancre avec le dollar. En 2012, la situation sera d'autant plus critique que l'Ukraine fait face à d'importantes échéances sur sa dette privée et publique. Dans un contexte d'accès restreint aux marchés financiers, l'allègement des contraintes sur les comptes extérieurs passera par un nouvel accord avec le FMI, ce qui induit la mise en œuvre de la réforme des subventions sur les prix du gaz que le Fonds considère comme une condition préalable à toute nouvelle coopération. Or, l'avènement d'un tel scénario paraît peu probable avant les élections d'octobre, ce qui accentue le risque d'une dévaluation à court terme. Les répercussions seraient alors considérables sur le risque souverain et bancaire. La dette publique, qui a de nouveau progressé en valeur en 2011, est en effet pour moitié libellée en devises, tandis que le secteur bancaire, très endetté en dollars vis-à-vis des non-résidents, est particulièrement exposé au risque de change.

#### La capacité du gouvernement à réformer en question

Sur le plan politique, le risque à court terme réside dans la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes structurelles conditionnant le retour du FMI, alors que la popularité du Parti des Régions de Viktor Ianoukovitch est considérablement dégradée. Le maintien en détentation de Julia Timochenko et la volonté du président de renforcer les liens avec la Russie participent en effet du mécontentement croissant de la partie occidentale du

pays, majoritairement favorable au rapprochement avec l'Union européenne. Dans ce contexte, le scénario le plus probable reste donc celui d'une réforme des subventions après les élections législatives. Néanmoins, ce report n'assurera pas pour autant la victoire du PdR en octobre. Or, si un changement de majorité devait avoir lieu à la chambre basse, la réémergence de blocages institutionnels entre le président et le gouvernement pourrait marquer le retour de l'instabilité politique, qui a constitué le principal frein à la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires au lendemain de la crise de 2009. Par ailleurs, l'environnement des affaires reste un point faible récurrent : le cadre réglementaire est très instable et les entreprises peu transparentes. La vulnérabilité de ces dernières aux chocs est en outre importante, maintenant le risque de crédit à un niveau élevé.

#### Points FORTS ↗

- Position stratégique entre la Russie et l'Union Européenne
- Important potentiel agricole
- Main d'œuvre qualifiée et peu coûteuse.

#### Points FAIBLES ↘

- Faible diversification économique et dépendance à l'égard des cours des métaux et du prix du gaz importé
- Surendettement du secteur privé
- Instabilité politique qui rend difficile l'application d'une politique économique cohérente
- Secteur bancaire fragile
- Lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

# VIETNAM

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

**RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ**



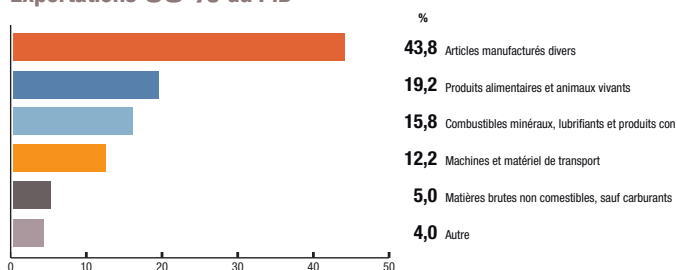
### Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	5,3	6,8	5,9	5,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	6,7	9,2	18,7	12,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,2	-5,2	-2,7	-3,7
Solde courant / PIB (%)	-6,8%	-4,0%	0,2%	-1,5%
Dettes publiques / PIB (%)	51,2	54,23	48,3	48,2

