

2**Dossier**

Pays avancés :
la stagnation n'est pas
une fatalité pour tous !

+

Démographie
Innovation
Inégalités

3**4****7****+**

Endettement total
Commerce international

9**11****14****Baromètre**

Modifications des évaluations
Coface risque pays et
environnement des affaires

PANORAMA

MARS 2015

Évolution du risque pays dans le monde

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du groupe Coface



Nous présentons tout d'abord dans ce panorama une étude qui traite des économies avancées face au défi d'une croissance économique faible depuis la faillite de Lehman Brothers, soit depuis maintenant sept ans ! Certains observateurs parlent même de « stagnation séculaire ». Mais, selon nous, toutes ces économies avancées ne sont pas logées à la même enseigne face à ce risque de stagnation durable. Au regard des cinq indicateurs que nous avons sélectionnés (démographie, innovation, dette, inégalités de revenu et commerce

international), nous estimons que cinq de ces économies (Allemagne, Belgique, Corée du Sud, Pays-Bas et Suisse) disposent aujourd'hui de suffisamment d'atouts pour tirer leur épingle du jeu au cours de la prochaine décennie.

Nous diffusons ensuite notre baromètre trimestriel de l'évolution du risque pays dans le monde. Eu égard aux évolutions des risques depuis la fin de l'année 2014, nous expliquons les raisons pour lesquelles nous améliorons notre évaluation du risque pays sur la Belgique, le Cambodge, les Pays-Bas et mettons une perspective positive sur l'évaluation

de la Tunisie. Nous expliquons également ce qui nous a amené à mettre une perspective négative sur l'évaluation pays du Brésil et de l'Équateur, ainsi qu'à dégrader notre évaluation de la Sierra Leone. Nous avons également revu notre appréciation de l'environnement des affaires au Koweït, en Ouganda, en Russie et au Togo.

Le lecteur trouvera, à la fin du panorama, des fiches actualisées sur certains de ces pays afin d'appréhender plus en détail leur situation économique. Il trouvera également des fiches mises à jour sur Chypre, la Grèce, l'Inde, la Russie et le Nigéria.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE

<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

DOSSIER

Mars 2015

PAYS AVANCÉS : LA STAGNATION N'EST PAS UNE FATALITÉ POUR TOUS !

PAROLES D'ÉCONOMISTES



Paul CHOLLET
Economiste



Victor LEQUILLIER
Economiste junior



Julien MARCILLY
Economiste en chef

INTRODUCTION

Près de sept ans après la faillite de Lehman Brothers, la croissance mondiale reste beaucoup plus faible qu'avant la crise : +2,8% en 2014 (+3,0% attendu par Coface en 2015), contre +4,3% en 2007. Si les difficultés que de nombreux pays émergents ont connues expliquent en partie ce niveau, les problèmes de croissance des économies avancées en sont aussi à l'origine. Cette faible croissance observée depuis la crise dans les économies avancées est même parfois vue comme un phénomène irréversible. Larry Summers, ancien secrétaire au Trésor américain, a notamment parlé de « stagnation séculaire » lors d'une conférence organisée par le Fonds monétaire international (FMI) en novembre 2013 pour caractériser cet état de stagnation durable dans lequel seraient tombées les économies avancées. Un manque d'investissement persistant comparé à l'épargne et les taux d'intérêt négatifs qu'il implique auraient provoqué cette stagnation. Plusieurs autres raisons pourraient aussi l'expliquer, comme le ralentissement du progrès technologique ou encore une croissance démographique moins forte. Mais si la croissance est faible pour l'ensemble des économies avancées, son évolution est différente d'une zone à l'autre : les Etats-Unis et le Royaume-Uni font par exemple mieux que le Japon et la zone euro. Et au sein même de la zone euro, l'Espagne et l'Alle-

magne s'en tirent plus avantageusement que la France et l'Italie. Des facteurs conjoncturels, comme la baisse du prix du pétrole, les fluctuations des devises et surtout des politiques économiques différentes, peuvent en partie expliquer ces écarts de croissance récents. Par exemple, la Réserve fédérale américaine a plus rapidement assoupli sa politique monétaire que son homologue de la zone euro après le choc Lehman Brothers. De la même manière, le gouvernement britannique a plus rapidement instauré des mesures de consolidation budgétaire que ceux de la zone euro pour limiter la croissance de la dette publique au cours de la même période. Ces mesures d'austérité ont donc ensuite pu être stoppées plus tôt afin de ne pas entraver la reprise.

Mais au-delà de ces différences de dynamique conjoncturelle de court terme, nous nous intéressons dans cette étude aux déterminants de la croissance de plus long terme, afin de répondre aux questions suivantes : toutes les économies avancées sont-elles condamnées à cette « stagnation séculaire » ? Quelles sont celles qui ont suffisamment d'atouts pour que leur croissance ne ralentisse pas, mais au contraire s'accélère au cours de la prochaine décennie ?

Afin d'identifier parmi les pays de l'OCDE, ceux qui ont le moins de risque

d'entrer dans une période prolongée de faible croissance et même de stagnation, nous avons retenu cinq critères : démographie, innovation, endettement des secteurs public et privé, reprise économique, et commerce international. Les deux premiers sont des déterminants traditionnels de la croissance de long terme d'une économie. En effet, les perspectives de croissance de long terme dépendent dans une large mesure de la croissance démographique et de celle de la productivité (elle-même liée à la capacité d'une économie à innover). Les trois autres critères retenus sont en revanche davantage liés à la crise mondiale récente. Celle-ci a en effet mis en exergue les conséquences négatives pour l'activité d'un excès d'endettement des secteurs public et privé (3^{ème} critère). Un niveau d'inégalités de revenu accru au sein des économies de l'OCDE est également l'un des arguments de plus en plus mis en avant pour expliquer à la fois la crise de 2008-2009 et ensuite la faiblesse de la reprise (4^{ème} critère), dans la mesure où il induit un pouvoir d'achat durablement moindre pour les ménages à bas revenus dont la propension à consommer est la plus élevée. Enfin, les pays ayant réussi à améliorer la compétitivité de leurs biens exportés, peuvent espérer compenser en partie une demande interne amoindrie via les exportations (5^{ème} critère).

1 DÉMOGRAPHIE

La croissance de la population active ralentit

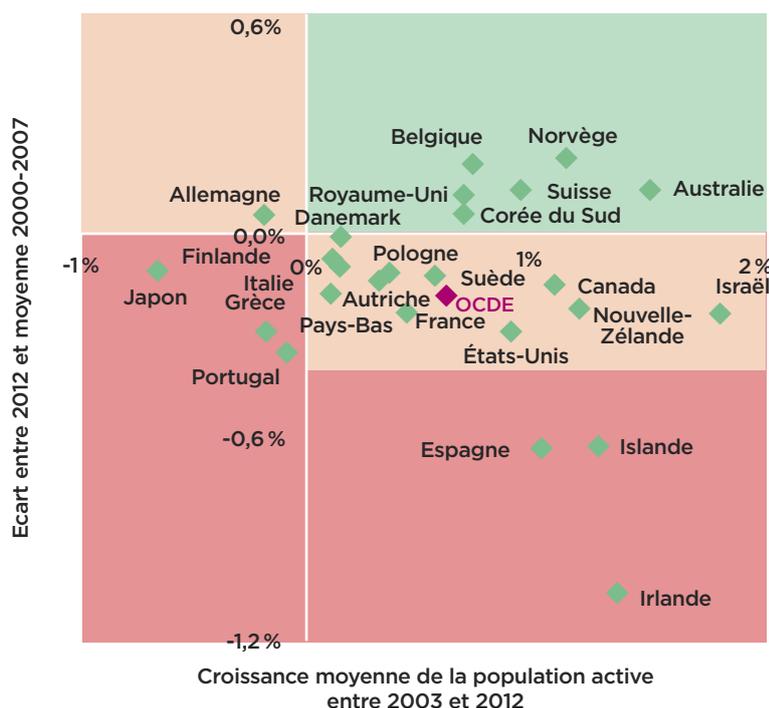
La croissance de long terme d'une économie dépend en premier lieu de la main d'œuvre disponible pour produire. L'évolution de cette main d'œuvre disponible dépend notamment de la croissance démographique qui a tendance à ralentir dans les pays de l'OCDE depuis le début des années 1970 (la croissance annuelle de la population était de 1,2% en 1972, contre 0,7% en 2012. Voir graphique n°1). Cette tendance affecte ensuite la croissance de la population active dans les pays de l'OCDE et renforce le ratio de dépendance⁽¹⁾. Si dans la plupart des pays de l'OCDE, la population active tend encore à croître, peu d'entre eux voient la croissance de leurs actifs s'accroître. Or, c'est bien cette tendance qui peut contribuer à améliorer les perspectives de croissance de moyen terme. Il s'agit de la Belgique, la Norvège, la Suisse, l'Australie, le Royaume-Uni et la Corée du Sud.

L'immigration, pilier de la croissance de la population active

Les pays dont la population active décélère ou se contracte le plus fortement depuis la crise financière de 2007 sont également ceux qui ont été les plus affectés par ce choc de croissance : l'Irlande, l'Islande, la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Cette baisse peut s'expliquer par une moindre immigration pendant les années de crise et par une fuite de travailleurs nationaux vers des pays offrant de meilleures perspectives de travail. En Espagne, l'OCDE recensait ainsi un flux net de 721 000 immigrants en 2007 contre 16 000 en 2012. En cinq ans, ce pays aurait eu 2,7 millions d'immigrés supplémentaires si le chiffre de 2007 s'était maintenu. Or sur la même période le nombre d'actifs a diminué de 1,6 million. Si l'on considère que 60% (taux d'emploi moyen) des immigrés auraient été actifs sur la période 2007-2012, on peut alors expliquer le recul de la population active par une moindre immigration. A l'opposé, l'Allemagne a accueilli 387 000 migrants nets en 2012, contre 99 000 en 2007. Sur la même période, l'immigration plus massive a permis à l'Allemagne de conserver une population active quasiment stable malgré une fécondité faible (1,38 enfant par femme en 2012). La crise économique de 2007 est donc venue redistribuer les perspectives démographiques des pays avancés en détournant une partie des forces de travail vers des économies offrant de meilleures perspectives d'emplois.

Graphique n° 1
Population active tend à diminuer dans les pays de l'OCDE

Lecture, par exemple, de la zone verte : pays dont la croissance moyenne de la population active, entre 2003 et 2012 est positive, et qui croissent plus rapidement en 2012 qu'entre 2000 et 2007.



Sources : OCDE, Coface

(1) Ratio de dépendance : rapport entre les inactifs et les actifs

2

INNOVATION

Les perspectives de croissance de long terme dépendent aussi de la capacité d'une économie à innover afin de réaliser des gains de productivité. L'innovation se manifeste de différentes manières : hausse de l'emploi dans des secteurs clés à haute valeur ajoutée, développement d'avantages concurrentiels à l'export, attractivité pour les investissements et potentiel phénomène dits de « grappes d'innovations ⁽²⁾ ». Elle peut se définir comme l'exploitation de nouveaux produits, idées, services ou encore de modèles économiques et/ou managériaux, reposant tant sur une dimension technologique que d'usage. Cependant, pour mesurer et comparer le degré d'innovation des pays, la dimension technologique semble la plus appropriée.

La R&D, un proxy pour mesurer l'innovation

Il est admis que la recherche et développement (R&D) est à l'origine de l'innovation. Mais certaines entreprises innovantes n'effectuent pas de dépenses dans ce type d'activité. Toutefois, ce premier indicateur standard permet de fournir une vision générale de la position respective de chaque pays en termes d'innovation. Plus un pays consacre une part importante de son PIB aux dépenses en R&D, plus il sera admis qu'il est proche de sa frontière technologique, c'est-à-dire qu'il est à un stade avancé dans la recherche technologique et non en phase de rattrapage.

En moyenne, les pays développés membres de l'OCDE effectuent des dépenses de R&D à hauteur de 2,4% de leur PIB (voir graphique n° 2), avec une progression de 0,2 point de PIB depuis 2000. Un premier groupe de pays dépassant ces moyennes se détache : la Corée du Sud, le Danemark, le Japon, l'Allemagne, la Suisse, l'Autriche, la Finlande ou encore Israël. D'autres pays comme l'Irlande, le Portugal ou l'Australie ont un niveau de R&D inférieur à la moyenne de l'OCDE, mais leur dynamique depuis 2000 (trois fois supérieure à celle de la moyenne de l'OCDE) est révélatrice d'une amélioration.

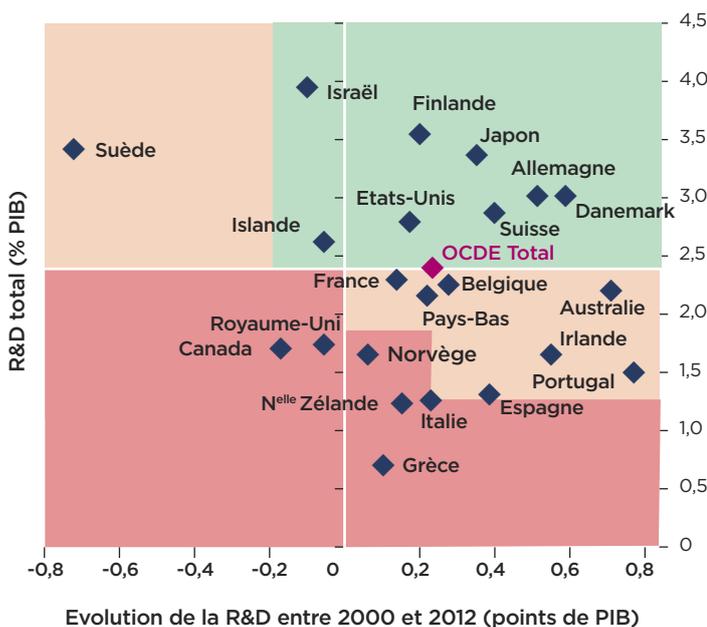
Les nouvelles technologies : une haute valeur ajoutée pour les exportations

Sur la base d'une main d'œuvre qualifiée et d'un nombre important de brevets, certains pays parviennent à s'appuyer sur l'innovation pour disposer d'avantages comparatifs à l'international et ainsi espérer une montée en gamme de leurs exportations. Dans les technologies de l'information et de la communication (TIC), il n'existe pas de corrélation significative (seulement un coefficient de 0,20) entre dépenses de R&D dans les TIC et exportations de TIC, excepté pour la Suède, la Finlande et l'Irlande. La compétitivité des pays dans les nouvelles technologies peut alors globalement se mesurer par les résultats à l'indice d'avantage technologique révélé ⁽³⁾ (voir graphique n° 3). Dans les nanotechnologies, le rythme de croissance annuel des

Graphique n° 2

Performances des pays développés en termes de R&D

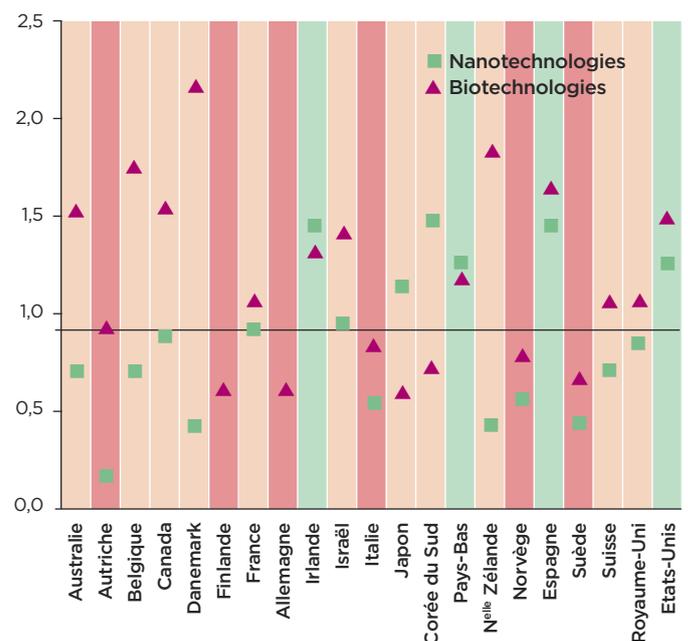
Lecture, par exemple, de la zone verte : pays qui dépassent la moyenne des pays de l'OCDE, en termes de R&D, dont l'évolution entre 2000 et 2012 est supérieure à -0,2 point de PIB.



Sources : OCDE, Coface

Graphique n° 3

Indice d'avantage technologique révélé dans les nouvelles technologies



Sources : OCDE, Coface

(2) « Les cycles des affaires », Schumpeter, 1939.

(3) Mesurant la part des brevets d'une économie dans un domaine technologique, rapportée à la part de cette économie dans l'ensemble des brevets. Il est égal à un si la part de l'économie dans le secteur est identique à sa part dans tous les domaines. Il dépasse un en cas de spécialisation.

brevets a été de +5,2% entre 2002 et 2012 dans les pays de l'OCDE, alors qu'il est resté stable dans les biotechnologies.

Seuls quatre pays (Etats-Unis, Espagne, Pays-Bas, Irlande) semblent se démarquer dans les deux domaines.

La spécialisation dans les nouvelles technologies et la volonté de gagner des parts de marché dans ces domaines devraient s'accroître encore dans les années à venir. Au vu de leurs dotations en capital humain, les pays développés sont pleinement en mesure d'exploiter cette ressource pour mettre en place une politique de stimulation de l'innovation efficace. Cependant, cela n'est possible qu'à condition d'être également doté en capital physique. Il semble dès lors intéressant de se focaliser sur les problématiques relatives au financement de l'innovation afin d'identifier quels pays seront en mesure de s'appuyer sur l'innovation comme principal relai de croissance.

Soutien public, crédit bancaire : principaux canaux de financement de l'innovation

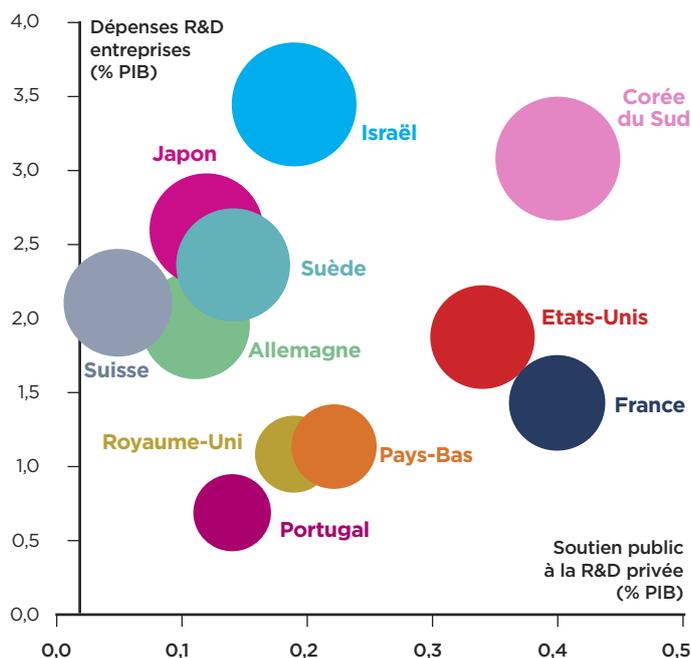
Il existe différents moyens de promouvoir l'innovation par le secteur public. Comme nous l'avons vu précédemment, l'aide publique à la formation et à la recherche joue un rôle essentiel. Les pouvoirs publics disposent d'autres outils, plus ou moins directs, notamment pour stimuler la R&D privée : subventions à la recherche, prêts publics (très répandus dans le domaine de l'environnement pour favoriser la croissance verte) ou encore des incitations fiscales (comme le crédit impôt recherche en France). Il s'agit donc autant de fournir des fonds que de créer un environnement fiscal favorable aux investisseurs privés pour les inciter à subvenir aux besoins des *start-ups* innovantes (comme cela existe en France, en Suisse ou en Australie).

