

**2**  
L'économie mondiale  
se « japonise »

**8**  
Baromètre  
Modification des  
évaluations Coface  
risque pays

**10**  
Fiches pays  
10 pays

# PANORAMA

MARS 2016

## Baromètre risque pays 1<sup>er</sup> trimestre 2016

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



**C**roissance faible, absence de pressions inflationnistes, politiques monétaires toujours plus expansionnistes et volatilité accrue sur les marchés financiers : c'est le quadruple constat que l'on peut faire pour l'économie mondiale au regard de ce début d'année 2016. Ce phénomène semble récent pour tous les pays à une exception près : le Japon, englué dans cette situation depuis une vingtaine d'années. Les enseignements à retirer du « cobaye » japonais n'invitent à première vue guère à l'optimisme : même durablement très expansionniste, la politique monétaire est insuffisante pour relancer la croissance, un

crédit bon marché afin de relancer la demande n'étant d'aucune utilité pour résorber les surcapacités du côté de l'offre. Et avec le temps ses effets secondaires nocifs sont de plus en plus visibles, l'excès de liquidité qu'elle crée favorisant la volatilité des marchés financiers. Il semble donc très difficile pour un pays tombé dans le piège de la stagnation d'en sortir. Maigre lot de consolation pour les entreprises : malgré de faibles perspectives de croissance, la persistance de conditions de financement très favorables leur permet de rester en vie dans une économie « japonisée ». Les reculs des défaillances d'entreprises dans la plu-

part des économies avancées ces derniers mois malgré une croissance de l'activité modérée le confirment.

Outre cette tendance à la japonisation, l'économie mondiale reste affectée en ce début d'année par les effets des fluctuations erratiques des prix des matières premières sur les pays émergents. Après des pays d'Amérique latine et d'Afrique, c'est au tour du Moyen-Orient et de l'Asie d'en souffrir, ce qui conduit Coface à mettre une perspective négative sur l'évaluation pays A4 de l'Arabie Saoudite ainsi que sur l'évaluation A2 du Koweït, à déclasser Oman en A4, le Kazakhstan en C, la Malaisie en A3 et l'Arménie en D. Sans oublier bien sûr le Japon, désormais en A2.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE  
<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

**coface**  
FOR SAFER TRADE

Mars 2016

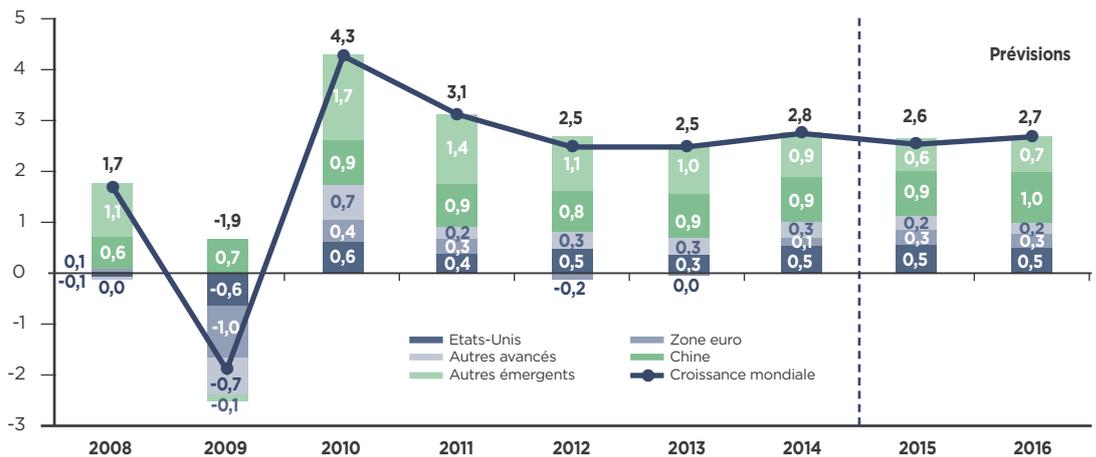
# L'ÉCONOMIE MONDIALE SE « JAPONISE »

L'activité mondiale ne devrait pas rebondir significativement en 2016 (+2,7 %, après +2,6 %, voir graphiques n°1 et 2), marquée par le léger ralentissement dans les économies avancées et la reprise peu dynamique dans les pays émergents. Le début d'année a été marqué par une volatilité accrue sur les marchés, notamment sur les marchés financiers avec le repli des indices boursiers ainsi que sur le marché pétrolier avec l'affaiblissement du prix du baril sous le seuil des 30 USD. Néanmoins une certaine accalmie semble être revenue depuis le point bas de mi-février : les marchés financiers se sont notamment stabilisés

et le prix du Brent a rebondi pour atteindre près de 40 USD mi-mars (voir graphiques n°3, 4, 5, 6).