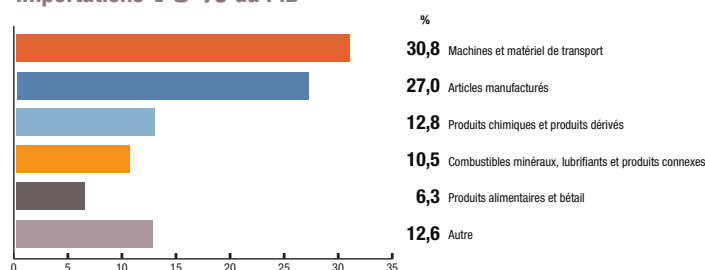
(e) : estimation (p) : prévision

### Échanges commerciaux

#### Exportations **68 %** du PIB



#### Importations **70 %** du PIB



### → Appréciation du risque

#### Ralentissement de la croissance en 2012

La croissance a ralenti en 2011 en raison de la décélération de la demande interne liée à la mise en place de la Résolution 11, un ensemble de mesures visant à rétablir la stabilité macroéconomique et à ralentir la croissance du crédit. L'impact de ces mesures a également été substantiel début 2012 : ralentissement de l'activité au T1 2012 (4%), baisse de l'inflation (8,4% en mai 2012 après un pic à 23% en août 2011) et contraction du crédit. La production industrielle et plus particulièrement les secteurs de la construction, minier et des ventes de détail ont décélééré. Par ailleurs, le nombre de faillite d'entreprise a augmenté de 6% au T1 2012. Dans ce contexte, les autorités ont engagé un relâchement rapide de la politique monétaire. Ainsi, entre mars et juin 2012, le taux de refinancement a été abaissé à quatre reprises, de 400 points de base au total. En outre, des mesures de relance budgétaire dans le cadre de la Résolution 13 ont été annoncées.

Grâce à ce policy mix expansionniste soutenant la demande interne, le ralentissement de la croissance devrait être contenu. La consommation privée bénéficiera de la baisse de l'inflation. Les flux d'IDE entrants devraient progresser en lien avec le mouvement de délocalisation qui conduit les entreprises asiatiques à développer des unités de production au Vietnam. Les secteurs exportateurs (textile, chaussure, électronique, tourisme) devraient afficher une bonne capacité de résistance grâce au dynamisme de l'Asie émergente (qui capte 21% des exportations vietnamiennes) tandis que le secteur primaire – qui concentre 74% de l'emploi rural – devrait rebondir grâce aux meilleures conditions climatiques attendues. Néanmoins, les risques demeurent non seulement en cas d'amplification de la crise de la zone euro mais aussi sur le plan domestique. En effet, une poursuite du relâchement agressif de politique monétaire pourrait affecter la confiance des agents économiques et déstabiliser l'ancrage des anticipations. Un cycle inflationniste et de défiance vis-à-vis du dong pourrait alors de nouveau affecter le pays.

#### Dettes publiques élevées et manque de transparence

Sur le plan des finances publiques, le déficit budgétaire pourrait se creuser en 2012 en raison des mesures de relance mises en place. Le processus de désendettement public pourrait ralentir. Le risque souverain restera donc élevé. Outre le manque de transparence des comptes publics, la dette publique reste très vulnérable au risque de change car libellée à hauteur de plus de 60% en devises. De plus, la soutenabilité de la dette publique pourrait pâtir d'engagements implicites à l'égard de grandes entreprises et banques publiques si les défauts de ces dernières se multipliaient.

#### Stabilisation du dong après des dévaluations successives

En 2011, malgré le léger excédent courant, les pressions à la baisse sur le dong ont été vives en raison des fuites de capitaux substantielles (3,6 Mds \$). Les résidents ont converti leurs portefeuilles en or et en dollar. Sur le marché informel, le dong s'est échangé contre le dollar avec une décote considérable, poussant les autorités à dévaluer à six reprises, la dernière dévaluation de 8,5% en février 2011 étant la plus significative.

En 2012, le déficit courant pourrait se creuser du fait de la reprise des importations mais sera largement couvert par les IDE qui devraient s'élever à plus de 7 Mds \$. En outre, les fuites de capitaux devraient diminuer (1,4 Mds en 2012 contre 20,6 Mds entre 2009 et 2011) grâce aux contrôles de capitaux visant à limiter la possibilité d'attaques spéculatives, aux restrictions aux importations d'or et au maintien du carry trade grâce au différentiel de taux important. L'écart entre le taux de change officiel et le taux de change sur le marché noir devrait donc se réduire significativement. Toutefois, le niveau des réserves restera extrêmement faible, inférieur à 2 mois d'importation, rendant le pays peu résistant face à un retrait brutal de capitaux.

#### Système bancaire fragile car peu capitalisé et fortement dollarisé

Les banques sont très vulnérables au risque de change du fait de leur forte dollarisation. Le crédit a connu une forte croissance passant de 48% du PIB en 2003 à 125% en 2011. En outre, le risque demeure élevé en raison de la faible capitalisation, de la hausse des créances douteuses et du manque de transparence et de supervision. Par ailleurs, la forte exposition des banques publiques aux entreprises publiques peu transparentes constitue un facteur supplémentaire de fragilités.

#### Lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Le Parti Communiste continue de contrôler l'ensemble de la vie politique, économique et sociale du pays. Néanmoins, les problèmes de gouvernance et surtout de corruption demeurent le talon d'Achille du pays et entretiennent le risque de crédit des entreprises, comme en témoigne le défaut partiel du groupe public de construction navale Vinashin.

**Points FORTS** ↗

- Main-d'œuvre de qualité et peu chère
- Solide potentiel agricole et ressources naturelles
- Stratégie de développement fondée sur l'ouverture et sur la diversification de l'économie

**Points FAIBLES** ↘

- Spécialisation du pays trop axée sur la compétitivité des produits à faible valeur ajoutée
- Lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires.
- Manque d'infrastructures
- Réforme du secteur public inachevée
- Creusement des inégalités
- Système bancaire fragile

# Méthodologie de l'évaluation risque pays et environnement des affaires

Les évaluations risque pays Coface sur 157 pays sont accessibles et mises à jour régulièrement sur le site [www.coface.fr](http://www.coface.fr), Services en ligne/Risque pays et études économiques. Leur consultation est en libre accès.

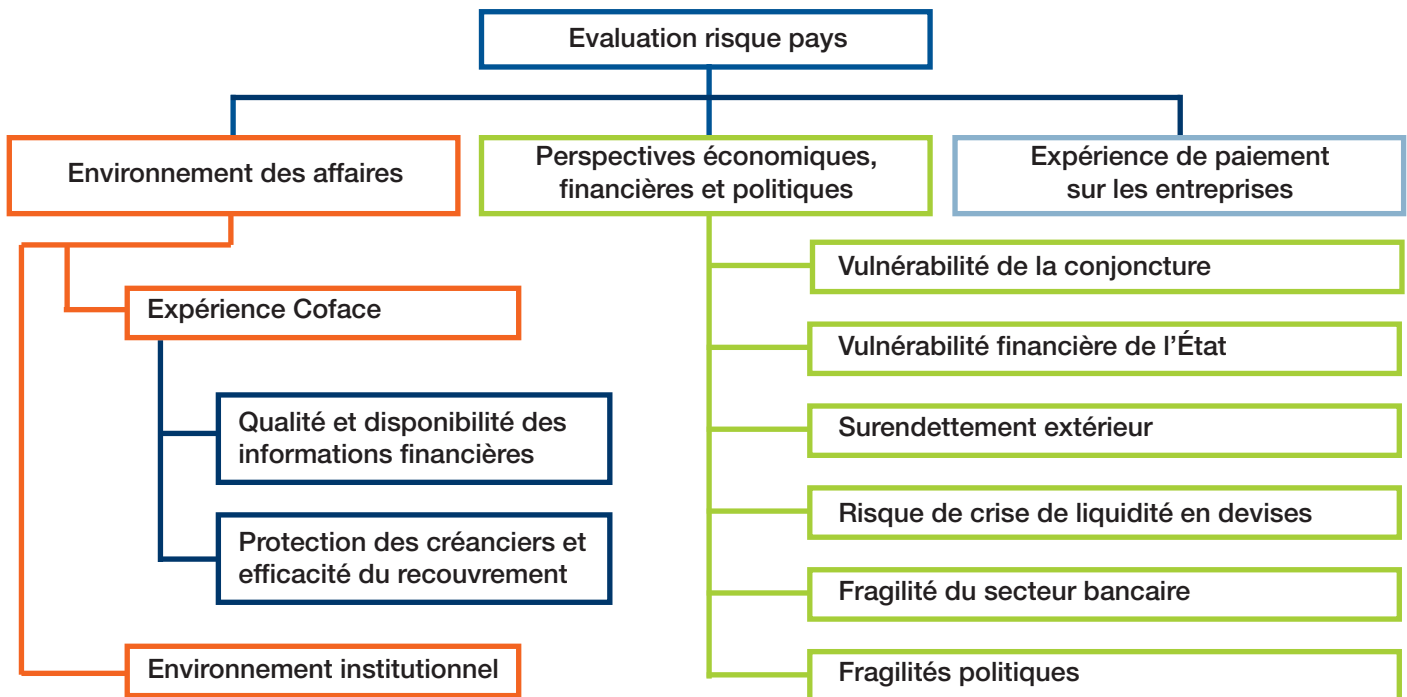
L'évaluation risque pays attribuée par Coface mesure le niveau moyen de risque d'impayé à court terme présenté par les entreprises d'un pays. Elle indique dans quelle mesure un engagement financier d'une entreprise est influencé par les perspectives économiques, financières et politiques du pays concerné, ainsi que par l'environnement des affaires.