La France, la Corée du Sud et les Etats-Unis consacrent la part la plus significative de leur PIB dans ce type de soutien (0,36% de leur PIB en moyenne pour ces trois pays, contre 0,14% dans les autres pays développés) (voir graphique n° 4). D'autres pays, comme le Portugal, les Pays-Bas ou encore la Belgique présentent aussi un potentiel intéressant. Cependant, la corrélation entre soutien public et important niveau de R&D privée n'est pas évidente. Certains pays, comme la Suisse, l'Allemagne ou surtout Israël, parviennent à stimuler les dépenses en R&D des entreprises privées sans pour autant bénéficier d'un soutien public très important. A l'opposé, la France n'obtient qu'un résultat moyen au vu des efforts publics fournis. Si le soutien fiscal est trop ciblé, il peut créer un marché de niches, où les entreprises ne cherchent pas à grandir nécessairement pour continuer de bénéficier d'un système fiscal favorable. Pourtant, en Allemagne et au Royaume-Uni, la capacité de transformer une petite PME innovante en ETI est souvent citée comme un indicateur de mesure de l'innovation. D'autre part, le soutien public a tendance à favoriser la recherche d'innovation

s'appuyant sur une logique purement technologique, alors que la plupart des innovations (par exemple : Google, Facebook, applications de *smartphone*) se sont appuyées sur une logique économique, alliant davantage innovation et rentabilité.

Les PME en Suède, en Suisse, en Corée du Sud, mais également au Portugal, se démarquent de celles des autres pays développés, grâce à un accès moins difficile au crédit bancaire (le pourcentage de prêts aux PME atteignant plus de 75% des prêts totaux, contre moins de 40% dans la plupart des autres pays de l'OCDE). Les jeunes structures innovantes rencontrent globalement des difficultés pour avoir accès au crédit bancaire, surtout en phase de démarrage, tant à cause de leur profil risqué, de la difficulté des institutions bancaires pour évaluer la portée et le rendement de leur projet que de leur manque de garanties. Ce phénomène a été plus marqué ces dernières années pendant la crise, malgré des taux bas. Selon l'OCDE⁽⁴⁾, les PME dans leur ensemble ont connu plus de difficultés ces dernières années qu'entre 2000 et 2008.

Graphique n° 4
Impact du soutien public et des dépenses privées en R&D sur le niveau de R&D (taille des bulles)



Sources : OCDE, Coface

Le private equity : l'avenir du financement de l'innovation

Les fonds de *private equity* jouent un rôle de plus en plus important dans le financement de l'innovation, notamment pour subvenir aux besoins des petites structures à différents stades de leur développement en apportant des fonds propres via des prises de participation.

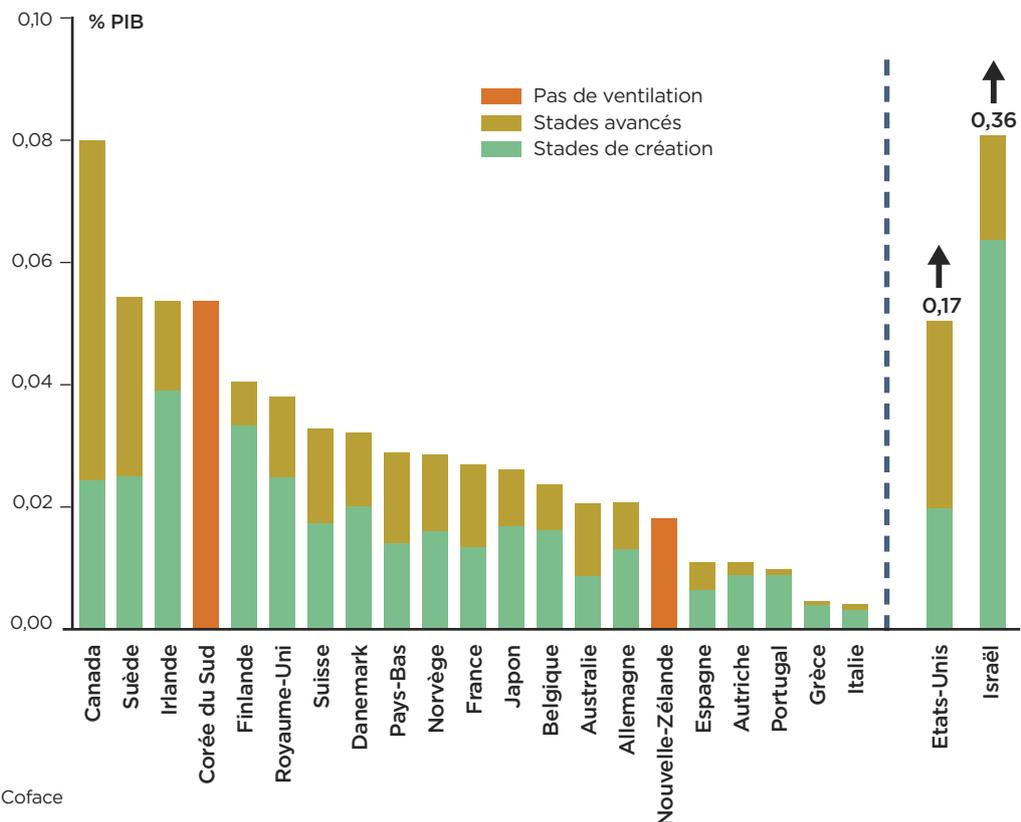
(4) OECD Science, Technology and Industry Scoreboard, 2013.

L'investissement en *private equity* est particulièrement élevé en Israël (0,36% du PIB) et aux Etats-Unis (0,17% du PIB, voir graphique n° 5), pour plusieurs raisons. Israël parvient à se démarquer d'autres pays en termes d'innovation, notamment grâce à l'exposition internationale de ses entreprises. Son marché interne étant réduit, ce pays a réussi à se rendre attractif en développant des produits à haute valeur ajoutée pour le marché international dans plusieurs secteurs de hautes technologies (santé, logiciels) et en attirant des capitaux étrangers (47% du financement de sa R&D, contre 10% en moyenne dans les autres pays). Aux Etats-Unis, les montants alloués sont les plus importants et le financement des entreprises innovantes est facilité par les fonds de pensions qui n'hésitent pas à diversifier les risques de leurs portefeuilles, en plaçant une partie de l'épargne des ménages américains dans des projets innovants au rendement élevé. Dans ce processus, le rôle des *Business Angels* (individus, ou groupes d'individus, qui investissent leurs fonds personnels et qui conseillent et accompagnent les compagnies innovantes) est déterminant. Il permet de réaliser des investissements importants, tout en mutualisant le risque et en ayant un historique et une expertise des projets innovants, sans pour autant être contraints par des changements de réglementation, contrairement aux banques (Bâle III) ou aux assureurs (Solvency 2). Il y avait 263 400 *Business Angels* aux Etats-Unis en 2012, contre 25 000 au Royaume-Uni, deuxième en nombre). Des fonds qui présentent 90% du capital-risque investi (ou ventures, stade de création ou d'amorce).

Dans les pays nordiques (Suède, Danemark, Norvège), ou encore au Royaume-Uni et en France le *private equity* est également relativement important. Toutefois, les fonds sont en partie consacrés au financement d'entreprises en phase de développement ou de rachat/acquisition (49% des entreprises en France et au Royaume-Uni, contre 29% en moyenne en Europe). Ils ne favorisent donc pas nécessairement la création de *start-ups* ou leur transformation, ce qui est certes la phase comportant le plus de risque pour un investisseur, mais aussi la plus cruciale pour une jeune entreprise innovante. En Autriche ou en Irlande, où la part du *private equity* en pourcentage du PIB n'est pas élevée, l'essentiel des montants est consacré au capital-risque (plus de 61% des entreprises, contre 46% en moyenne en Europe). L'attractivité des entreprises innovantes de ces pays, ou encore celle des petites structures irlandaises et israéliennes est très forte, ce qui contribue à renforcer celle de leurs propres pays pour les hautes technologies.

Le défi de l'innovation pour les pays développés repose donc sur leur capacité à la financer, surtout dans les phases les plus en amont. Pour pallier la difficulté chronique des jeunes entreprises innovantes à avoir accès au crédit bancaire, le développement du *private equity* semble plus que nécessaire et doit s'appuyer sur une politique publique efficace (comme en Corée du Sud, en Suède ou au Canada) afin d'offrir un cadre propice à son développement.

Graphique n° 5

Investissement en *private equity* par pays en 2012 (ou dernières données disponibles)

Sources : OCDE, Coface

3 INÉGALITÉS

Les inégalités de revenu progressent depuis la crise

Depuis 30 ans, les inégalités de revenu ont augmenté dans de nombreux pays de l'OCDE et ce quel que soit leur niveau initial. Cette tendance s'accroît depuis la crise de 2008 comme le montre l'évolution du coefficient de GINI (voir graphique n°7, page 10). Par exemple, la Suède, qui demeure aujourd'hui l'un des pays les plus égalitaires au monde, a connu une rapide montée des inégalités, tout comme les Etats-Unis, la France, le Danemark et l'Australie.

Les inégalités ont eu tendance à s'accroître entre les générations. En effet, si la crise a touché toutes les classes d'âge de la population active, les jeunes ont été en première ligne. Leur taux de chômage est en effet passé de 11,8% en 2007 à 15,6% en 2013 dans les pays de l'OCDE (+3,8 points de pourcentage). Sur la même période, il a augmenté de 2,2 points de pourcentage dans la zone (5,3% à 7,5%). Selon l'OCDE⁽⁵⁾, au sein des pays de la zone, le revenu réel disponible des jeunes a diminué de 1% par an, alors que le revenu des plus de 65 ans a continué de croître de 0,9%.

Inégalités et croissance, un lien ambigu

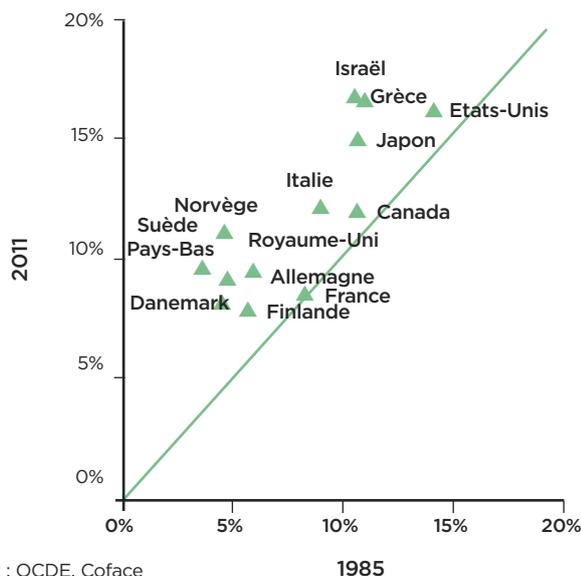
La littérature économique a largement traité du lien entre inégalités et croissance, en soulignant dans un premier temps que les premières favorisaient la seconde. Arthur Okun déclarait par exemple en 1975 que « lutter contre les inégalités nuit à l'efficacité de la croissance⁽⁶⁾ ». Derrière cette phrase se cache la théorie des incitations : de moindres inégalités de revenus au sein d'un pays réduisent l'incitation à travailler et à investir. La croissance de long terme s'en trouve alors pénalisée. En outre, l'économiste mentionnait que les efforts de redistribution par la fiscalité et un salaire minimum pouvaient également être coûteux pour l'économie dans son ensemble. Il mettait alors en avant que le transfert d'une partie du revenu des riches vers les plus pauvres conduisait à une perte sèche liée aux coûts administratifs.

Mais à partir du début des années 2000, les conclusions de plusieurs études contestent celle d'Okun. Selon Alesina et Perotti⁽⁷⁾ (1996), les inégalités génèrent des tensions politiques et une instabilité économique qui, *in fine*, réduise l'investissement. De plus, selon Rodrik⁽⁸⁾ (1999), elles empêchent un consensus social nécessaire à l'absorption des chocs économiques. Depuis la chute de Lehman Brothers, le nombre d'études empiriques pour mesurer l'effet des inégalités sur la croissance a augmenté. Selon le Directeur de la direction de l'emploi, du travail et des affaires sociales de l'OCDE⁽⁹⁾, Stefano Scarpetta, le niveau d'inégalité atteint dans les pays riches est tel qu'il a un impact négatif sur la croissance économique.

Les inégalités contraignent le développement du capital humain

En 2014, Federico Cingano, de l'OCDE, a quantifié la croissance perdue due à la hausse des inégalités. Il montre en effet que la baisse des inégalités facilite des gains de croissance économique. Cette baisse est plus forte dans les pays où les inégalités de revenus diminuent que dans ceux où elles augmentent. L'économie des Etats-Unis, le pays de l'OCDE le plus inégalitaire en 2011, aurait pu croître 20% plus rapidement entre 1990 et 2010 si les disparités de revenus ne s'étaient pas accrues entre 1985 et 2005. Les auteurs mettent en évidence les conséquences de la paupérisation relative des ménages à bas revenus. Celle-ci limite le développement du capital humain contraint par le coût financier de l'accès à une éducation de qualité. Selon l'OCDE, la redistribution ne nuit pas à la croissance contrairement à la thèse d'Arthur Okun. Une redistribution ciblée permet de ne pas compromettre l'accumulation de capital humain, donc les possibilités de s'instruire, ce qui favorise la mobilité sociale et le développement des compétences. Le FMI⁽¹⁰⁾ appuie cette thèse. D'après leurs calculs réalisés en 2014, une augmentation de la redistribution vers les 60 % les moins riches, au lieu des 50% (+10 percentiles), a un effet direct sur la croissance quasi nul, mais permet une diminution des inégalités qui a, elle, un effet positif sur la croissance estimée à 0,5 point de pourcentage. L'appauvrissement constaté des actifs (18-65 ans) depuis 30 ans fragilise l'accumulation de capital humain qui repose sur la capacité des ménages les plus pauvres à s'endetter (voir graphique n° 6).

Graphique n° 6
Taux de pauvreté⁽¹¹⁾ en 1985 et 2011.



Sources : OCDE, Coface

(5) "Rising inequality: youth and poor fall further behind", OCDE, 2014

(6) A. Okun (1975) : "Equality and Efficiency: the Big Tradeoff", Brookings Institution Press.

(7) A. Alesina et R Perotti (1996) : " Income distribution, political instability, and investment"

(8) D. Rodrik (1999) : "Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses" Journal of Economic Growth

(9) F. Cingano (2014) : « L'inégalité des revenus, son impact sur la croissance », 2014, OCDE, papier de travail n°163

(10) Jonathan D. Ostry, Andrew Berg, et Charalambos G. Tsangarides (2014) : « Redistribution, Inequality and Growth», FMI

(11) Le taux de pauvreté correspond à la proportion de personnes dont le revenu est inférieur au seuil de pauvreté, c'est-à-dire à la moitié du revenu médian des ménages

Les inégalités augmenteraient aussi les risques de crise financière

D'après le FMI ⁽¹²⁾, les plus riches viennent à prêter aux plus pauvres quand les écarts de richesses sont importants. Selon les auteurs, en 1983, le ratio dette/revenu ⁽¹³⁾ pour la tranche de 5 % des ménages américains les plus riches était de 80 %. Pour les 95 % restants, il était de 60 %. En 2008, le rapport s'était plus qu'inversé : 65 % pour les 5 % les plus riches et 140 % pour les 95 % restants. Face à un revenu qui n'augmente pas ou peu, les classes moyennes et les pauvres s'endettent afin de maintenir leur niveau de consommation. L'inégalité de consommation augmente alors moins que celle des revenus. Toutefois, cette évolution disjointe conduit les prêteurs à se couvrir d'avantage. L'évolution de l'intermédiation financière et des services financiers a conduit le système financier à doubler. De 1981, le ratio crédit au secteur privé/PIB américain est passé de 90% à 210% et la part du secteur financier dans le PIB de 4% à 8%. Selon Raghuran Rajan ⁽¹⁴⁾, au-delà d'une politique monétaire accommodante qui a conduit à la crise des *subprimes* aux Etats-Unis, ce sont bien les inégalités qui ont fragilisé le système financier dans son ensemble. Selon lui, la hausse des inégalités a conduit les autorités à un laxisme croissant en matière de réglementation financière afin de soutenir la demande et la création d'emplois.

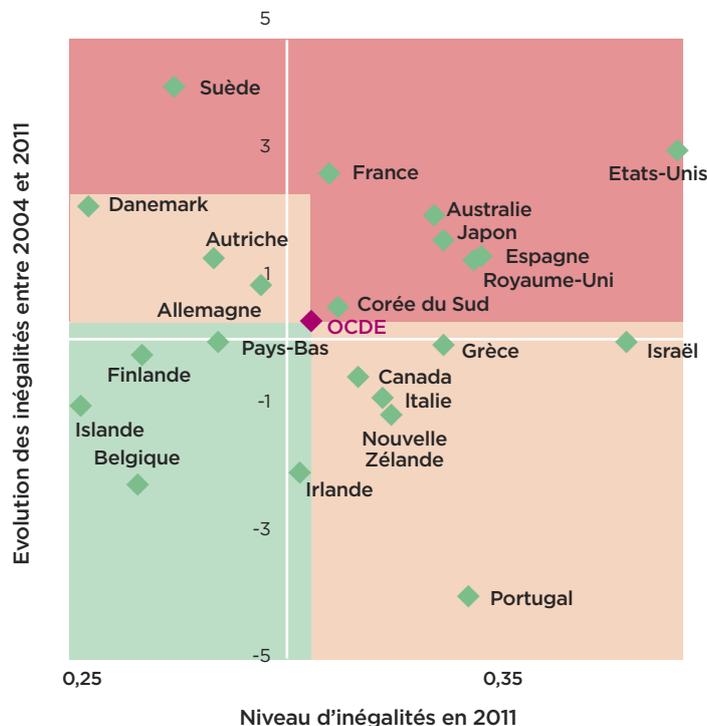
La crise de Lehman Brothers, les changements de réglementations bancaires (Bâle II, Bâle III, loi Dodd Frank aux Etats-Unis) et le poids de la dette totale (privée et publique) accumulée viennent contraindre la capacité des agents à financer leurs investissements et donc la production à moyen terme.

Les pays dont le niveau d'inégalités de revenus est particulièrement élevé au regard du coefficient de GINI ⁽¹⁵⁾ sont les Etats-Unis, Israël, l'Espagne, le Royaume Uni et le Japon. Les niveaux de ces pays s'échelonnaient en 2011 entre 0,39 et 0,34 contre 0,30 en moyenne dans les pays de l'OCDE. Mais au-delà du niveau, il est important d'analyser l'évolution des inégalités (voir graphique n° 7). Les Etats-Unis, la France et enfin la Suède, pourtant plus égalitaire que la moyenne OCDE, ont perdu des points de croissance potentielle à cause de l'augmentation des inégalités selon une étude de l'OCDE publiée en 2014⁽⁵⁾. A l'opposé, la croissance de quelques pays semble pouvoir profiter d'une baisse récente des inégalités. C'est le cas de la Belgique, de l'Islande, de l'Irlande et enfin du Portugal.

Graphique n° 7

Dynamique des inégalités, variation de l'indice de GINI dans les pays de l'OCDE

Lecture, par exemple, de la zone verte : pays dont le niveau d'inégalité en 2011 est inférieur à la moyenne OCDE, et qui ont vu leurs niveaux d'inégalité baisser entre 2004 et 2011.



Sources : OCDE, Coface

(12) M. Kumhof et R. Rancière (2010) : "Inequality, Leverage and Crises", IMF Working Paper 10/268

(13) La dette représente la dette des ménages et les revenus aux revenus avant imposition.

(14) R. Rajan (2006) : "Fault Line, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy" (introduction)

(15) GINI : indice qui synthétise la distribution des revenus dans un pays. Si cet indice vaut un, alors les revenus ne vont qu'à une seule personne et les inégalités sont extrêmes. S'il vaut zéro, il n'a aucune inégalité, tous les revenus sont alors identiques.

4 ENDETTEMENT TOTAL

L'endettement croissant des économies avancées a favorisé l'activité entre 2000 et 2008

L'endettement des économies avancées a augmenté significativement depuis le début des années 2000. Dans une large mesure, cette tendance a d'abord concerné le secteur privé (*voir graphique n° 8*), la hausse de la dette publique étant alors moins marquée.