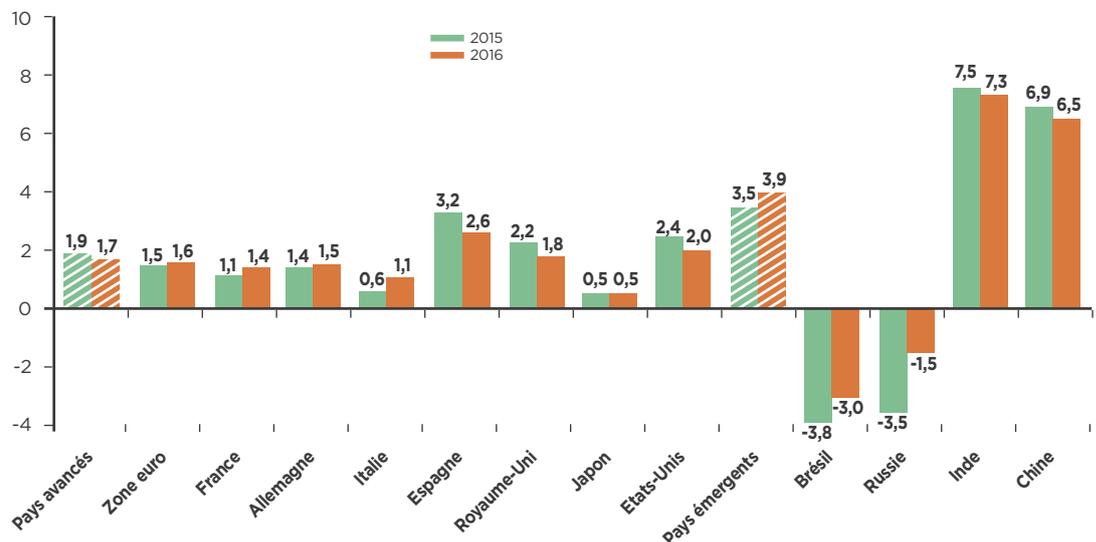
Les risques qui pèsent sur le scénario international demeurent inchangés et principalement orientés à la baisse : ralentissement plus prononcé qu'anticipé de l'activité chinoise, hausse du risque politique, évolution des prix des matières premières... Le risque de nouveaux épisodes de turbulences financières semble toutefois s'accroître, notamment au vu de l'abondance de la liquidité mondiale, renforcée par la récente décision d'assouplissement monétaire de la BCE.

Graphique n°1  
Contributions à la croissance mondiale



Sources : FMI, statistiques nationales et calculs Coface

Graphique n°2  
Prévisions de croissance Coface (%)



Source : Coface

## 1

## ECONOMIES AVANCÉES : TURBULENCES FINANCIÈRES ET ACTIVISME MONÉTAIRE

### Aux Etats-Unis l'industrie s'essouffle, mais pas les services

L'activité reste bien orientée, mais devrait légèrement ralentir aux Etats-Unis cette année (2,0 % après 2,4 % en 2015). Les difficultés des entreprises du secteur de l'énergie confrontées à des prix bas du pétrole et du gaz, la modération attendue de la croissance du secteur automobile dont les ventes ont désormais retrouvé leur niveau d'avant-crise, et plus généralement le ralentissement de l'activité dans les autres secteurs manufacturiers pénalisés par le dollar fort, sont en cause.

Le rapport sur l'emploi du mois de février confirme ce diagnostic : l'économie américaine reste globalement en bonne santé, mais certaines vulnérabilités apparaissent. Il fait en effet état d'un nombre toujours élevé de créations d'emploi (242 000 sur le mois de février, après 172 000 en janvier). Dans le détail, le secteur minier continue sans surprise de détruire des emplois (171 000 depuis le pic de septembre 2014 !), tandis que le solde est nul dans le secteur manufacturier en moyenne sur les trois derniers

mois. Ce dernier reste en effet pénalisé par le niveau élevé du dollar et une demande externe faible. L'augmentation du taux d'emploi (62,9 % en février) est par conséquent tirée par les secteurs des services, aux premiers rangs desquels figurent l'éducation, le commerce et les loisirs.