## Comment sont attribuées les évaluations risque pays ?

Ces évaluations s'appuient sur la triple expertise développée par Coface :

- 1. expertise macroéconomique** en matière d'appréciation des risques pays au travers d'indicateurs macroéconomiques financiers et politiques.
- 2. expertise microéconomique** qui s'appuie notamment sur le suivi de ses bases de données.
- 3. expertise sur l'environnement des affaires.** L'évaluation est calculée à la fois à partir de sources internes et externes.

Les évaluations risque pays et environnement des affaires s'établissent sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D dans l'ordre croissant du risque (voir définitions page suivante).



## Définitions des évaluations risque pays

<b>A1</b>	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales sont très favorables. L'environnement des affaires est de grande qualité. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises est <b>très faible</b> .
<b>A2</b>	Les perspectives macroéconomiques et financières sont favorables et le contexte politique et social est généralement stable. L'environnement des affaires est globalement de qualité. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises est <b>faible</b> .
<b>A3</b>	Les perspectives macroéconomiques et financières peuvent être peu porteuses. Le contexte politique et social peut connaître de légères tensions. L'environnement des affaires peut présenter des lacunes. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau <b>peu élevé</b> .
<b>A4</b>	Les perspectives macroéconomiques et financières peuvent être marquées par quelques fragilités. Le contexte politique et social peut connaître des tensions. L'environnement des affaires peut présenter des lacunes non négligeables. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un <b>niveau moyen</b> .
<b>B</b>	Les perspectives macroéconomiques et financières présentent des incertitudes et le contexte politique et social peut connaître de fortes tensions. L'environnement des affaires peut être instable et peu performant. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau <b>assez élevé</b> .
<b>C</b>	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales sont très incertaines. L'environnement des affaires est difficile. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau <b>élevé</b> .
<b>D</b>	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales présentent des risques très importants. L'environnement des affaires est très difficile. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau <b>très élevé</b> .

## Définitions des évaluations environnement des affaires

<b>A1</b>	Les bilans des entreprises sont en général disponibles et fiables. Le recouvrement des créances est efficace. Les institutions sont très performantes. L'environnement des affaires est donc de <b>grande qualité</b> .
<b>A2</b>	Les bilans des entreprises, quand ils sont disponibles, sont fiables. Le recouvrement des créances est généralement efficace. Les institutions sont relativement performantes. L'environnement des affaires est donc <b>globalement de qualité</b> .
<b>A3</b>	Les bilans des entreprises ne sont pas toujours disponibles mais sont relativement fiables. Le recouvrement des créances n'est pas toujours efficace et les institutions présentent quelques insuffisances. L'environnement des affaires peut donc présenter <b>certaines lacunes</b> .
<b>A4</b>	Les bilans des entreprises ne sont pas toujours disponibles ou fiables. Le recouvrement des créances peut être difficile. Les institutions présentent des insuffisances. L'environnement des affaires peut donc présenter des <b>lacunes non négligeables</b> .
<b>B</b>	La fiabilité et la disponibilité des bilans des entreprises sont très variables. Le recouvrement des créances est peu efficace. Les institutions présentent des fragilités. L'environnement des affaires est donc <b>instable et peu performant</b> .
<b>C</b>	Les bilans des entreprises sont rarement disponibles et peu fiables. Le recouvrement des créances est aléatoire. Les institutions présentent d'importantes insuffisances. L'environnement des affaires est donc <b>difficile</b> .
<b>D</b>	Les bilans des entreprises sont très rarement disponibles et peu fiables. Les carences du système juridique rendent le recouvrement des créances très aléatoire. Les institutions présentent des insuffisances majeures. L'environnement des affaires est donc <b>très difficile</b> .