Plusieurs raisons permettent d'expliquer cet endettement croissant des économies avancées avant la crise : des politiques monétaires relativement expansionnistes dans un environnement de faible inflation, des taux d'intérêt à long terme affaiblis par les achats d'obligations d'Etat par des banques centrales de pays à excédent courant (Chine, Japon, reste de l'Asie, Moyen-Orient et autres pays exportateurs de pétrole notamment), la libéralisation financière et des lacunes en matière de réglementations prudentielles (notamment en ce qui concerne les nouveaux produits financiers) ou encore des inégalités de revenu accrues (*voir partie 3*).

Cette augmentation de l'endettement a dans un premier temps favorisé la croissance des pays de l'OCDE. La possibilité pour un agent économique (Etat, ménage ou entreprise) de s'endetter favorise en effet l'activité, dans la mesure où ce financement permet d'investir et/ou de consommer davantage.

L'endettement permet aussi de compenser les fluctuations de l'activité. Par exemple, un ménage dont les revenus diminuent peut parvenir à maintenir son pouvoir d'achat et donc sa consommation inchangée en recourant au crédit. De la même manière, une entreprise peut continuer à investir malgré des profits en baisse grâce à l'endettement. Et un Etat s'endette pour maintenir ses dépenses publiques stables en cas de baisse des recettes budgétaires.

Mais au-delà d'un certain seuil l'endettement semble au contraire avoir un effet négatif sur l'activité économique.

Mais une dette excessive détériore le bilan des emprunteurs et les rend vulnérables aux fluctuations des prix des actifs

La dette augmente la vulnérabilité financière des entreprises, des ménages et des Etats emprunteurs. D'une manière générale, elle expose les emprunteurs au risque d'insolvabilité lorsqu'elle atteint un niveau excessif. La dette les expose ensuite au risque de liquidité : lorsqu'une partie de cette dette arrive à maturité et que de nouveaux titres doivent être émis, le taux d'intérêt peut croître et ainsi augmenter la charge d'intérêts de cet emprunteur.

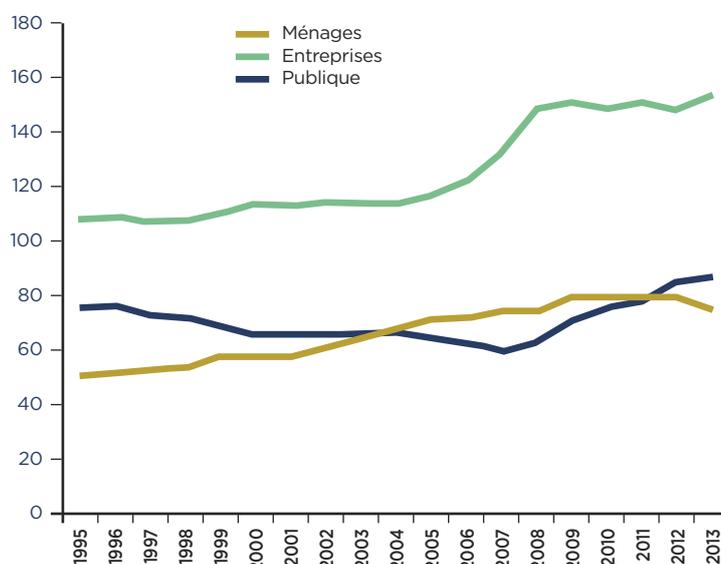
Enfin, la valeur de la dette peut brusquement dérapier si elle est en partie libellée en devise étrangère et que la monnaie locale se déprécie face à celle-ci. Par exemple, si totalité de la dette d'un emprunteur est libellée en dollar et que la devise locale se déprécie de 50% face au billet vert, la valeur de cette dette double.

Une dette importante peut aussi provoquer des risques macroéconomiques accrus dans la mesure où elle rend l'emprunteur dépendant des fluctuations des prix des actifs financiers ou immobiliers. La capacité d'emprunter se réduit avec la baisse des prix des actifs financiers ou immobiliers pour les emprunteurs utilisant ces actifs comme collatéral.

En outre, un niveau de dette élevé augmente l'ampleur des effets de richesse : un choc sur le prix des actifs financiers et/ou immobiliers va avoir un effet d'autant plus significatif sur la richesse nette des ménages que ces derniers sont très endettés. Le problème se pose dans les mêmes termes pour les entreprises et l'Etat.

Enfin, un endettement élevé du secteur privé et/ou public contraint la politique monétaire de la banque centrale. En effet, resserrer la politique monétaire peut engendrer un service de la dette accru pour les emprunteurs et ainsi détériorer la solvabilité de l'Etat, engendrer des défauts d'entreprises et/ou de ménages en rendant les plus vulnérables d'entre eux encore plus vulnérables à court terme. Mais d'un autre côté, des politiques durablement expansionnistes ont aussi pour effet de faciliter les conditions d'emprunts pour des agents déjà trop endettés. Au final, l'action de la banque centrale est donc contrainte dans un tel environnement.

Graphique n° 8
Pays de l'OCDE : dettes (% PIB, moyenne simple, source OCDE)



Source : OCDE

La crise mondiale de 2008-2009 illustre ce risque associé à un endettement excessif. Les pays qui ont connu l'augmentation la plus marquée de l'endettement privé avant 2008 sont d'ailleurs aussi ceux qui ont, par la suite, enregistré la récession la plus profonde (Espagne, Etats-Unis, Royaume-Uni). Au-delà de cette période très récente, d'autres épisodes de l'histoire économique contemporaine des économies avancées ont confirmé les conséquences négatives d'un endettement trop élevé (crises bancaires dans les pays scandinaves au début des années 1990...).

Enfin, sans aller jusqu'à engendrer une récession, d'autres épisodes confirment cet effet négatif de l'endettement privé sur la croissance lorsqu'il dépasse un certain seuil. Par exemple, le ralentissement structurel de la croissance japonaise au début des années 1990 coïncide avec la progression de la dette des entreprises et des ménages japonais⁽¹⁶⁾.

La littérature économique le confirme. D'après Gourinchas et Obstfeld⁽¹⁷⁾, l'expansion du crédit au secteur privé (avec l'appréciation du taux de change réel) est d'ailleurs le facteur le plus à même d'expliquer les crises financières intervenues entre 1973 et 2010 dans les économies avancées et émergentes.

Après avoir répertorié tous ces épisodes de récessions précédées d'un endettement excessif, le FMI⁽¹⁸⁾ observe que celui-ci rend la récession

plus profonde et la reprise plus lente que dans le cas de crises classiques. Dans le détail, le FMI remarque que la totalité de l'augmentation de l'endettement observé avant la crise dans la période de *boom* est effacée dans le cas des ménages. En ce qui concerne l'endettement des entreprises, l'ajustement post-crise est un peu moins important : il correspond aux deux tiers de l'augmentation enregistrée dans la période d'expansion.

Dans ce contexte, les pays dont l'endettement a le plus augmenté depuis dix ans sont particulièrement vulnérables, d'autant plus que le processus de désendettement n'a quasiment pas débuté (voir graphique n° 8 page 9 et graphique n° 9 ci-dessous).

Les interactions entre dette des ménages, des entreprises et de l'Etat augmentent les risques

Tous ces épisodes plus ou moins récents mettent aussi en exergue les interactions entre les dettes des différents secteurs : lorsque leur niveau de dette commence à peser sur leur pouvoir d'achat, les ménages consomment moins, ce qui restreint les recettes fiscales de l'Etat. De la même manière, le budget de l'Etat peut être affecté par de moindres recettes fiscales lorsque les entreprises ont enregistré des profits en baisse en raison de moindres capacités d'investissement liées à une dette élevée. A l'inverse, un Etat dont la dette est à un niveau jugé trop élevé aura tendance à limiter ses dépenses et/ou augmenter la fiscalité. De telles décisions sont susceptibles de détériorer la solvabilité des entreprises et des ménages.

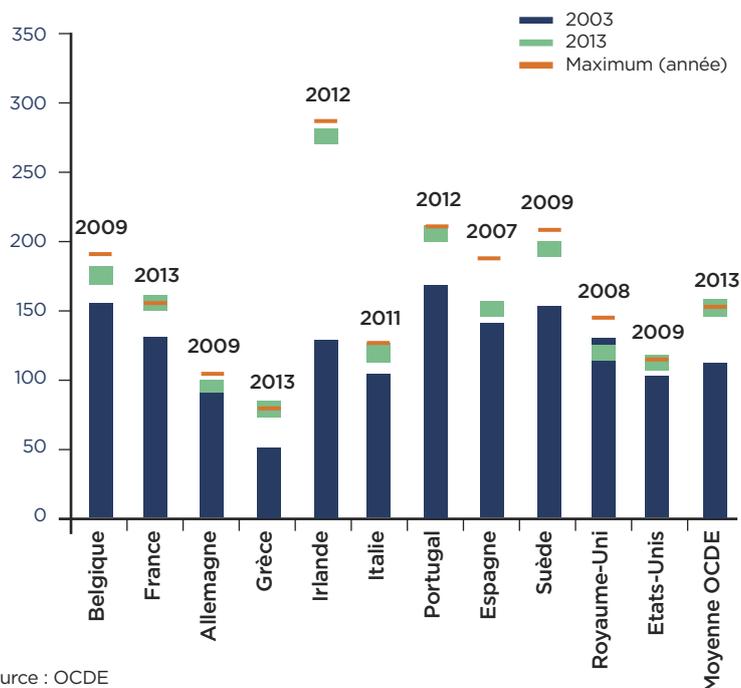
L'Allemagne, la Corée du Sud, l'Australie et la Suisse et la Finlande parmi les moins endettés

Afin d'identifier les pays les plus à risque en la matière, nous avons retenus deux indicateurs. Nous avons d'abord mesuré le niveau d'endettement total par pays relativement au PIB en 2013⁽¹⁹⁾. Outre le niveau total de dette agrégé du secteur public, des entreprises et des ménages, le nombre de secteurs dont la dette est excessive (c'est-à-dire le niveau à partir duquel elle pèse sur la croissance) a aussi été pris en compte. Les « seuils d'alertes » retenus sont respectivement 85% du PIB pour la dette des ménages, 90% pour celle des entreprises et de la dette publique (voir le document de travail de la BRI⁽²⁰⁾ pour la justification de ces seuils de dette privée).

Au final, il ressort de cette analyse que la croissance économique de l'Allemagne, la Corée du Sud, la Suisse, la Finlande et l'Australie ne devrait pas être pénalisée par un endettement excessif dans les années à venir.

Graphique n° 9

Dettes des entreprises des pays de l'OCDE (% du PIB)



Source : OCDE

(16) Voir sur ce sujet le panorama Coface de décembre 2014 : <http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications/Panorama-Que-doit-on-craindre-de-la-low-flation>

(17) Gourinchas P.O et Obstfeld M. (2011) : "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", Document de travail du NBER No 17252, juillet.

(18) Bornhorst F. et Ruiz Arranz M. (2011) : « Growth and the Importance of Sequencing Debt Reduction across Sectors », Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, Chapitre 2, Fonds Monétaire International.

(19) C'est-à-dire la somme de la dette des ménages, de celle des entreprises et de la dette publique.

(20) Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty et F. Zampolli (2011) : "The Real Effects of Debt," Document de travail de la Banque des règlements internationaux N° 352.

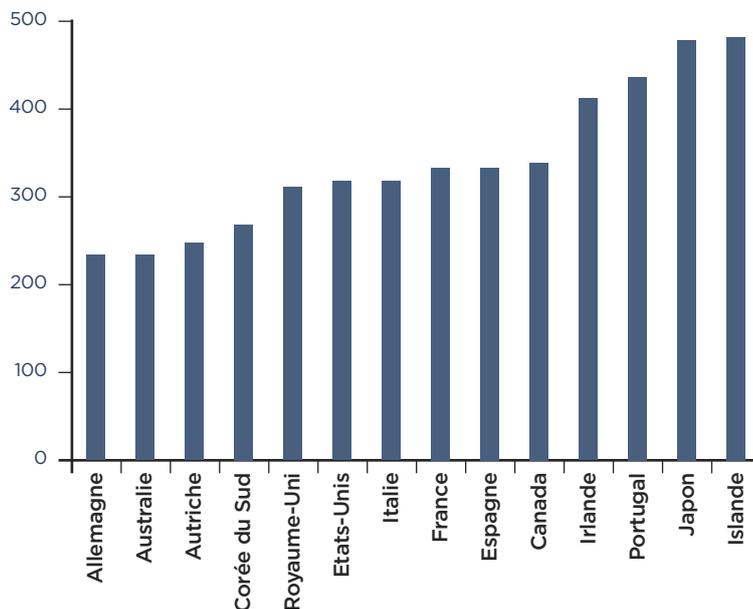
Ces trois pays n'ont pas plus d'un secteur dont le niveau de dette est excessif, tandis que leur endettement total est à un niveau assez faible (entre 250 et 270% du PIB)⁽²¹⁾.

Des signes tangibles de cet avantage sont d'ailleurs déjà visibles : le marché immobilier allemand étant l'un des seuls en Europe à ne pas avoir connu d'excès au cours de la décennie précédant la crise de 2008-2009, il est aujourd'hui en expansion. L'investissement en construction a contribué positivement à la croissance en 2014 contrairement à la plupart des économies de la zone euro.

A l'autre bout de l'échelle, l'Irlande, le Portugal, l'Islande et le Japon ont un niveau de dette totale très élevé, qui représente plus de quatre fois le PIB. La dette totale du Royaume-Uni et du Canada est, quant à elle, à un niveau légèrement moindre, mais celle de chacun des trois secteurs dépasse le seuil critique.

Dans tous les autres pays de l'OCDE, l'endettement total atteint un niveau relativement élevé (entre 300% et 350% du PIB dans la plupart des cas) mais la dette d'au moins un des trois secteurs est à un niveau inférieur au seuil limite fixé.

Graphique n° 10
Dette totale des pays de l'OCDE (2013, % du PIB)



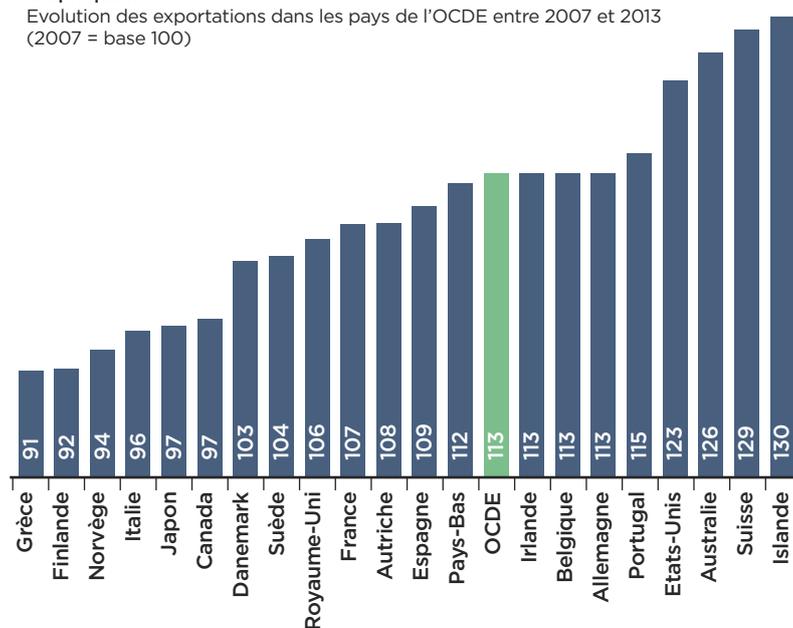
Source : OCDE

5 COMMERCE INTERNATIONAL

Dans un contexte de demande interne freinée par de nombreux obstacles tels que ceux détaillés précédemment, les économies avancées peuvent profiter d'une compétitivité forte afin de gagner des parts de marché à l'export. Il faut tout d'abord disposer d'une économie ouverte⁽²²⁾ et ensuite connaître une évolution favorable de ses exportations. Les pays les plus ouverts sont l'Irlande (105% du PIB), les Pays-Bas (83%), la Belgique (82%) et la Suisse (72%). Dans leur ensemble, les pays de l'OCDE ont vu leurs exportations augmenter de 13% en volume entre 2007 et 2013 par rapport au PIB de la zone (voir graphique 11). Ainsi les exportations de l'Islande (+30% par rapport à 2007), de la Suisse (+29%), de l'Australie (+26%), des Etats-Unis (+23%) et du Portugal (+15%) ont augmenté. A l'inverse, les exportations de la Grèce (-9%), de la Finlande (-8%), la Norvège (-6%), et de l'Italie (-4%) se sont contractées.

Ces performances en matières d'exportations ont différentes explications possibles, dont la compétitivité prix et celle hors prix.

Graphique n° 11
Evolution des exportations dans les pays de l'OCDE entre 2007 et 2013 (2007 = base 100)



Sources : OCDE, Coface

(21) Plusieurs pays européens plus récemment entrés dans l'OCDE appartiennent aussi à cette catégorie : Slovaquie, République tchèque, Hongrie et Slovaquie.

(22) Le taux d'ouverture se mesure par le poids des exportations de biens et services dans le PIB

L'Europe du Sud a accru sa compétitivité prix

L'évolution des taux de change effectifs réels (TCER⁽²³⁾) illustre celle de la compétitivité prix des économies de l'OCDE (voir graphique n° 12). Ainsi, l'Australie, Israël, la Suisse et la Norvège souffrent d'une hausse du TCER. A l'inverse, le Japon a fortement gagné en compétitivité par rapport à 2005 puisque son TCER a fortement diminué. Deux autres pays se démarquent également : les Etats-Unis et l'Irlande.

L'Allemagne, le Royaume-Uni, la Suisse et le Japon profitent de leur compétitivité hors prix

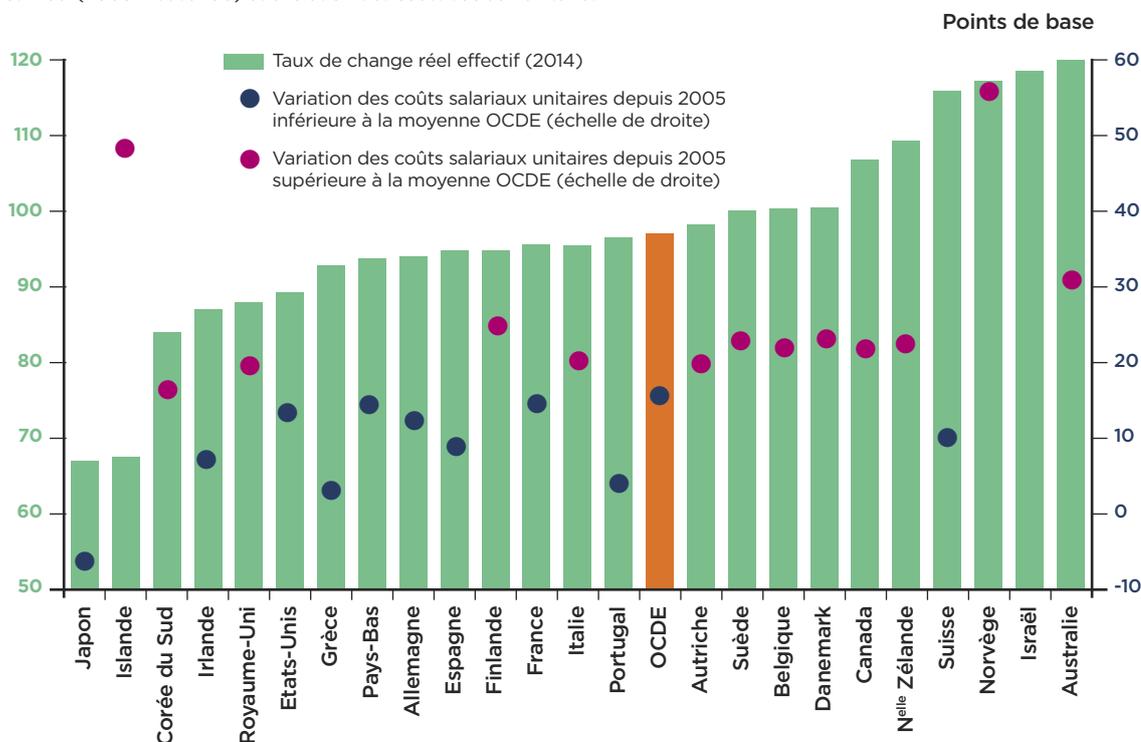
Mais, un autre aspect doit être considéré car l'économie japonaise n'a pas progressé sur le plan des exportations malgré une forte progression de sa compétitivité prix. En effet, la compétitivité hors coût (qualité, innovation, *design*, image de marque, réseaux de distribution...) est également primordiale pour évaluer le positionnement des économies à l'exportation. Une étude de la Commission européenne de 2010⁽²⁴⁾ souligne que la compétitivité-prix explique moins de 40 % de la variation des performances à l'exportation des pays de la zone euro sur la période 1998-2008. Une autre étude⁽²⁵⁾,

réalisée par la Direction générale du trésor français en 2014 conclut, quant à elle, que les exportations du Japon, de l'Allemagne, du Royaume-Uni et de la Suisse sont les moins sensibles aux effets prix parmi leurs homologues de l'OCDE. A l'inverse, l'Espagne, le Portugal et la Grèce, positionnés sur des produits d'entrée de gamme ou de moyenne gamme, sont très sensibles aux variations de prix⁽²⁶⁾.