Au final, la consommation des ménages et l'investissement en construction resteront les principaux moteurs de la croissance américaine cette année, soutenus par un taux de chômage faible (stable à 4,9 % en février), une progression modeste du pouvoir d'achat permise par l'augmentation des salaires (+2,2 % sur un an le mois dernier) et une inflation contenue (+1,7 % sur un an<sup>(1)</sup>). Mais cette progression, même modérée, des salaires a aussi pour effet de pénaliser les marges et donc les perspectives d'investissement des entreprises, puisqu'elle est supérieure à celle des gains de productivité (+0,5 % par an en moyenne depuis 2010 pour la production horaire par tête).

### Au Royaume-Uni, le risque de « Brexit » menace l'économie

Le référendum sur le maintien du pays au sein de l'UE se tiendra le 23 juin. Son issue est très incertaine, et ce malgré le fait que le premier ministre Cameron devrait faire campagne pour un maintien grâce à son accord obtenu avec le Conseil européen. Cette situation participe d'ailleurs à la volatilité des marchés du début d'année : la livre s'est dépréciée de plus de 4 % face au dollar entre début janvier et mi-mars. Dans ce contexte d'incertitudes, les entreprises devraient adopter un comportement attentiste malgré des conditions financières favorables (solidité des bilans, soutien au crédit) et l'attractivité du pays se réduirait aux yeux des investisseurs. Plusieurs indices de confiance et d'enquêtes s'affaiblissent d'ailleurs depuis quelques mois. En cas de « Brexit », le pays aura deux ans selon

le traité de Lisbonne pour sortir effectivement de l'Union. Les scénarios possibles de sortie sont multiples, le pays devrait alors élaborer de nouvelles règles commerciales, juridiques et en termes de régulation. Cela devrait engendrer notamment une perte d'activité (et donc une dégradation de la situation des finances publiques), une dépréciation de la livre avec une accentuation des pressions inflationnistes ainsi qu'une baisse des IDE. L'impact quantitatif sur la croissance est difficile à évaluer et varie selon les scénarios retenus. Une étude du *Centre for Economic Performance* considère que dans le cas d'une faible hausse des coûts liés aux barrières commerciales, la perte de revenus s'élèverait à 1,1 % du PIB (contre 3,1 % dans le cas pessimiste avec une forte hausse des coûts)<sup>(2)</sup>.

(1) Indice PCE hors prix de l'énergie et de l'alimentation

(2) Ottaviano et al., 2015, « Should we stay or should we go ? The economic consequences of leaving the EU », CEPR

## Japon : bienvenue dans le club des taux d'intérêt négatifs

La situation reste détériorée comme l'indique la baisse de l'activité au 4<sup>ème</sup> trimestre (-0,3 % en variation trimestrielle) et depuis le début de l'année les indicateurs conjoncturels sont mal orientés (confiance des entreprises et des ménages, Nikkei...). La faiblesse de la consommation est en particulier inquiétante, en raison du manque de dynamisme des salaires alors que leur hausse constitue la clé d'un rebond durable de l'activité. Les entreprises tardent en particulier à redistribuer leurs profits pourtant en hausse. En outre, la forte dépréciation passée du yen face au dollar n'a pas eu d'effet positif notable sur les exportations, la transmission au prix des exportations ne s'opérant pas correctement en raison de la reconstitution des marges<sup>(3)</sup>.

A noter que le yen s'est cependant apprécié de près de 6 % face au dollar depuis le début de l'année, en lien notamment avec son statut de valeur refuge. Plus globalement, l'impact des mesures prises pour soutenir l'activité (au-delà des « Abenomics », assouplissement de la politique monétaire avec le passage inattendu en taux négatifs en janvier) demeurerait limité et une amélioration significative de l'activité n'est pas à attendre (+0,5 % prévu cette année). Enfin, le manque de pressions haussières sur le prix du pétrole ne permettrait pas aux pays d'atteindre sa cible de 2 %, comme en témoignent les révisions à la baisse des prévisions d'inflation (mais aussi de croissance) de la Banque du Japon en octobre 2015.