En conclusion, de nombreux pays de l'OCDE tirent profits de leurs positionnements. Tout d'abord, la Belgique et les Pays-Bas sont situés au cœur de la zone euro et profitent de leur position géographique. Ensuite, l'Allemagne, la Suisse, le Japon et la Corée du Sud bénéficient de l'impact de leur compétitivité hors coût. Enfin, l'Espagne, le Portugal, et l'Islande exploitent un ajustement du côté de leur compétitivité prix, alors que leurs produits sont soumis à une concurrence plus rude en raison de leur positionnement dans la gamme. A l'opposé, les exportations des pays du nord de l'Europe souffrent à cause de difficultés qu'ils rencontrent à ajuster leurs coûts au niveau des principales économies européennes. De même, les coûts salariaux unitaires ont continué des croître en Italie depuis 2007 générant ainsi une baisse des exportations.

Graphique n° 12

Taux de change effectif réel (2005 = base 100) et évolution des coûts sociaux unitaires



Sources : Datastream, OCDE, Coface

(23) Le TCER mesure la variation des taux de changes nominaux d'une économie avec ses partenaires commerciaux ajustée de la variation des prix.

(24) "The impact of the global crisis on competitiveness and current account divergences in the euro area", Commission européenne, 2010, Vol 9 n°1

(25) R Sautard, A Tazi, C Thubin : « quel positionnement hors prix de la France dans les économies avancées? », 2014, Trésor-éco, n°122

(26) Pour arriver à ces résultats, les auteurs ont calculé la qualité moyenne des exportations d'un pays afin d'obtenir son positionnement en termes de compétitivité hors prix. L'idée des auteurs est que si un pays dégage un excédent en volume sur un produit dont le prix à l'exportation est supérieur au prix à l'importation, alors la vente de ce produit dépend davantage de la qualité que du prix. Il leur a ainsi été possible de classer les produits échangés en fonction de leur sensibilité au prix unitaire puis d'en déterminer la qualité.

CONCLUSION

La crise mondiale de 2008-2009 a mis en exergue les vulnérabilités des économies avancées. Cette étude permet de montrer que toutes ne sont pas identiquement exposées au risque de stagnation prolongée de la croissance. Elles n'ont pas nécessairement un niveau de croissance potentielle parmi les plus élevés d'après les approches traditionnelles, celles-ci ne tenant pas compte de certains des critères retenus dans cette étude pour mesurer le taux de croissance de long terme.

Nous avons en effet retenu cinq critères pour juger de la capacité d'un pays à bénéficier d'une croissance potentielle plus forte au cours des dix prochaines années. Nous avons ensuite évalué le niveau de risque de chaque pays au regard de ces cinq indicateurs. Plus précisément, pour chacun des critères, les pays dont le risque est jugé relativement faible (*pastilles vertes dans le tableau ci-dessous*) remplissent les conditions suivantes :

- **Démographie** : croissance de la population active positive et en accélération (*voir graphique n°1, page 3 pays dans la zone verte*) ;
- **Innovation** : pays dont l'investissement en R&D (en % du PIB) est supérieur à la moyenne de l'OCDE et en augmentation (*voir graphique n°2, page 4, pays dans la zone verte*), dont le système de financement de l'innovation est performant et qui dispose d'avantages comparatifs dans le secteur des hautes technologies ;
- **Inégalités de revenu** : un niveau d'inégalité inférieur à la moyenne de l'OCDE et en recul (*voir graphique n°7 page 8, pays dans la zone verte*) ;
- **Dette** : un niveau d'endettement total relativement faible (compris entre 250 et 270% du PIB)

et l'endettement d'au moins un des 3 secteurs (ménages, entreprises, Etat) inférieur au seuil limite (*voir partie 4*) ;

- **Commerce international** : pays dont la croissance des exportations a été égale ou supérieure à la moyenne de l'OCDE depuis 2007 ainsi que ceux remplissant l'une des deux conditions suivantes :

- bonne compétitivité hors coût ;
- spécialisation sur des produits de moyenne gamme avec dépréciation du taux de change réel depuis 2005.

Au final, cinq économies ont été identifiées : elles sont les mieux positionnées pour tirer leur épingle du jeu dans cet environnement de croissance durablement plus faible. Il s'agit de l'Allemagne, la Belgique, la Corée du Sud, les Pays-Bas et la Suisse. Ces pays ont pour point commun de ne pas avoir de vulnérabilités majeures au regard des cinq critères précédents. L'Allemagne, la Corée du Sud et la Suisse bénéficient d'un niveau de dette totale (qui inclut l'endettement public, des ménages et des entreprises non-financières) modéré qui les rend relativement peu exposés au risque de désendettement. Ils font également partie du peloton de tête en matière d'innovation, facteur clé pour réaliser des gains de productivité à long terme. La Belgique bénéficie, quant à elle, d'une croissance démographique positive qui accélère, ainsi que d'atouts dans les domaines des inégalités et de performances satisfaisantes en matière de commerce extérieur. Les Pays-Bas, enfin, sont dans un cas de figure similaire.

	Démographie	Innovation	Inégalités	Dette	Commerce
Allemagne	●	●	●	●	●
Australie	●	●	●	●	●
Autriche	●	●	●	●	●
Belgique	●	●	●	●	●
Canada	●	●	●	●	●
Corée du Sud	●	●	●	●	●
Danemark	●	●	●	●	●
Espagne	●	●	●	●	●
Etats-Unis	●	●	●	●	●
Finlande	●	●	●	●	●
France	●	●	●	●	●
Grèce	●	●	●	●	●
Islande	●	●	●	●	●
Irlande	●	●	●	●	●
Israël	●	●	●	●	●
Italie	●	●	●	●	●
Japon	●	●	●	●	●
Norvège	●	●	●	●	●
Pays-Bas	●	●	●	●	●
Portugal	●	●	●	●	●
Royaume-Uni	●	●	●	●	●
Suède	●	●	●	●	●
Suisse	●	●	●	●	●

BAROMETRE

Mars 2015

MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS COFACE RISQUE PAYS, ET ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

RECLASSEMENTS, LEVÉE DES SURVEILLANCES NÉGATIVES OU MISE SOUS SURVEILLANCE POSITIVE

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Belgique	A3↗	A2
Pays-Bas	A3↗	A2
Tunisie	B	B↗
Cambodge	D↗	C
Liban	C↘	C

	Ancienne évaluation environnement des affaires	Nouvelle évaluation environnement des affaires
Togo	D	C

L'évaluation pays Coface mesure le risque de défaut moyen des entreprises d'un pays. Cette évaluation résulte d'une combinaison des perspectives économiques et politiques du pays, du climat des affaires et de l'expérience de paiement enregistrée par Coface. Elle s'étend sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D et peut être assortie de surveillances (positive : flèches montantes dans le tableau ; ou négatives : flèches descendantes dans le tableau).

L'évaluation Coface du climat des affaires mesure la qualité de l'environnement des affaires des entreprises d'un pays, plus précisément les fiabilité et disponibilité des comptes, et le caractère efficace et équitable du système juridique pour les créanciers.

Evaluations risque pays

Belgique : A2

- Retour à la croissance confirmé (1% en 2014 et 1,3% en 2015)
- Un taux d'utilisation des capacités de production (près de 80%) supérieur à la moyenne historique (78,8%) et l'amélioration de la rentabilité des entreprises se traduiront par plus d'investissements
- Contribution positive des exportations nettes grâce à la relance de l'économie de la zone euro et à la baisse de la facture énergétique
- Hausse de la consommation des ménages ; le pouvoir d'achat est accru par la hausse de l'emploi et la baisse du coût de l'énergie
- Baisse continue des faillites (-12% sur la période août 2014 - janvier 2015)
- Gouvernement stable se concentrant sur la consolidation fiscale

Pays-Bas : A2

- La croissance du PIB s'est légèrement renforcée au T4 2014 (+0,5% par rapport au trimestre précédent, après +0,2% au T3), la consommation des ménages, les exportations et l'investissement ont tous contribué à la croissance.
- Les prix de l'immobilier augmentent toujours légèrement (+3,6% en janvier 2015 par rapport à leur plus bas niveau en juin 2013). La confiance des entreprises dans le secteur de la construction a été positive au début du 1^{er} trimestre de 2015 pour la première fois depuis 2008.
- Les faillites d'entreprises ont continué de fléchir en janvier 2015 (elles se sont contractées de 21% en 2014 par rapport à leur pic de 2013).

Tunisie : B ↗

- Achèvement de la transition politique : à la suite de la révolution tunisienne, le pays a traversé une longue période de transition politique. Le vote de la constitution en janvier 2014, puis l'organisation d'élections législatives et présidentielles transparentes fin 2014, semblent clore ce processus. Cette relative stabilité de la situation politique ne sera sans doute pas remise en cause par l'attentat du 18 mars 2015 et devrait permettre un retour de la confiance des ménages et des entreprises.
- Après une période de croissance faible et erratique, la Tunisie semble renouer avec une croissance plus stable et affiche de meilleures perspectives économiques. Le pays devrait amorcer une légère reprise en 2015 avec un taux de croissance de l'ordre de 3%. Ce regain d'activité est dû aux performances positives des secteurs agricole et manufacturier. A ce titre, la Tunisie poursuit un programme de réformes avec l'aide du FMI en vue d'assainir ses finances publiques et son système bancaire. De plus, le pays devrait bénéficier de la chute des prix du pétrole ainsi que de la reprise en zone euro. La Tunisie étant importateur net d'hydrocarbures, la baisse des cours mondiaux de brut allège sa facture énergétique. La reprise attendue en zone euro, principal partenaire commercial du pays devrait permettre une augmentation des exportations.

Cambodge : C

- L'activité économique est vigoureuse avec un taux de croissance du PIB supérieur à +7% depuis 2011. Le pays bénéficie de la robustesse de ses exportations textiles qui profitent d'un accès préférentiel aux marchés européen, américain et canadien.
- Les IDE continuent de progresser en raison des délocalisations en provenance de Chine et du Vietnam et des partenariats publics-privés mis en place pour les projets d'infrastructures énergétiques.
- La croissance du PIB est également soutenue par le secteur du tourisme qui bénéficie de la diversification de l'origine des touristes.

- Les investissements en infrastructure et la croissance rapide du crédit profitent au secteur de la construction.
- La situation fiscale du pays s'est améliorée et les dettes publiques et externes restent faibles.
- Le pays bénéficie du soutien économique de donateurs internationaux tels que la Chine ou l'UE.

Liban : C

- Le Liban représente toujours un niveau de risque élevé mais les évolutions politiques récentes, ainsi que la légère amélioration des perspectives économiques nous conduisent à lever la surveillance négative sur ce pays.
- Stabilisation de la situation politique : le parlement libanais a voté une prorogation de son mandat jusqu'en 2017. Cette décision reporte la tenue de nouvelles élections dans un environnement marqué par les tensions régionales. Bien qu'un consensus autour du nouveau président de la république n'ait pas encore été trouvé, les différents partis politiques semblent s'accorder sur les décisions sécuritaires.
- Atténuation du risque sécuritaire : à la suite des différentes incursions djihadistes dans le nord Liban courant octobre, l'armée libanaise a partiellement repris son droit sur le territoire. Forte d'un consensus politique, cette dernière a été diligentée aux frontières afin d'en assurer la sécurité. Cette nouvelle mesure éloigne quelque peu le scénario d'une invasion djihadiste dans cette région. Néanmoins, l'implication de la milice chiite Hezbollah dans le conflit syrien fait peser un risque d'importation de ce dernier dans la société libanaise.
- Amélioration des perspectives économiques : l'économie amorce une légère reprise en 2015 (croissance attendu à +2,5% contre +1,5% en 2014). Les perspectives du secteur tertiaire s'améliorent, comme celles du secteur de l'immobilier. La confiance des entreprises est en hausse depuis le mois de novembre après avoir battu des records de baisse les mois précédents.

Evaluation environnement des affaires

Togo : C

- Les informations financières des entreprises sont plus accessibles et les décisions de justice plus rapides
- Le pays a, par ailleurs, amélioré ses performances dans les domaines de la création d'entreprises, du transfert de propriété et de la protection des investisseurs. Il a par ailleurs réduit le taux de la taxe sur les salaires.

DÉCLASSEMENTS, LEVÉES DES SURVEILLANCES POSITIVES OU MISE SOUS SURVEILLANCE NÉGATIVE

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Brésil	A4	A4↓
Equateur	B	B↓
Sierra Leone	C↓	D

	Ancienne évaluation environnement des affaires	Nouvelle évaluation environnement des affaires
Koweït	A3	A4
Russie	B	C
Ouganda	C	D

Evaluations risque pays

Brésil : A4↓

- La croissance brésilienne devrait se contracter en 2015 à -0,5% en raison de la baisse de l'investissement et de la consommation.
- L'activité ralentit dans plusieurs secteurs. L'industrie automobile continue d'être affectée par le ralentissement argentin. La construction et l'activité offshore devraient diminuer en raison du scandale de corruption, qui touche l'entreprise nationale Petrobras.
- L'activité industrielle pourrait souffrir davantage cette année en raison d'un risque élevé de pénurie d'eau, de rationnement de l'énergie et de pannes d'électricité.
- La crise chez Petrobras contribue à la méfiance des investisseurs étrangers.
- La consommation des ménages (qui représente environ 60% du PIB) baisse en raison de la hausse des taux d'intérêt, de l'inflation et des faibles perspectives de création d'emploi sur l'année.
- L'inflation restera élevée en 2015, notamment en raison de la décision du gouvernement de réguler les prix de l'essence et des transports publics.
- Du côté politique, le gouvernement doit faire face à une forte opposition au Congrès et à l'insatisfaction croissante de la population.

Equateur : B↓

- L'Equateur est le deuxième pays le plus affecté de la région par la baisse du prix du pétrole, après le Venezuela. L'économie est très peu diversifiée et dépendante des revenus du pétrole

(40% des recettes, plus de 50% des exportations).

- Les dépenses publiques et l'investissement (les clefs de la croissance) devraient ralentir en raison de la baisse du prix du pétrole. Le pays a besoin d'un prix du baril à 120 dollars américains pour maintenir la stabilité budgétaire.
- La dollarisation de l'économie ne permet pas au secteur manufacturier de bénéficier d'une dépréciation du taux de change (contrairement aux autres économies de la région).
- Les perspectives pour les entreprises privées locales s'assombrissent en raison des désaccords tarifaires avec la Colombie et le Pérou (les deux principaux partenaires commerciaux).
- Forte dépendance aux capitaux chinois

Sierra Leone : D

- L'économie de la Sierra Leone est fortement touchée par les conséquences du virus Ebola, affectant l'activité économique et les opérations de nombreux investisseurs étrangers en particuliers dans les secteurs des mines, de l'agriculture et des services. Bien que la progression de la maladie ralentisse, de nouveaux cas sont déclarés chaque jour. En outre, l'industrie minière souffrira de la forte baisse du cours mondial du minerai de fer qui a perdu près de la moitié de sa valeur depuis 2013. Le minerai de fer représente plus de la moitié des sources de devises étrangères du pays et environ 15% du PIB. Prévision de croissance 2015 : -2%.

Evaluations environnement des affaires

Koweït : A4

- Le Koweït souffre d'une relative instabilité politique qui à terme affecte son environnement des affaires. En dépit de mesures visant à accroître l'attractivité du pays, le Koweït perd progressivement des places dans les classements internationaux.
- Le niveau de transparence financière des entreprises se dégrade.

Russie : C

- Faibles performances en termes de respect des lois (droits de propriété, transparence) et de lutte contre la corruption. La situation se détériore en ce qui concerne la protection des actifs étrangers, les droits de propriété et l'application effective des dispositions législatives. Les sanctions internationales compliquent l'activité des entreprises dans certains secteurs.

Ouganda : D

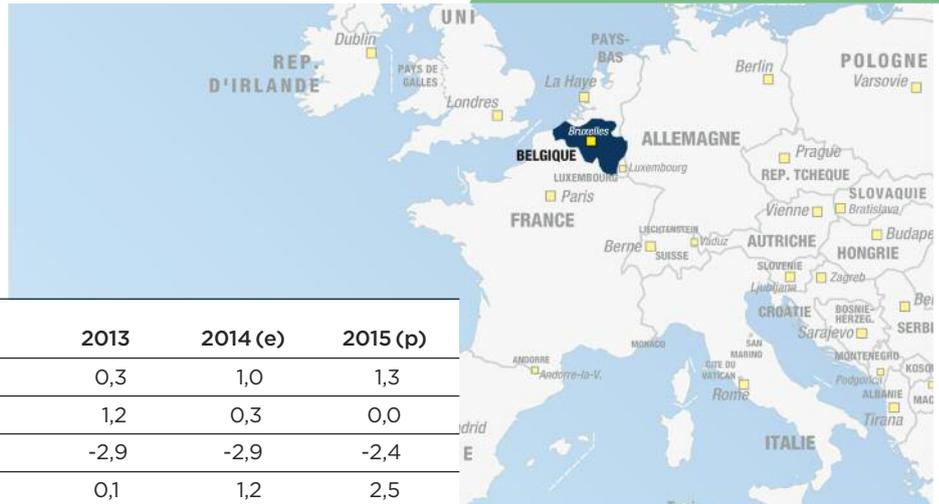
- Malgré les progrès enregistrés en termes de stabilité politique, de qualité de la réglementation et de violence, la situation se détériore pour ce qui est de la transparence, d'Etat de droit et de contrôle de la corruption. Par ailleurs les indicateurs relatifs à la qualité des infrastructures se dégradent.

ÉVALUATIONS COFACE

A2

Pays

A1

Environnement
des affaires

(e) : estimation (p) : prévision

PRINCIPAUX INDICATEURS
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	0,1	0,3	1,0	1,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,6	1,2	0,3	0,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,1	-2,9	-2,9	-2,4
Solde courant / PIB (%)	-0,9	0,1	1,2	2,5
Dette publique / PIB (%)	104,0	105,0	108,0	106,0

APPRÉCIATION
DU RISQUEUne reprise modérée bénéfique
pour les entreprises

La croissance restera modérée en 2015. Tous les compartiments de l'économie contribueront positivement à l'exception de la dépense publique, contrainte par l'assainissement budgétaire. Les ménages profiteront d'une embellie relative de l'emploi et de la baisse du prix de l'énergie pour accélérer leurs dépenses. Les exportations, constituées en grande partie de produits intermédiaires, de machines et de matériel de transport, bénéficieront d'une embellie aux Pays-Bas, en Allemagne et en France, tandis que la dépréciation de l'euro profitera aux ventes hors zone euro, notamment sur le marché britannique, toujours bien orienté. Conjointement à la baisse du prix de l'énergie importée et à une progression modérée des importations, en général, l'excédent courant progressera. Grâce au maintien de taux bas et à l'amélioration de la situation financière des ménages, la reprise de la construction de logements se poursuivra. Dans ce contexte plus favorable, avec un crédit accessible et peu onéreux, un taux d'utilisation des capacités de production en progression, les entreprises devraient augmenter leurs investissements. La baisse des défaillances d'entreprises entamée en 2014 se poursuivra, les entreprises étant aidées par la faible progression de leurs coûts (matières premières, mesures fédérales visant à renforcer la compétitivité, gel de l'indexation des salaires), alors que leur productivité devrait progressivement s'améliorer avec l'augmentation de leur activité.

Marche mesurée vers l'équilibre budgétaire

La marche vers l'équilibre budgétaire contenue dans le programme de stabilité 2014-2017 est censée déboucher sur un équilibre structurel en 2018, soit une amélioration de +2,7 points de PIB par rapport à 2013. L'effort annuel moyen prévu d'ici là devrait représenter l'équivalent de 0,5 point de PIB. Dans les faits, le déficit budgétaire pourrait baisser sensiblement en 2015 et la dette publique, équivalant à 108% du PIB, entamer un repli. Le nouveau gouvernement agit surtout sur les dépenses en ne remplaçant qu'un départ de fonctionnaires sur cinq pour aboutir à une réduction de la masse salariale de 10% en cinq ans, en réduisant les crédits d'investissement de 20% et en durcissant les critères pour les prestations sociales. Cependant, la répartition entre la fédération et les régions des efforts à fournir dans le cadre de l'assainissement budgétaire reste floue. Par ailleurs, la garantie de 43 milliards d'euros fournie par l'Etat belge dans le cadre de la résolution ordonnée de Dexia, dont le rôle, à présent, se limite à la conservation d'actifs sous-évalués ou non liquides (prêts à des collectivités et obligations souveraines) jusqu'à leur échéance constitue une menace.

Un faible déficit courant

Le déficit des échanges de marchandises apparu en 2008 a beaucoup diminué avec la reprise des exportations. Cependant, la marge de progression est limitée, car le pays a perdu en compétitivité-coût depuis plus d'une décennie. Les salaires ont augmenté plus que la productivité et subissent des cotisations sociales élevées. Aussi, les parts de marché ont diminué en Europe, alors qu'un excédent est apparu avec le reste du monde qui absorbe, à présent, le tiers des exportations. Les services resteront largement excédentaires

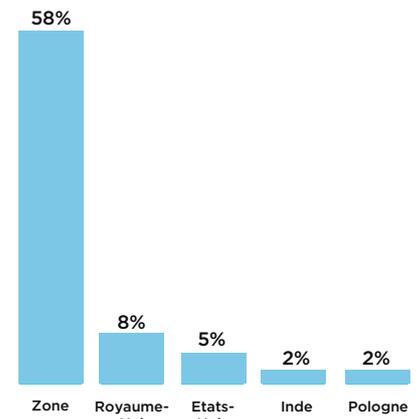
grâce aux revenus du transport et du négoce de marchandises. De par sa situation au cœur et au débouché de l'Europe, ses ports, la Belgique joue un rôle majeur dans la réexportation de biens destinés ou provenant de ses voisins. Les importants investissements détenus à l'étranger par les acteurs économiques belges génèrent d'importants revenus financiers. Au final, le solde courant est excédentaire.

Un gouvernement axé sur l'assainissement
budgétaire

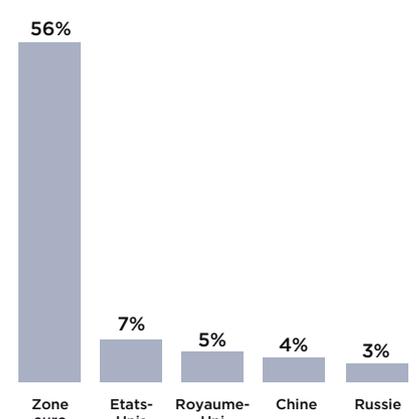
Les élections fédérales et régionales se sont tenues en mai 2014. La Nieuw-Vlaamse Alliantie (N-VA), l'Alliance néo-flamande, conservatrice, est devenue le 1^{er} parti en Flandre, et a confirmé sa première place au niveau fédéral. Son programme prévoit, notamment, la suppression de la région de Bruxelles-capitale et la marginalisation de l'Etat fédéral. Une évolution aussi radicale semble improbable compte tenu des réticences d'une majorité de la population, même en Flandre. Cependant, la 6^{ème} réforme de l'Etat entrée en vigueur en juillet 2014 transfère aux Communautés et aux Régions la compétence en matière d'allocations familiales, de soins de longue durée, de gestion du marché du travail, d'infrastructures hospitalières, d'aides au logement. Cela s'ajoute à la culture, à l'éducation, à l'énergie et à l'environnement. L'échelon fédéral conserve, outre les compétences régaliennes, l'essentiel des dépenses sociales avec les retraites et la maladie, soit environ la moitié des dépenses publiques, ainsi que la supervision financière, la concurrence, la perception des principaux impôts et le mécanisme d'indexation des revenus. En octobre 2014, une coalition de centre-droit, à forte dominante néerlandophone et composée de la N-VA, de deux autres partis néerlandophones (les libéraux d'Open Vld et les chrétiens-démocrates du CD&V) et des libéraux du Mouvement réformateur francophone s'est accordée sur un programme axé sur l'assainissement budgétaire et a constitué un nouveau gouvernement dirigé par le chef du parti réformateur Charles Michel. Le parti socialiste, première force politique chez les francophones, est dans l'opposition. Des tiraillements sont apparus au sein du gouvernement, les chrétiens-démocrates souhaitant augmenter la très faible imposition des plus-values afin d'alléger l'imposition du travail, très élevée. Néanmoins, le gel de l'indexation des rémunérations (privées comme publiques) et des allocations, jusqu'à ce que la hausse cumulée des prix atteigne 2%, avec toutefois une marge négociable d'augmentation salariale pouvant aller jusqu'à 0,8% en 2016, devrait être approuvé.

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points forts

- Localisation optimale entre Royaume-Uni, Allemagne et France
- Présence d'institutions européennes, d'organismes internationaux et de groupes mondiaux
- Un accès privilégié grâce aux ports d'Anvers (2^{ème} rang européen) et de Zeebrugge, aux canaux, aux autoroutes
- Faible endettement des ménages (56% du PIB)
- Main d'œuvre bien formée grâce à l'enseignement professionnel
- Position extérieure nette créditrice

Points faibles

- Tensions politiques, sociales et financières entre Flandre et Wallonie
- Incertitude institutionnelle
- Exportations concentrées sur les produits intermédiaires et sur l'Union européenne
- Perte de compétitivité industrielle cause de disparition de l'excédent courant
- Prix élevé des logements
- Démographie peu porteuse

ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

A4

Environnement
des affairesRISQUE
ASSEZ FAIBLECotation
moyen termePRINCIPAUX INDICATEURS
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	1,0	2,5	0,0	-0,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,8	5,9	6,2	7,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-3,2	-3,8	-3,1
Solde courant / PIB (%)	-2,4	-3,6	-3,5	-3,6
Dette publique / PIB (%)	68,1	66,2	65,8	65,6

(e) : estimation (p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Récession attendue en 2015

La croissance brésilienne a été décevante en 2014, affectée par le recul de l'activité industrielle, de l'investissement et le ralentissement de la consommation des ménages. Les perspectives d'une reprise de l'activité en 2015 sont peu probables. Le secteur industriel devrait encore souffrir du manque d'infrastructures et de main d'œuvre qualifiée, qui se traduit par une hausse plus rapide des coûts au détriment de la productivité. A cela s'ajoutent un risque élevé de pénurie en eau et un possible rationnement d'électricité en raison de l'absence de pluies qui empêchent les réservoirs des centrales hydroélectriques de fonctionner à plein régime. L'industrie automobile devrait encore être pénalisée par le ralentissement économique en Argentine (principal débouché de cette industrie) et par les nouvelles mesures de restrictions à l'importation imposées par ce pays. Le secteur de la construction et l'activité pétrolière *offshore* devraient aussi pâtir de la baisse des investissements, domestiques et étrangers, en raison du scandale de corruption qui entoure le géant national, Petrobras. Le secteur agricole, en revanche, devrait bénéficier d'une récolte exceptionnelle d'oléagineux, céréales et légumineuses (dont le soja) en 2015, mais les coûts de production devraient être plus élevés en raison de la sécheresse qui a sévit dans une partie du pays. De plus, les prix des matières premières agricoles devraient rester faibles en 2015. Bien que la dépréciation du réal soit bénéfique pour les exportations, la dépréciation en parallèle de plusieurs autres monnaies de la région (Mexique, Colombie, Argentine...) diminue l'avantage compétitif des produits brésiliens d'exportation similaires. En outre, la cherté du crédit, moteur de la consommation, continue d'affecter la confiance des ménages qui sont plus réticents à emprunter. Enfin, l'inflation devrait augmenter plus rapidement en raison du réalignement des prix et tarifs qui avaient été gelés en 2013 suite aux manifestations dans l'ensemble du pays. Les prix administrés qui représentent 25% de l'indice des prix à la consommation devraient augmenter d'environ 10% en 2015.

Un objectif d'excédent primaire plus difficile à atteindre

Le remaniement du gouvernement en novembre dernier en vue du rétablissement de l'équilibre des finances publiques a atteint son objectif de rassurer les marchés et d'empêcher une éventuelle dégradation de la note souveraine du pays. Néanmoins, l'objectif du gouvernement d'afficher un excédent budgétaire primaire de 1,2% du PIB en 2015 semble désormais plus difficile à atteindre en raison de la dégradation plus importante que prévue des comptes publics en 2014, qui enregistrent un déficit primaire de 0,6% du PIB contre un excédent attendu de 0,1%. Les coupes budgétaires, telles que l'arrêt des subventions au secteur de l'énergie et la réforme des allocations chômage, devraient se poursuivre. Par ailleurs, le nouveau ministre des finances, Joaquim Levy, prépare un nouvel ensemble de mesures pour permettre de réaliser plus de 10 Mds BRL (3,6 Mds USD) d'économies supplémentaires.

Ces nouvelles mesures devraient inclure le développement de la fiscalisation électronique des entreprises, la formalisation de 500 000 travailleurs employés dans le secteur informel et la réduction des dépenses de santé au travail. La politique monétaire doit aussi être mise à contribution pour lutter contre les tensions inflationnistes. La banque centrale a récemment relevé son taux directeur, le SELIC, de 0,5% à 12,25 %, son plus haut niveau depuis 2011.

Un commerce extérieur en perte de vitesse

Le déficit courant devrait rester relativement stable par rapport à l'année précédente. Malgré un regain de compétitivité des exportations grâce à l'ajustement du change, la croissance des importations continue de surpasser celle des exportations. L'excédent commercial, en diminution depuis 2008, devrait bénéficier de la chute du prix du pétrole (le pays importe davantage d'hydrocarbures qu'il n'en exporte) et de la hausse de la production agricole qui devrait en partie compenser la baisse des cours actuels. En revanche, la baisse d'environ -16% des exportations automobiles vers l'Argentine en 2014 devrait se poursuivre. La Banque centrale d'Argentine freine davantage les autorisations d'importations depuis le début de l'année, et devrait encore durcir sa politique d'importations en raison de la dépréciation du réal. Les échanges de services et de revenus (tourisme, dividendes, intérêts) resteront déficitaires. Le déficit courant sera financé par les investissements directs étrangers (environ 2,6% du PIB, hors réinvestissements) et par la dette publique.

Baisse de la confiance envers la nouvelle administration de Dilma Rousseff

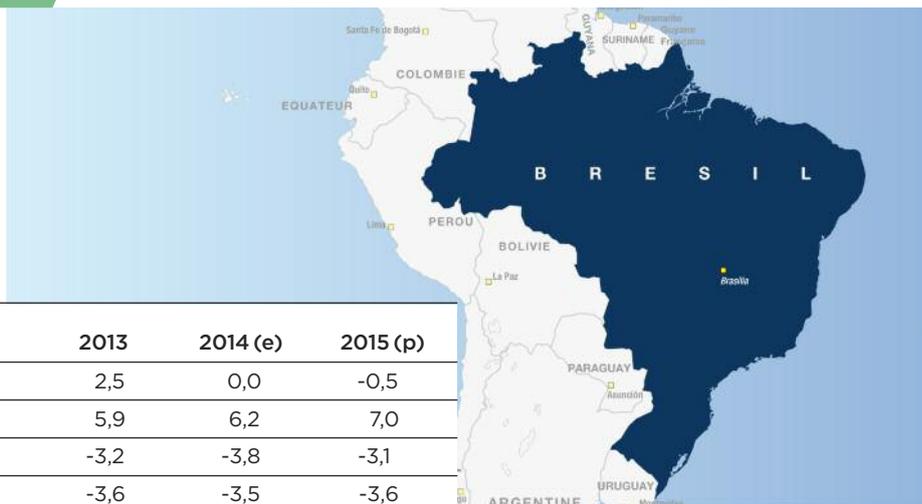
L'objectif de la présidente Dilma Rousseff, réélue de justesse en octobre 2014, de rompre avec quatre années de faible croissance en attirant davantage l'investissement semble inatteignable à court terme. Le traitement du scandale de corruption chez Petrobras et ses sous-traitants, notamment dans la construction, visant à financer les principaux partis politiques et à récompenser des élus contribuent à la méfiance des investisseurs. Malgré la démission de l'ensemble de sa direction, l'image de Petrobras et celle du gouvernement semblent désormais écornées. En outre, le gouvernement doit faire face à une forte opposition au Congrès, au sein de sa propre coalition, dont les membres sont mécontents des mesures d'ajustement budgétaire adoptées. Enfin, l'administration de Dilma Rousseff est en perte de popularité et de crédibilité parmi la population

Points forts

- 6^{ème} économie mondiale
- Population active croissante
- Ressources minérales et agricoles variées et abondantes
- Industrie manufacturière de pointe : aéronautique, chimie, pharmacie, ingénierie pétrolière
- Résistance aux chocs exogènes : position extérieure créditrice, réserves considérables
- Maintien des grands équilibres macro-économiques

Points faibles

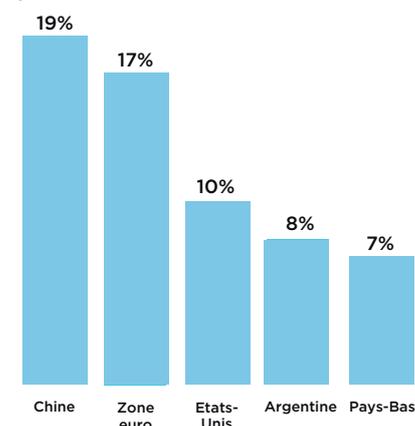
- Manque de main-d'œuvre qualifiée / système éducatif lacunaire
- Carences dans les infrastructures (transport, énergie)
- Insuffisance de l'investissement
- Coûts de production (salaires, énergie, logistique, crédit) élevés
- Dépense publique élevée et peu efficiente
- Corruption prospérant sur inégalités



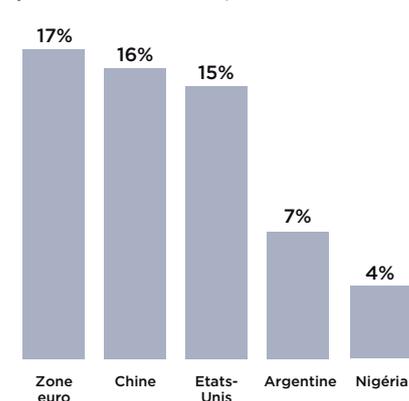
(e) : estimation (p) : prévision

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total

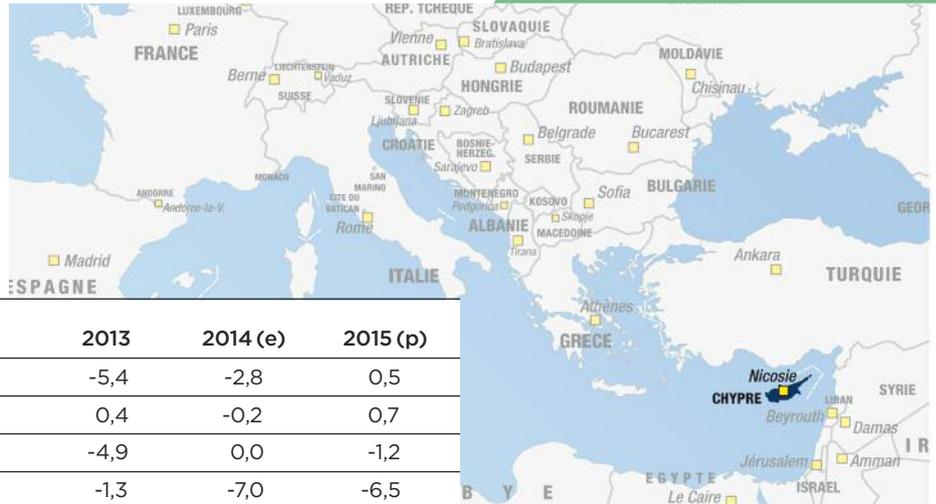


ÉVALUATIONS COFACE

C

Pays

A3

Environnement
des affaires

(e) : estimation (p) : prévision

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-2,4	-5,4	-2,8	0,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,1	0,4	-0,2	0,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,8	-4,9	0,0	-1,2
Solde courant / PIB (%)	-5,5	-1,3	-7,0	-6,5
Dette publique / PIB (%)	80,0	102,0	105,0	113,0

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Fin du recul de l'activité

Après trois années de contraction, l'activité devrait frémir en 2015. La confiance des acteurs économiques se rétablit progressivement. Cependant, leur désendettement (encore 160% du PIB pour les ménages et 200% pour les entreprises) se poursuit. Les ménages sont confrontés à la chute des prix de l'immobilier, qui atteint 30% depuis le pic de 2008, et qui pourrait continuer. Les salaires du secteur public, qui, comme ceux du privé, ont déjà subi des baisses, sont gelés jusqu'en 2016. Le chômage touche 16% de la population active (40% chez les jeunes). L'investissement public est contraint par l'assainissement budgétaire. La construction d'équipements touristiques et de bureaux reprend à peine. La contribution décisive à la croissance viendra, une fois de plus, des échanges extérieurs, grâce au tourisme et aux services non financiers destinés aux entreprises dont la compétitivité est accrue par la baisse de l'euro et des salaires. Mais, cela suppose que les relations ne se dégradent pas plus entre l'Union européenne et la Russie. Une dépréciation supplémentaire du rouble et une forte récession en Russie pourraient détourner un peu plus les touristes et les entreprises russes qui sont des clients majeurs.

Un secteur bancaire massif et fragile

Suite à l'entrée dans l'UE (2004) et à l'adoption de l'euro (2008), le secteur bancaire chypriote a enflé jusqu'à peser sept fois le PIB. Le retournement du marché immobilier local fin 2008 et l'effondrement de l'économie grecque début 2010, dans lesquels il avait considérablement investi, lui ont été fatals, provoquant l'insolvabilité de ses principaux acteurs. Les autorités ont été incapables d'opérer seules le sauvetage vu la forte dégradation des comptes publics et extérieurs, soumises à la pression de la Commission européenne, de la BCE et du FMI (les institutions) qui en faisaient une condition de leur aide financière de 10 milliards d'euros (60% du PIB). Elles ont restructuré le secteur en grande partie aux frais des créanciers et des déposants. Malgré la liquidation de l'une des principales banques, le secteur pèse encore 315% du PIB, hors banques étrangères (160%). Les créances douteuses représentent plus de 50% du portefeuille. Leur traitement a été jugé primordial par les institutions qui conditionnent la poursuite de leur aide par l'application d'une législation modernisée sur les saisies immobilières et les faillites. La dépendance aux dépôts de non-résidents (40% du total) et aux liquidités de la banque centrale reste élevée. La levée des dernières restrictions aux mouvements de capitaux avec l'extérieur ne pourra intervenir qu'avec le retour de la confiance.

Un assainissement budgétaire en cours

Même si le déficit semble s'être évaporé grâce aux efforts qui ont représenté 7,5% du PIB sur 2013 et 2014, un effort supplémentaire estimé à 4% du PIB est à réaliser afin de réduire la dette publique. Celle-ci

continue d'augmenter, n'est pas soutenable à moyen terme et n'intègre pas les garanties accordées par l'Etat sur des emprunts bancaires (20% du PIB). A cette fin, l'excédent primaire, c'est-à-dire hors intérêts de la dette, devra atteindre 4% du PIB en 2018, alors qu'il a atteint 2,8% en 2014.

L'excédent des services compense partiellement le déficit des biens

Même s'il a diminué depuis 2008, lorsqu'il atteignait 32% du PIB, le déficit commercial atteint près de 20%. Il est lié à la faible diversification de la production manufacturière locale. Il est compensé à 80% par l'excédent du tourisme et des services pour les entreprises. Les retraits de dépôts étrangers, s'ils ont beaucoup baissé avec l'adoption du contrôle des changes en 2013, représentaient encore 27% du PIB en 2014. Ils sont compensés par les levées de fonds des banques et de l'Etat sur les marchés, par l'aide financière internationale et le retour des investissements étrangers dans l'immobilier touristique et de bureau. La dette extérieure est massive (440% du PIB), mais une part importante correspond aux engagements du secteur privé, notamment aux dépôts bancaires des non-résidents et aux emprunts réalisés par des sociétés étrangères installées sur l'île.

Un gouvernement minoritaire qui peinera à obtenir la réunification de l'île

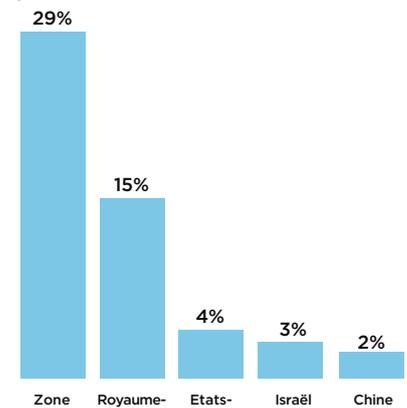
Nicos Anastasiades, élu à la présidence pour 5 ans, en 2013, dirige un gouvernement minoritaire, car son parti, le Rassemblement démocratique (Disy), conservateur, ne dispose plus de la majorité au parlement depuis la défection du Parti démocrate (Diko), centriste. Ce dernier a, ainsi, voulu marqué son désaccord avec la déclaration commune de Nicos Anastasiades et Derviş Eroğlu, les dirigeants respectifs des communautés chypriotes grecques et turques, visant au redémarrage des négociations en vue de la réunification de l'île, (à l'arrêt depuis 2012). En face, le Parti travailliste des travailleurs (Akel), d'orientation communiste, est presque aussi nombreux que Disy. L'obtention d'un accord entre les deux communautés permettrait, notamment, d'exploiter de manière rentable le gaz offshore et de l'exporter grâce à un gazoduc vers la Turquie. Par ailleurs, l'absence de majorité a contraint le gouvernement à différer l'entrée en vigueur de la législation sur les saisies immobilières, condition mise au versement du solde (le tiers) de l'aide internationale.

Points forts

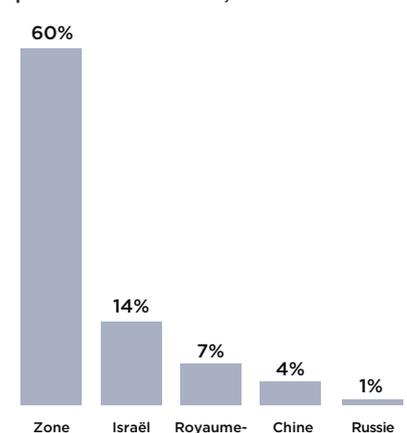
- Carrefour entre Europe, Afrique et Asie : négoce
- Secteur tertiaire : tourisme, services aux entreprises, transport maritime
- Main-d'œuvre qualifiée et anglophone
- Infrastructures de transport et de télécommunication de bonne qualité

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

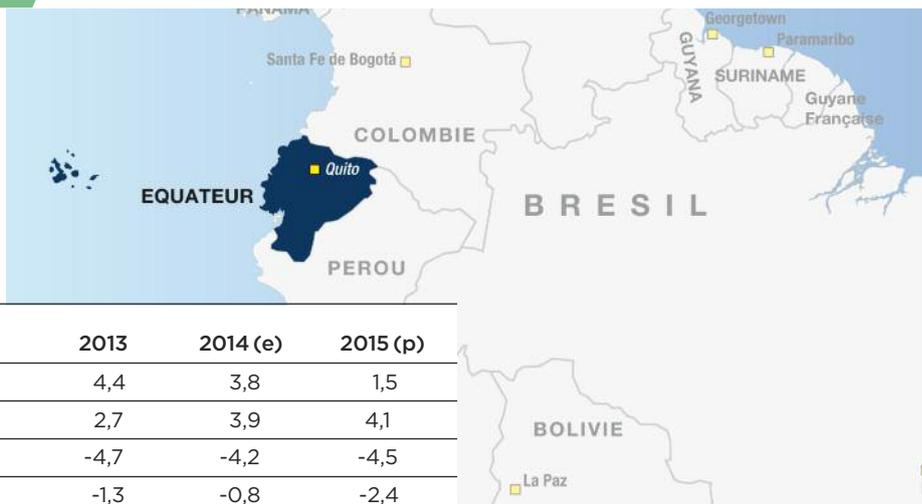
- Division de l'île (depuis 1974) et relations tendues avec la Turquie
- Petit marché domestique éloigné et excentré du cœur de l'Europe
- Faible diversification de l'activité (tourisme, construction, services financiers, comptables et juridiques) et de la clientèle étrangère (britannique, russe)
- Instabilité géopolitique régionale
- Dettes publique et extérieure élevées
- Secteur bancaire massif, hyper concentré et lesté de créances douteuses

ÉVALUATIONS COFACE

B

Pays

B

Environnement
des affairesRISQUE
ÉLEVÉCotation
moyen terme

(e) : estimation (p) : prévision

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	5,1	4,4	3,8	1,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,1	2,7	3,9	4,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,1	-4,7	-4,2	-4,5
Solde courant / PIB (%)	-0,3	-1,3	-0,8	-2,4
Dette publique / PIB (%)	21,3	24,3	27,0	34,0

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Ralentissement de la croissance en 2015

La croissance du pays, principalement soutenue par la dépense publique, devrait pâtir de la baisse du prix du pétrole. Ce dernier représente près de 40% des recettes publiques et assure une bonne partie des entrées en devise. Le gouvernement a d'ores et déjà annoncé une réduction de 4% du budget de l'Etat initialement prévu pour 2015. L'attribution de la construction du réseau 4G pour 330 M USD devrait en partie contribuer à réduire la pression sur le budget de l'Etat sur l'année. La demande intérieure devrait rester modérée du fait d'un stimulus budgétaire, mais le pouvoir d'achat externe des équatoriens sera plus important en raison de l'appréciation du dollar américain. L'investissement privé restera pénalisé par le ralentissement de l'offre de crédit, les banques subissant de nombreuses contraintes réglementaires et finançant prioritairement le secteur public. L'investissement chinois dans le secteur minier et des énergies renouvelables (centrales hydroélectriques) réalisé en partenariat avec l'Etat devraient un peu ralentir en raison des coupes budgétaires. La contribution du commerce extérieur restera modérée. Bien que la reprise de l'économie américaine soit un signe positif pour les exportations du pays (45% des exportations y sont destinées), l'appréciation du dollar américain pèse sur la compétitivité des exportations non pétrolières (bananes, crevettes, cacao, fleurs) principalement vers l'Europe.

Dégradation des comptes publics en raison de la baisse des recettes pétrolières

Le déficit public devrait progresser en raison de la baisse des cours du pétrole qui représente 40% des recettes publiques. Le budget de l'Etat de 2015 qui avait été approuvé sur la base du prix du pétrole à 79,7 USD/baril a été revu à la baisse (-4% en janvier 2015) en raison de baisse récente des cours. Le gouvernement a d'ailleurs imposé des nouvelles taxes et droits de douane à l'importation en vigueur depuis janvier dont l'objectif est de conserver la liquidité en dollars du pays (économie dollarisée). L'Etat table sur un besoin de financement supplémentaire d'environ 7,2 milliards USD sur l'année, dont 5,3 Mds USD (taux de 2% sur 30 ans) ont déjà été accordés par la Chine. Le pays peut également avoir recours aux marchés internationaux comme il l'a fait en 2014 (emprunt obligataire de 2 milliards USD sur 10 ans au taux de 7,95%, sa première depuis un défaut sélectif de décembre 2008), mais à des coûts plus élevés, compte tenu de la perspective d'une augmentation des taux d'intérêt américains. Cela contribue à la progression de la dette publique extérieure qui devrait dépasser les 34% du PIB en 2015, mais qui restera à un niveau relativement faible. La dette est majoritairement détenue par la Chine, dont les prêts sont gagés sur l'octroi de concessions minières, les recettes pétrolières et la production d'électricité future.

Hausse du déficit courant affecté par la baisse des cours du pétrole et l'appréciation du dollar

Le déficit courant devrait se creuser en raison de la dégradation de la balance commerciale, affectée par la baisse du prix des produits pétroliers et de l'appréciation du dollar. Les exportations de pétrole et dérivés représentent plus de la moitié des exportations du pays et 20% des importations. Bien que la hausse de la production pétrolière attendue pour 2016 soit favorable à la balance commerciale, la baisse durable des cours pourraient limiter les gains à l'avenir. Les exportations non pétrolières vers l'Europe principalement devraient ralentir en raison de l'appréciation du dollar qui pèse sur la compétitivité des produits locaux. Malgré la hausse des taxes et droits de douane à l'importation mise en place en ce début de l'année, les importations tendent à progresser plus rapidement que les exportations en raison de la faiblesse de l'industrie manufacturière locale et de la hausse du pouvoir d'achat des ménages engendrée par l'appréciation du dollar. La balance des services reste déficitaire, les coûts du fret et les services pétroliers payés à des compagnies étrangères excédant les recettes touristiques. La balance des revenus est affectée par les sorties significatives de capitaux et les IDE, en baisse, ne suffisent pas à financer le déficit du solde courant. Le pays est ainsi amené à s'endetter auprès des organisations multilatérales et la Chine, devenue désormais le premier prêteur du pays.

Frictions diplomatiques avec les pays voisins sur fond de protectionnisme

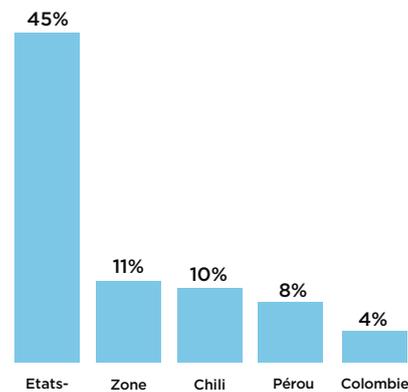
La chute de plus de 50% du prix du baril de pétrole conjuguée à l'affaiblissement du peso colombien et du Nuevo sol péruvien contre le dollar américain (la monnaie de l'Equateur) ont conduit le gouvernement à imposer des nouvelles mesures de protection tarifaires envers ces deux pays. Cette décision a provoqué une querelle diplomatique avec la Colombie et le Pérou, tous les deux membres de la Communauté andine des nations (CAN), une association de libre-échange dont l'Equateur fait partie. Ce désaccord devrait pénaliser les exportations équatoriennes à valeur ajoutée destinées principalement au marché de la CAN. De plus, le départ soudain du ministre des affaires étrangères Francisco Rivadeneira, partisan de la libéralisation des échanges, inquiète les entreprises du secteur privé qui craignent le retour à terme d'une politique commerciale protectionniste. Enfin, le gouvernement continuera de favoriser les relations sino-équatoriennes, la Chine étant devenue le principal investisseur et créancier du pays.

Points forts

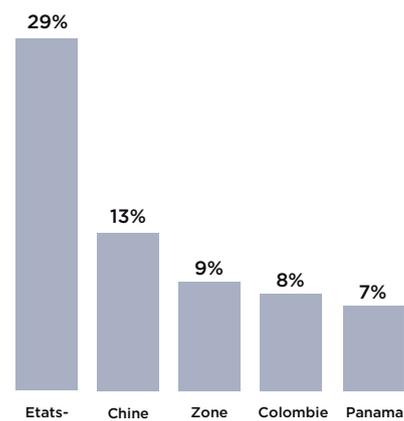
- Important potentiel minier, pétrolier, gazier
- Prochaine autosuffisance énergétique grâce à l'hydroélectricité
- Potentiel touristique (flore, faune, patrimoine)
- Diversité climatique permettant de nombreuses cultures
- Richesses marines : 1^{er} exportateur de crevettes
- Faible endettement public et externe

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

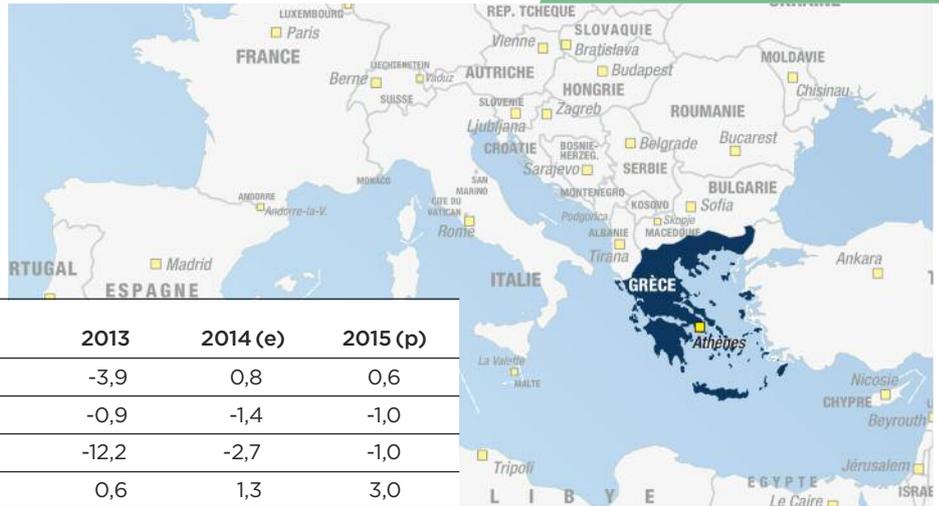
- Economie peu diversifiée, dépendante du pétrole
- Infrastructures insuffisantes (routes, barrages) et faible qualification de la main d'œuvre
- Défaut souverain historique
- Faiblesse des investissements privés nationaux et étrangers
- Interventionnisme étatique
- Crédit onéreux et encore peu développé
- Opposition des populations indigènes et des écologistes au développement des ressources primaires

ÉVALUATIONS COFACE

C

Pays

A3

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-6,6	-3,9	0,8	0,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,0	-0,9	-1,4	-1,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-8,6	-12,2	-2,7	-1,0
Solde courant / PIB (%)	-2,4	0,6	1,3	3,0
Dette publique / PIB (%)	156,9	174,9	174,0	170,0

(e) : estimation (p) : prévision

* y compris recapitalisation du secteur bancaire

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Une reprise freinée par l'instabilité politique

Après avoir reculé de près de 30% sur la période 2008-2013, le PIB a commencé à se redresser légèrement en 2014. La reprise enregistrée sur les neuf premiers mois de l'année a été tirée principalement par la consommation privée et les exportations, notamment de services (tourisme et transport maritime). Toutefois, la croissance a marqué le pas au dernier trimestre du fait de l'incertitude politique. En raison de l'arrivée de Syriza au pouvoir en janvier 2015 et de l'épreuve de force engagée par le nouveau gouvernement avec ses créanciers internationaux, les performances du premier semestre 2015 pourraient s'avérer également décevantes. La baisse de la confiance des agents économiques devrait se traduire par un recul de la production et de l'investissement. Le chômage a amorcé une décrue fin 2013 mais reste massif. L'inflation demeure négative, reflétant à la fois la faible utilisation des capacités de production, le recul des coûts unitaires du travail, la baisse du prix du pétrole et une concurrence accrue dans les secteurs de la distribution, de la santé et de l'énergie. L'activité devrait malgré tout se renforcer sensiblement au second semestre de l'année 2015. La normalisation définitive des relations avec les créanciers internationaux et la reprise du crédit devrait favoriser le renforcement de l'investissement. La consommation devrait bénéficier du faible niveau des prix de l'énergie et de l'augmentation du revenu disponible des ménages. La dépréciation de l'euro et les gains de compétitivité devraient soutenir les exportations.

La qualité du portefeuille des banques reste très dégradée et l'incertitude politique a provoqué des sorties de capitaux

Le secteur bancaire est sorti moins fragilisé que prévu des tests de résistance de la BCE d'octobre 2014, les quatre banques systémiques sous revue ayant en très grande partie résorbé leur manque de capitaux durant l'année 2014. Leurs revenus d'intérêts ont augmenté et les mesures de réduction des coûts portent leurs fruits. Ce bilan positif est cependant obscurci par le poids des prêts non performants qui représentent en moyenne plus de 30% des crédits. Cela absorbe des liquidités et du capital qui ne peuvent dès lors contribuer au financement de l'économie réelle. Le crédit aux entreprises et aux ménages demeure à un bas niveau (toujours négatif en glissement annuel). En outre, l'incertitude politique a entraîné d'importants retraits de dépôts entre décembre 2014 et février 2015, les banques risquant à tout moment de se retrouver à court de liquidité.

Des progrès réalisés sur le plan budgétaire mais une dette publique difficilement viable

La Grèce a bénéficié de deux plans de sauvetage en 2010 et 2012 d'un montant total de 240 Mds d'euros, le second intégrant un échange à prix décoté de la dette souveraine grecque détenue par le secteur privé.

Le pays a esquissé un retour sur le marché obligataire en avril 2014. Le contexte politique et les inquiétudes entourant la sortie du plan de renflouement européen, qui devait se clore fin décembre 2014, ont toutefois entraîné une remontée des taux grecs à compter de fin septembre 2014. Dans un premier temps, Bruxelles a décidé de prolonger jusqu'à fin février 2015 le programme d'aide à la Grèce. Puis les taux à dix ans ont atteint un pic, fin janvier 2015, au lendemain de la victoire de la gauche radicale, dont le programme prévoyait de revenir sur les accords en cours et de renégocier rapidement la dette publique. Après un processus de négociation laborieux, le nouveau gouvernement a toutefois décidé de se plier aux exigences de Bruxelles (accord du 20 février 2015). Il a obtenu une prolongation du plan d'aide jusqu'à fin juin 2015 en échange d'une liste de réformes (lutte contre la fraude fiscale et la corruption, mesures sociales dont le coût devra toutefois être neutre pour le budget). Il reste maintenant aux institutions internationales à examiner en détail les projets du gouvernement. Une fois les réformes mises sur les rails, le pays pourra recevoir la dernière tranche du plan d'aide. Des efforts louables ont été réalisés sur le plan budgétaire jusqu'ici, la Grèce parvenant à dégager en 2013 et 2014 des excédents budgétaires primaires. La dette publique se maintient toutefois à un niveau trop élevé, ce qui pourrait nécessiter, un jour ou l'autre, un allègement à consentir par les créanciers publics du pays.

Une situation politique fragile

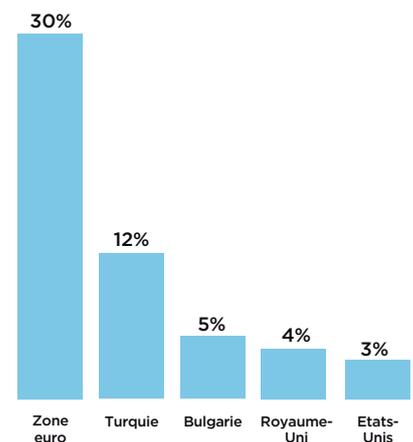
Les autorités avaient promis de s'émanciper de la tutelle internationale en fin d'année 2014. Fragilisé par le blocage des négociations avec la Troïka et l'extension initiale du plan de sauvetage, l'exécutif a décidé d'avancer l'élection présidentielle à décembre 2014. La coalition gouvernementale (droite conservatrice et socialistes) a toutefois pris de trop grands risques. Son candidat n'a pas recueilli la majorité requise au parlement, ce qui a entraîné la dissolution de ce dernier et l'organisation d'élections législatives anticipées (25 janvier 2015). Les Grecs ont donné la victoire au parti de gauche radicale Syriza, qui n'a cependant pas obtenu la majorité absolue et a choisi de s'allier avec la droite souverainiste pour gouverner. La stabilité politique reste fragile. Les partis de la coalition ont peu de choses en commun, en dehors de leur rejet de la politique d'austérité européenne, et l'accord conclu avec l'Eurogroupe mécontente l'aile gauche de Syriza.

Points forts

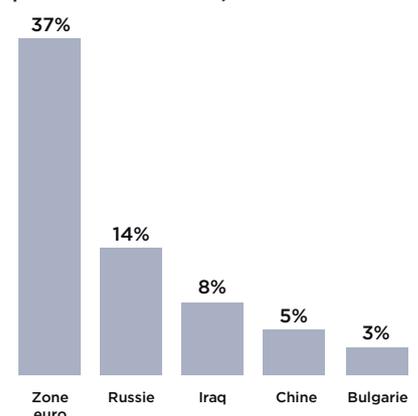
- Soutien financier de la communauté financière internationale
- Leader mondial du transport maritime
- Ajustement des comptes publics et extérieurs
- Attractivité touristique

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

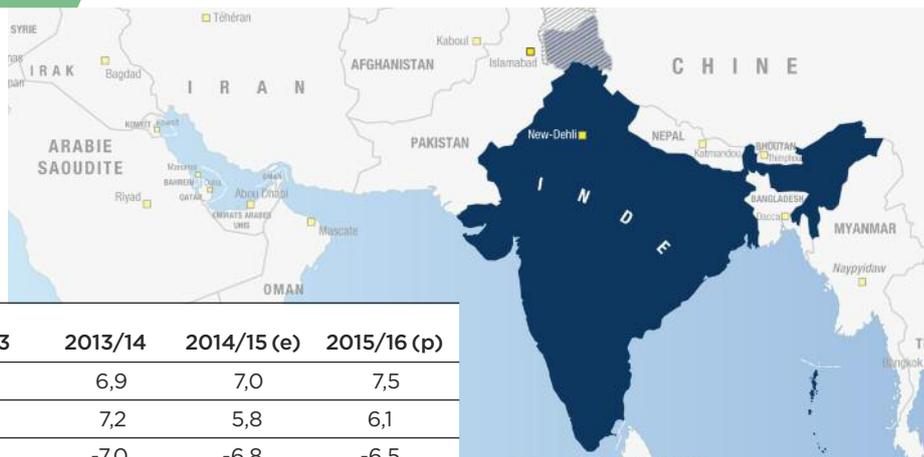
- Dette publique toujours très élevée
- Qualité du portefeuille des banques dégradée
- Faiblesse des institutions publiques, forte évasion fiscale
- Base industrielle limitée, faible contenu technologique des exportations (produits alimentaires, et chimiques, métaux, pétrole raffiné)
- Tensions sociales entretenues par la rigueur budgétaire et un chômage massif

ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

B

Environnement
des affairesRISQUE
ASSEZ FAIBLECotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012/13	2013/14	2014/15 (e)	2015/16 (p)
Croissance PIB (%)*	5,1	6,9	7,0	7,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	10,0	7,2	5,8	6,1
Solde budgétaire / PIB (%)**	-7,1	-7,0	-6,8	-6,5
Solde courant / PIB (%)	-4,7	-1,7	-1,2	-0,3
Dette publique / PIB (%)**	66,2	65,3	64,9	63,1

(e) : estimation (p) : prévision

* Tient compte des modifications méthodologiques intervenues en février 2015

** Comprend dette publique fédérale et des collectivités locales. Année fiscale : avril - mars

APPRÉCIATION DU RISQUE

La baisse du prix du pétrole profite à la croissance

La reprise de l'activité devrait se poursuivre au cours de l'année fiscale 2015/16. L'économie indienne bénéficiera de la baisse du prix du pétrole et des premiers effets des réformes structurelles entreprises par Narendra Modi. Depuis son arrivée au pouvoir en mai 2014, le premier ministre indien a initié de nombreuses mesures visant à promouvoir le secteur manufacturier indien, attirer les IDE et atténuer les contraintes structurelles qui affectent l'économie indienne telles que la loi sur l'acquisition de terrains et les rigidités du droit du travail. Par ailleurs, le budget relatif à l'année fiscale 2015/16 prévoit la création d'un fond souverain pour le financement d'importants projets d'infrastructures routières, ferroviaires et électriques. Néanmoins, la mise en œuvre de ces projets reste conditionnée à l'avancée de la réforme sur les terrains.

En outre, le gouvernement a également annoncé la mise en place d'une sécurité sociale universelle qui permettra de soutenir la consommation privée, principale moteur de la croissance.

Le secteur des services continuera aussi de porter l'activité, notamment la branche des haute-technologies. Par ailleurs, l'inflation est désormais sous contrôle grâce, notamment, à la baisse du cours des matières premières au premier rang desquelles le pétrole et l'or. Néanmoins, l'inflation restera volatile, celle-ci étant corrélée à l'abondance de la mousson qui affecte directement la qualité des récoltes. La maîtrise de l'inflation a permis à la banque centrale d'abaisser ses taux directeurs en janvier et mars 2015 et de nouvelles baisses sont attendues en cours d'année. L'assouplissement de la politique monétaire est de nature à soutenir à la fois la consommation privée et l'investissement qui bénéficie également de la baisse du cours du pétrole.

Les comptes extérieurs sous contrôle mais les finances publiques restent fragiles

En dépit de la volonté d'assainissement des comptes publics, le déficit budgétaire et la dette publique restent importants. Néanmoins, les dépenses en infrastructures prévues par le gouvernement Modi ne devraient pas être financées par un recours à la dette mais par la vente de licences et la privatisation d'entreprises publiques. De plus, la réforme des subventions, notamment pétrolières, permettra de réduire les dépenses et l'adoption d'une TVA au niveau fédéral est prévue au cours de l'année 2015 pour une mise en œuvre en 2016.

S'agissant des comptes extérieurs, le déficit courant devrait rester sous contrôle malgré la levée des restrictions sur les importations d'or. En effet, la baisse des cours de l'or et du pétrole permettra de maîtriser la valeur des importations et les exportations bénéficieront de la reprise dans les économies avancées.

En dépit des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine,

la roupie devrait rester relativement stable en 2015, le déficit courant étant limité et les réserves de change confortables (près de sept mois d'importations en 2015). De plus, les IDE et les investissements de portefeuille sont sur une tendance haussière. Enfin, les banques publiques, qui représentent les 3/4 de l'actif bancaire et portent le financement des secteurs non profitables, affichent une détérioration de la qualité de leurs actifs.

En dépit de sa popularité, les réformes promises par le premier ministre Modi seront difficiles à mettre en place

Suite aux élections législatives de mai 2014 qui ont vu une large victoire du BJP (Bharatiya Janata Party), Narendra Modi a été désigné premier ministre et son parti détient la majorité absolue à la Lok Sabha (chambre basse du parlement). La tenue d'élections dans plusieurs Etats importants a permis de confirmer la popularité du BJP. Néanmoins, le BJP a connu un premier revers électoral dans un scrutin régional à Delhi en février 2015 et le parti du Congrès continuera de dominer la chambre haute au moins jusqu'à la fin de l'année 2015 ce qui pourrait retarder les réformes structurelles promises lors de la campagne et attendues par les milieux d'affaires qui ont réagi très favorablement à l'élection de N. Modi.

Même si le bilan de N. Modi alors qu'il était ministre en chef de l'Etat du Gujarat est entaché par les violences de 2002 lors desquelles des milliers de musulmans sont morts, son élection a été accueillie favorablement par les partenaires de l'Inde et notamment les Etats-Unis. Après avoir reçu N. Modi en septembre 2014, Barack Obama s'est rendu en Inde en janvier 2015. Cependant, les relations avec le Pakistan restent tendues. En dépit de la présence du premier ministre pakistanais à l'investiture du premier ministre Modi, l'Inde a suspendu ses pourparlers diplomatiques avec le Pakistan après la rencontre entre le Haut-Commissaire pakistanais à New-Delhi et les chefs séparatistes du Cachemire. De plus, des échanges de tirs meurtriers ont ensuite eu lieu à la frontière entre les deux pays. Néanmoins, une reprise du dialogue a été initiée en mars 2015 grâce à la rencontre, à Islamabad, de hauts-responsables des affaires étrangères.

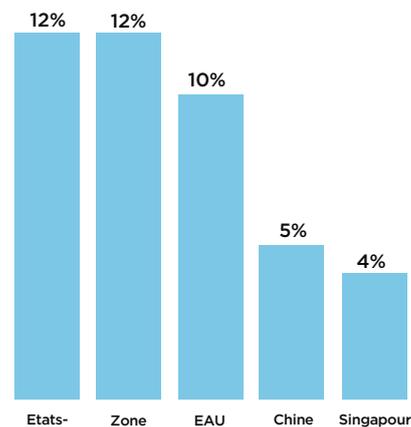
Enfin, malgré les réformes attendues, l'environnement des affaires continuera de pâtir de lacunes persistantes.

Points forts

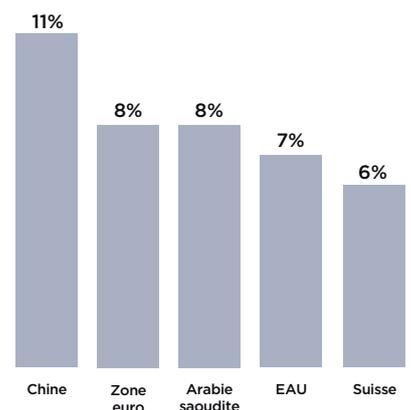
- Moteurs de la croissance diversifiés
- Fondamentaux solides : épargne et investissement élevés
- Secteur privé performant dans les services
- Dette extérieure modérée et réserves de change confortables

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Manque d'infrastructures et déficience du système éducatif
- Lourdeurs bureaucratiques et blocages politiques persistants
- Pays importateur net de ressources énergétiques
- Montée de l'endettement des entreprises privées
- Finances publiques fragiles
- Incertitudes persistantes sur la question du Cachemire

ÉVALUATIONS COFACE

C Pays
D Environnement des affaires
RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	4,3	5,4	6,5	5,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	12,2	8,5	8,3	8,8
Solde budgétaire / PIB (%)	0,4	-2,3	-2,5	-2,8
Solde courant / PIB (%)	4,4	3,9	2,0	1,2
Dette publique / PIB (%)	10,4	10,4	10,6	11,1

(e) : estimation (p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

Le dynamisme du secteur non pétrolier sera insuffisant pour éviter un ralentissement de la croissance

L'économie du Nigéria, première puissance africaine en termes de PIB devant l'Afrique du Sud, est dominée par les services (plus de 50% du PIB). Les secteurs hors pétrole (construction, télécom) continueront à tirer la croissance nigériane en 2015. L'industrie manufacturière (ciment) bénéficiera de la réalisation des projets d'infrastructures. Mais la production d'hydrocarbures reste affectée par les vols et le sabotage des installations. Le maintien d'un cours du baril relativement peu élevé limitera la contribution des exportations nettes à la croissance.

La consommation privée, moteur de la croissance, sera moins dynamique qu'attendu en raison de la révision à la baisse des dépenses publiques. En outre, les tensions inflationnistes seront entretenues par le renchérissement des importations consécutif à la dépréciation du naira. Par ailleurs, le niveau élevé des taux d'intérêt contraindra le crédit et donc la demande intérieure.

Le secteur bancaire pourrait, compte tenu de sa forte exposition au secteur pétrolier (environ un quart du total des prêts), être touché par une dégradation de la qualité du portefeuille consécutif à la baisse des cours du brut. Sa rentabilité, déjà faible, pourrait se détériorer davantage.

Un déficit budgétaire qui se creuse et un excédent courant qui s'amenuise

Les finances publiques devraient se dégrader en 2015. La réduction des dépenses annoncée en février 2015 suite à la révision du budget sur la base d'un prix du pétrole à 65 \$/bl (78 \$/bl précédemment) ne devrait pas empêcher une hausse, même modérée, des aides sociales et des salaires dans le contexte des élections présidentielles. Les recettes du secteur pétrolier (70% du total) seront contraintes par la faible progression des cours et de la production.

Les mesures destinées à élargir l'assiette fiscale et à améliorer le recouvrement des impôts, l'alourdissement de certaines taxes et la réduction des subventions sur les carburants devraient contribuer à atténuer la dégradation du déficit. Mais les marges de manœuvre de l'Etat sont très réduites, le montant du fonds de réserve représentant désormais 1% du PIB (contre 5% en 2011). L'endettement public reste néanmoins faible. L'excédent courant devrait continuer à s'éroder en 2015. Les exportations de pétrole (90% du total) seront handicapées par les problèmes structurels (vols, manque d'investissement) et une demande mondiale qui restera peu porteuse. La baisse du cours réduira les recettes d'exportation, mais allégera également la facture énergétique, les importations de produits pétroliers représentant près d'un tiers du total des importations du Nigéria en raison de l'insuffisance de ses capacités de raffinage.

Le rapatriement des dividendes des compagnies internationales pèse également sur le solde courant alors que les flux nets d'IDE ralentissent : certaines compagnies pétrolières vendent leurs actifs et les reports successifs de l'adoption de la loi sur le secteur pétrolier (*Petroleum Bill*), ainsi que les incertitudes politiques, ne favorisent pas les investissements étrangers. Après la dévaluation du naira décidée fin novembre 2014, les pressions sur le cours de la monnaie nigériane devraient persister en 2015, voire même être renforcées, notamment en cas de détérioration de la situation sécuritaire et politique.

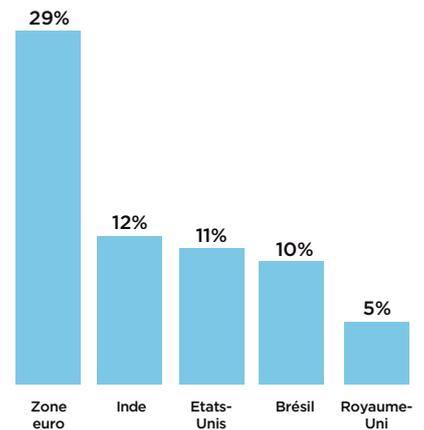
Dégradation de la situation sécuritaire et risque d'intensification des tensions à l'approche des élections.

La situation sécuritaire, toujours tendue dans la zone de production pétrolière du delta du Niger, s'est surtout fortement détériorée dans le nord avec l'intensification des actions du mouvement islamiste radical Boko Haram. Les élections présidentielles, initialement prévues en février 2015 ont été reportées au 28 mars compte tenu, officiellement de l'instabilité persistante de la situation dans cette partie du pays. Le président G. Jonathan, désigné, après d'intenses négociations, comme candidat de son parti le PDP (Parti démocratique populaire) brigue un second mandat. Mais le principal parti d'opposition (APC) s'est considérablement renforcé grâce au mécontentement croissant de la population face aux difficultés de l'actuel gouvernement à gérer les problèmes sécuritaires et économiques du pays. La victoire du candidat du PDP, qui a remporté toutes les élections depuis 1999, est donc cette fois beaucoup plus incertaine. Le risque de tensions alimentées par le chômage massif, la pauvreté et les inégalités régionales s'accroît, faisant craindre une montée de l'instabilité sociale à l'approche des élections.

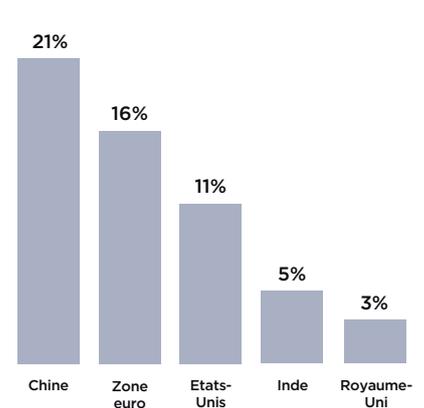
Le pays souffre de l'inefficacité de son administration et d'une corruption qui tend à augmenter, comme en témoigne le recul du Nigéria dans le classement de la Banque mondiale au titre de cet indicateur de gouvernance (191^{ème} rang en 2013 contre 179^{ème} en 2010).

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points forts

- Première puissance africaine en termes de PIB et pays le plus peuplé d'Afrique (162 millions)
- Importantes ressources en hydrocarbures et large potentiel agricole
- Faible endettement extérieur

Points faibles

- Forte dépendance aux revenus pétroliers (90% des exportations, 80% des recettes fiscales)
- Capacité de raffinage très réduite impliquant des importations onéreuses
- Tensions ethniques et religieuses
- Insécurité, corruption contraignant l'environnement des affaires

ÉVALUATIONS COFACE

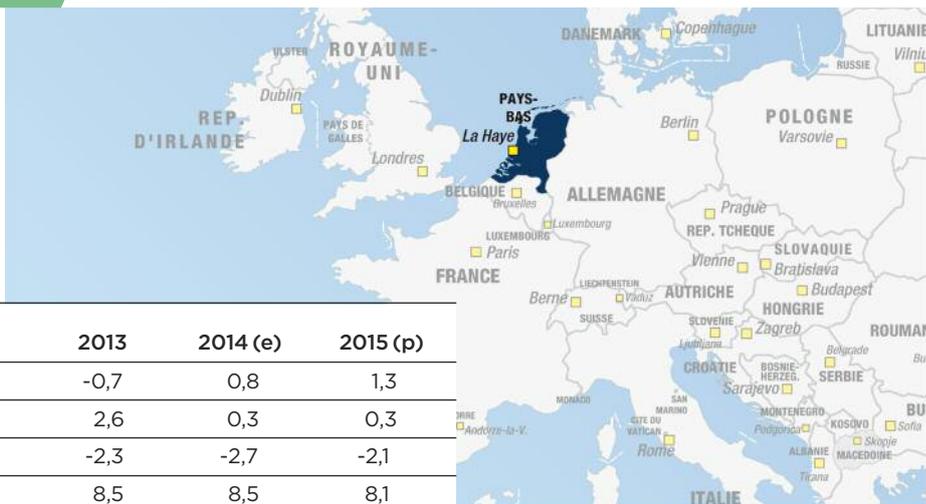
A2

Pays

A1

Environnement
des affairesPRINCIPAUX INDICATEURS
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-1,6	-0,7	0,8	1,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,8	2,6	0,3	0,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,0	-2,3	-2,7	-2,1
Solde courant / PIB (%)	8,8	8,5	8,5	8,1
Dette publique / PIB (%)	66,5	68,6	69,3	70,3



(e) : estimation (p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUELa demande interne devrait davantage
tirer la croissance en 2015

Après un léger trou d'air en début d'année 2014, lié à des facteurs climatiques, la croissance est repartie à la hausse par la suite. Toutes ses composantes, hors la consommation publique, ont enregistré une évolution positive en fin d'année. Au total, ce sont essentiellement les exportations et l'investissement qui auront tiré l'activité l'année dernière. Compte tenu du degré élevé d'ouverture de l'économie, la croissance restera en partie guidée, en 2015, par l'évolution de la demande extérieure, en particulier celle émanant de la zone euro. Mais, les moteurs internes de la croissance devraient voir leur contribution augmenter sensiblement en 2015, bien que l'essor de la consommation puisse être freiné par le désendettement des ménages. La consommation devrait malgré tout bénéficier de l'amélioration du marché du travail, de la reprise du marché immobilier, de la progression des salaires et du maintien de l'inflation à un bas niveau. En début d'année 2015, la confiance des consommateurs et des industriels avait tendance à se stabiliser, mais elle redevenait positive dans le secteur de la construction, pour la première fois depuis 2008.

Les déficits publics restent maîtrisés
et les pressions inflationnistes faibles

Après être passé sous le seuil des 3% en 2013, puis être légèrement remonté en 2014, en raison notamment d'une hausse ponctuelle de la contribution au budget communautaire, le déficit budgétaire devrait se contracter à compter de cette année sous l'effet d'une meilleure maîtrise des dépenses de retraite et de santé. De nouvelles réformes dans ce domaine pourraient toutefois s'avérer plus difficiles à mettre en œuvre politiquement à l'avenir. Le poids de la dette publique devrait demeurer pratiquement stable, autour de 70% du PIB, et inférieur à la moyenne de la zone euro. Par ailleurs, l'inflation devrait rester faible en 2015 du fait de la baisse récente des prix de l'énergie et des biens importés, même si les effets de cette baisse se dissipent au cours de l'année.

Les exportations devraient continuer
à bénéficier de la reprise modérée des
économies avancées

L'économie néerlandaise est très ouverte sur le plan commercial et le pays figure parmi les dix premiers exportateurs mondiaux, fournissant principalement du pétrole raffiné, du gaz naturel, des automobiles, du matériel électrique et du matériel informatique. La moitié de ces ventes sont des réexportations, le pays jouant le rôle de plaque tournante du commerce européen. Il devrait bénéficier de la reprise de la croissance dans les économies avancées, même si le rythme de celle-ci reste modéré dans la zone euro, qui absorbe près de 60% des exportations de biens (dont 25% pour

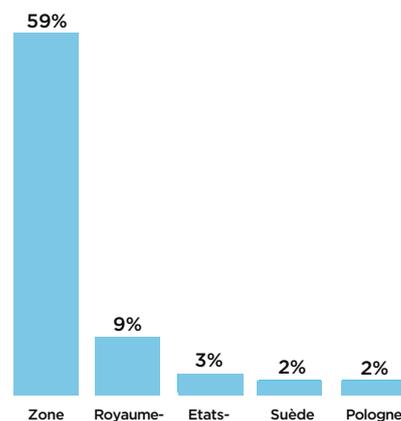
la seule Allemagne), et si l'embargo décrété par la Russie sur les produits alimentaires continue à peser sur les ventes à destination de ce pays.

La situation des banques et des entreprises
s'améliore

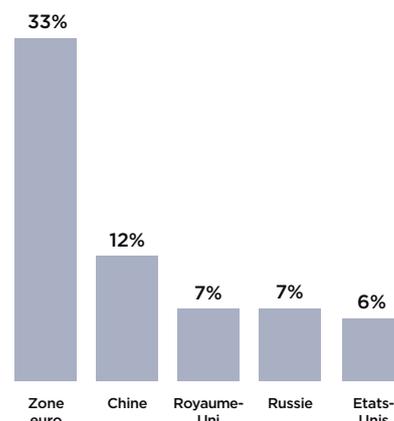
Frappées par la crise financière de 2007-08, la dégradation du marché immobilier local et la chute de l'activité, les banques ont dû réduire leurs crédits et recourir à l'aide de l'Etat sous la forme d'injections de capitaux, de nationalisations et d'octroi de garanties. La concentration du marché bancaire s'est accrue et les banques se sont recentrées sur le marché domestique. Les conditions d'accès à la liquidité se sont normalisées et le secteur a amélioré sa solvabilité. En revanche, la qualité du portefeuille bancaire s'est légèrement détériorée. Le taux de défaut des ménages, dont le niveau d'endettement - résultant pour l'essentiel de prêts à l'habitat - est pourtant très élevé (245% de leur revenu disponible brut à fin 2013), reste néanmoins contenu, en raison notamment d'une importante épargne financière. Par ailleurs, après avoir reculé de 20% par rapport à leur niveau record d'août 2008, les prix immobiliers remontent légèrement depuis avril 2014. La situation des entreprises se redresse progressivement après une période difficile. Ainsi, les faillites d'entreprises, qui avaient atteint un sommet en 2013, affectant fortement les secteurs de la construction et du commerce, ont commencé à refluer à compter du troisième trimestre 2013. Elles se sont contractées de 21% en 2014 sur un an et continuaient à fléchir en tout début d'année 2015.

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points forts

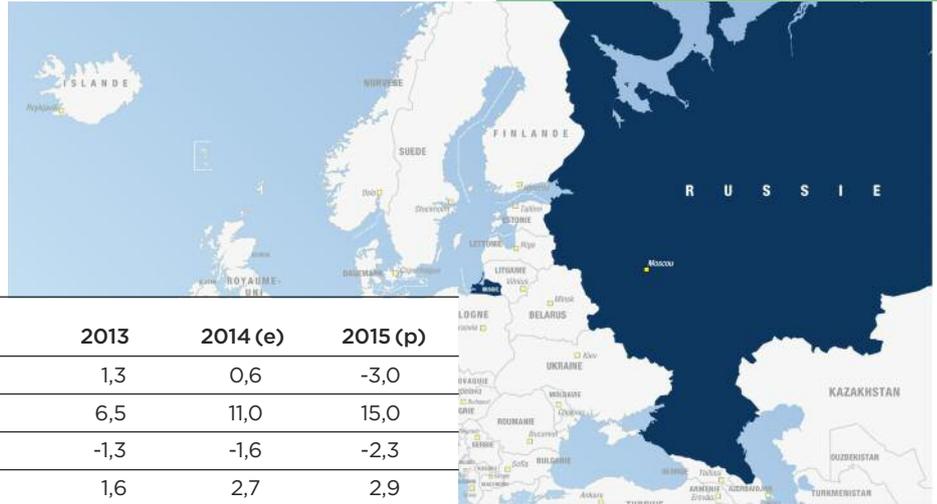
- Activité portuaire (Rotterdam, 1^{er} port européen)
- Bons indicateurs de compétitivité
- Exportations diversifiées et comptes extérieurs excédentaires
- Infrastructures de qualité

Points faibles

- Economie dépendante de la conjoncture européenne
- Secteur bancaire convalescent
- Importante dette immobilière des ménages
- Vieillesse de la population, coût élevé de la santé

ÉVALUATIONS COFACE

C Pays
C Environnement des affaires
RISQUE ASSEZ FAIBLE Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	3,4	1,3	0,6	-3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,1	6,5	11,0	15,0
Solde budgétaire / PIB (%)	0,4	-1,3	-1,6	-2,3
Solde courant / PIB (%)	3,3	1,6	2,7	2,9
Dette publique / PIB (%)	11,8	10,8	11,6	12,7

(e) : estimation (p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

Contraction de l'économie en 2015

Le ralentissement de la croissance observé depuis 2013 s'accroîtra en 2015. La consommation privée, principal moteur de l'activité, souffrira de l'accélération de l'inflation et de l'endettement croissant des ménages. L'investissement sera handicapé par le manque de confiance des entrepreneurs mais aussi par les restrictions de financement en devises imposées dans le cadre des sanctions occidentales. Par ailleurs, le niveau élevé des taux d'intérêt, malgré leur abaissement par la Banque centrale russe (BCR) de 17% à 15% en janvier puis à 14% en mars 2015, pèsera sur le crédit.

L'inflation devrait nettement accélérer en 2015. Le renchérissement des biens importés consécutif à la dépréciation du rouble ainsi que les conséquences de l'embargo imposé sur certains produits agro-alimentaires a ainsi entraîné une hausse de 15% des prix en janvier 2015.

Le risque de solvabilité et de liquidité du système bancaire a fortement augmenté sous l'effet de la détérioration de la qualité du portefeuille dans un contexte de crise économique, mais aussi du coût élevé du financement lié aux sanctions internationales qui privent les plus grandes banques d'accès aux marchés financiers. La dépréciation du rouble augmente en outre la valeur de leur dette en dollar.

Dégradation du solde budgétaire mais amélioration du solde courant

Le déficit budgétaire se creusera en 2015, tout en restant modéré. L'affaiblissement du cours du pétrole réduira les recettes provenant du secteur des hydrocarbures (50% du total) et le repli de l'activité contraindra les revenus hors pétrole. La maîtrise des dépenses, afin de limiter la dégradation des finances publiques et l'endettement de l'Etat, devrait se traduire par une progression plus lente des salaires et des pensions. Toutefois, le budget de la défense devrait augmenter. Par ailleurs des aides ont été annoncées en faveur de certains secteurs pour soutenir la production de substitution aux importations. Les finances publiques russes restent néanmoins solides. L'Etat dispose de réserves qui, bien qu'en baisse, restent confortables (6 mois d'importations) et notamment d'un fonds de réserve et d'un fonds souverain totalisant 165 milliards d'USD (plus de 10% du PIB).

L'excédent courant devrait augmenter en 2015. Les exportations, largement dominées par le pétrole et le gaz (2/3 des revenus) seront contraintes par l'évolution défavorable des cours. Une reprise modérée de la demande extérieure et une faible compétitivité des produits russes, que la dépréciation du rouble ne suffit pas à relancer, limitera les exportations hors pétrole. Mais le recul des importations sera plus marqué que celui des exportations, compte tenu du fort ralentissement de la demande interne ainsi que de l'impact des sanctions et de l'embargo (les biens alimentaires représentent 13 à 14 % du total).

Le cours du rouble s'est déprécié de près de 45% en 2014 en raison principalement des sanctions et de la baisse du cours du pétrole. Le flottement de la monnaie russe, effectif depuis fin 2014, accentuera sa volatilité en 2015. La défiance vis-à-vis de l'évolution économique et politique du pays encourage les sorties de capitaux (plus de 150 milliards d'USD en 2014). La persistance d'un cours du pétrole faible et des incertitudes sur la situation en Ukraine maintiendra un niveau élevé de sorties de capitaux et une pression à la baisse sur le cours du rouble. Compte tenu de l'impact de la dépréciation sur l'inflation et le montant des échéances de la dette extérieure des banques et des entreprises (plus de 100 milliards d'USD en 2015), les autorités pourraient être contraintes de prendre des mesures de contrôle de change. Le risque de défaut d'entreprises et/ou de banques ne peut en outre être écarté.

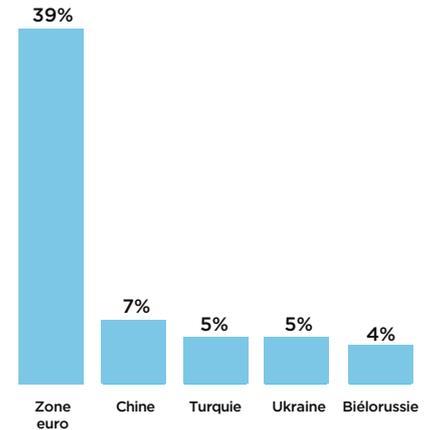
Une situation politique et sociale fragile et un environnement des affaires déficient

La popularité de V. Poutine au niveau national s'est renforcée au moment de l'intervention russe en Crimée en mars 2014. Le mécontentement existe pourtant au sein de la population, comme en témoignent les manifestations organisées en septembre 2014 pour demander l'arrêt des opérations militaires en Ukraine, ou en décembre pour contester les réformes du secteur de la santé. La situation sociale pourrait se détériorer davantage dans un contexte de ralentissement économique, de hausse de l'inflation mais aussi de durcissement du régime se traduisant notamment par un contrôle renforcé de l'Etat sur les médias et internet qui limite considérablement les capacités d'organisation et d'expression des mouvements d'opposition.

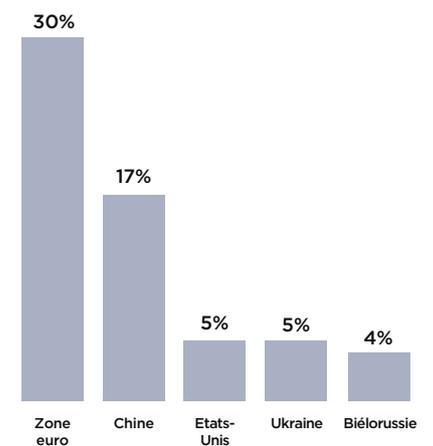
Les lacunes en matière de protection des droits de propriété, la faiblesse de la gouvernance et le manque de transparence des entreprises affaiblissent fortement l'environnement des affaires. La Russie est ainsi classée au 176^{ème} rang (sur 215) selon l'indice de gouvernance de la Banque mondiale en matière de lutte contre la corruption, qui reste un point faible récurrent.

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



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

TUNISIE

ÉVALUATIONS COFACE

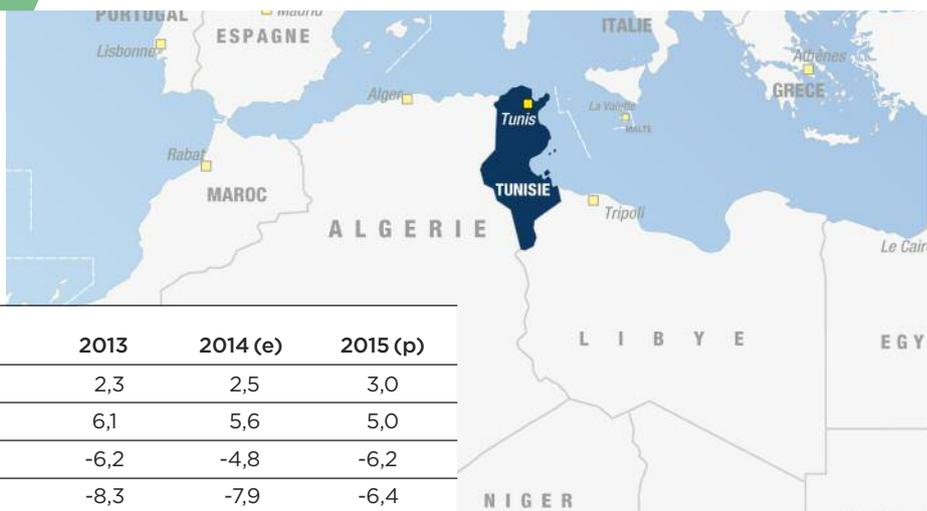
B

Pays

B

Environnement
des affairesASSEZ
BON RISQUECotation
moyen termePRINCIPAUX INDICATEURS
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	3,7	2,3	2,5	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,6	6,1	5,6	5,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,7	-6,2	-4,8	-6,2
Solde courant / PIB (%)	-8,2	-8,3	-7,9	-6,4
Dettes publiques / PIB (%)	44,5	44,8	49,4	55,2



(e) : estimation (p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Transition politique achevée

Suite à la tenue d'élections législatives en novembre 2014, la coalition Nida Tounis s'est imposée devant le parti islamiste. Cette victoire a été suivie par l'élection du leader de Nida Tounis, Béji Caïd Essebsi, à la présidence de la république tunisienne. Ces deux rendez-vous électoraux, qui se sont tenus moins d'une année seulement après le vote de la nouvelle constitution, semblent marquer la fin de la transition politique du pays débutée avec la révolution.

En février 2015, l'assemblée a accordé sa confiance au gouvernement de coalition du premier ministre d'Habib Essid dont la composition reflète une grande partie des mouvances politiques tunisiennes (dont le parti Ennahda). Ce gouvernement devra faire face à de multiples défis sociaux et économiques, ainsi qu'aux attentes de la population. Les enjeux majeurs demeurent la création d'emplois et une meilleure répartition sociale et géographique de la croissance en direction des populations les plus fragilisées que sont les jeunes et les milieux ruraux enclavés.

La Tunisie demeure en outre exposée à la menace terroriste sur son territoire. La présence de mouvances djihadistes dans les zones reculées et la sur-représentation de la communauté tunisienne auprès des combattants en Libye représentent une menace pour la sécurité intérieure, comme en témoigne l'attentat du 18 mars 2015 au sein d'un musée de Tunis. De plus, la porosité de la frontière libyenne à l'est renforce le risque de débordement du conflit voisin. A cela s'ajoute l'afflux massif de réfugiés en provenance de Libye, qui risque de peser sur l'activité.

Reprise attendue en 2015

En 2015, la croissance tunisienne devrait s'accroître et progresser d'un demi-point par rapport à l'année précédente. L'activité devrait être soutenue par une forte augmentation de la production agricole et oléicole en raison de conditions climatiques favorables et par une légère reprise du secteur manufacturier. Cependant, le ralentissement observé dans le secteur d'extraction affaibli par la baisse des prix des hydrocarbures ainsi qu'une croissance plus faible de l'industrie non-manufacturière risque de limiter cette expansion. La croissance de la consommation devrait rester soutenue et se situer autour de 5%. Quant à l'investissement, il devrait être dynamique. De plus, cette reprise sera probablement portée par un léger accroissement des exportations qui pourraient profiter de la reprise en zone euro.

Un déficit budgétaire en augmentation

Le déficit public tunisien risque de s'accroître en 2015. Cette hausse s'explique par le report du programme de recapitalisation des banques publiques tunisiennes à mi-2015 dont le coût sera supporté par l'Etat. La dette publique devrait également augmenter. Bien que principalement externe, elle reste contractée à des conditions concessionnelles. La Tunisie est en outre sous accord FMI depuis 2013. Cet accord de confirmation de 1,75 Md\$ étalé sur deux ans a permis de limiter l'accroissement du risque souverain grâce à un programme de restructuration des finances publiques.

Le déficit courant devrait quelque peu se réduire en 2015. La baisse du cours du pétrole, conjuguée à l'entrée en production de certains champs pétroliers découverts en 2013, devrait permettre de réduire le déficit énergétique. Par ailleurs, la légère progression des exportations en raison d'une reprise en zone euro devrait juguler l'accélération attendue des importations soutenue par une demande intérieure forte.

Fragilité du secteur bancaire et de l'environnement des affaires

La solvabilité, la qualité des actifs et la rentabilité du système bancaire, déjà faible avant 2011, se sont dégradées. Avec l'appui du FMI, le pays a prévu d'engager un ensemble de mesures en 2015 visant à répondre aux vulnérabilités de ce secteur. Il a par exemple initié un programme de restructuration en recapitalisant certaines banques détenues par l'Etat.

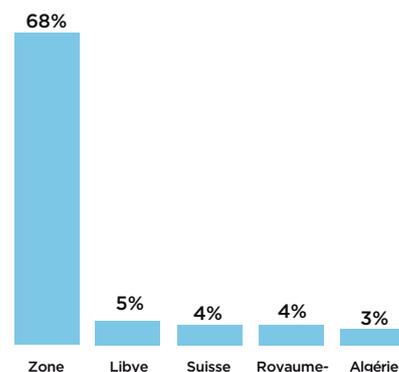
L'instabilité politique et sécuritaire au lendemain de la révolution a influé négativement sur le climat des affaires. Cependant, la fin de la transition politique et le retour de la confiance en 2015, auxquelles s'ajoute une refonte du code des investissements en 2014 devraient améliorer le climat des affaires. Néanmoins, ce dernier reste marqué par un manque de compétitivité, une lourde bureaucratie et une persistance de la corruption et de l'insécurité.

Points forts

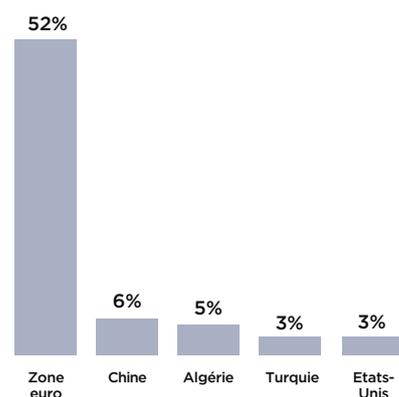
- Ressources naturelles (gaz, phosphates), agricoles, touristiques
- Transition politique progressive
- Economie en cours de diversification et main-d'œuvre assez qualifiée
- Proximité du marché européen et accord d'association avec l'Union européenne

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Fortes inégalités sociales et géographiques
- Taux de chômage élevé, principalement chez les jeunes
- Secteur touristique confronté aux problèmes politico-sécuritaires et à une concurrence accrue

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface 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.

Photo : © Fotolia - Maquette : Les éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.fr