## En zone euro, inquiétude sur les marchés financiers et activisme de la BCE

La zone euro a, quant à elle, globalement maintenu son rythme d'activité en fin d'année 2015, les relatives bonnes performances de la demande intérieure ayant compensé celles, en demi-teinte, du commerce extérieur. La zone aura finalement affiché une croissance de 1,5 % sur l'ensemble de l'année. Le marché de l'emploi et les conditions de crédit se sont améliorés dans la plupart des pays. Ainsi, selon l'enquête de janvier 2016 de la Banque centrale européenne (BCE), se rapportant aux évolutions observées au cours du dernier trimestre 2015, les banques de la zone euro font état de la poursuite de l'assouplissement des conditions et critères d'octroi de crédit. Par ailleurs, la demande

dans toutes les catégories de prêts a continué d'augmenter, en particulier pour les prêts aux entreprises, en raison, principalement du faible niveau des taux d'intérêt. Parallèlement, les banques ont fortement réduit leur participation aux dernières TLTROs (opérations de refinancement ciblées à long-terme de la BCE), en grande partie du fait de l'absence de contraintes de financement.

Toutefois, certains indicateurs conjoncturels sont mal orientés à l'image des indices de confiance des entreprises PMI, qui ont tendance à se détériorer depuis quelques mois (plus faible croissance économique depuis 13 mois en février) et les pressions déflationnistes se maintiennent : les prix à la consommation en zone euro ont baissé de 0,2 % en février. Dans ce contexte, la croissance devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus modéré qu'initialement prévu en 2016, la progression du PIB ne devant pas dépasser 1,6 %. Nos projections de croissance ont été revues à la baisse notamment pour l'Allemagne, en raison d'une moindre vigueur des exportations vers les pays émergents, et pour l'Italie, du fait d'une réduction sensible de l'acquis de croissance en fin d'année 2015 (faiblesse de l'investissement productif et léger ralentissement de la consommation).

L'année 2016 restera sous tension car les foyers de risques seront encore nombreux. Les marchés financiers ont connu une forte volatilité en janvier-février (voir graphique n°3). Les bourses ont fortement chuté sous l'effet du ralentissement chinois et de la dégringolade des cours du pétrole, baisse accentuée par les difficultés des banques italiennes et portugaises. Les taux de rendement des emprunts d'Etat des pays les plus endettés du sud de la zone sont sensiblement remontés, avec de fortes poussées en Grèce

Graphique n°3  
Marchés financiers européens : valeurs européennes



Source : Datastream  
Dernières données disponibles : 15 mars 2016

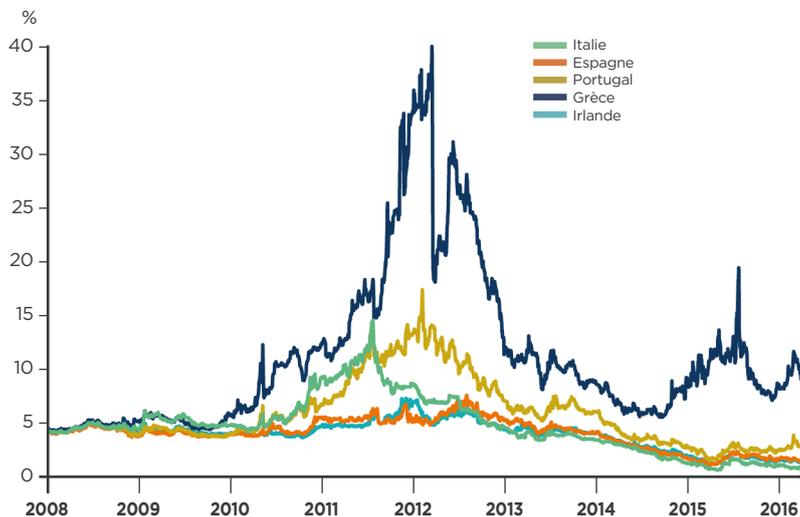
(3) Selon Ree, Hong, Shoi (2015), « Should Korea worry about a permanently weak yen ? », IMF, la transmission des variations du taux de change aux prix à l'exportation s'opère sur 5 ans au Japon

(négociations difficiles avec les créanciers internationaux au sujet de la réforme des retraites) et au Portugal (risques de remise en cause de la politique de rigueur, voir graphique n°4). Le risque d'instabilité politique atteint même aujourd'hui l'Irlande (ce qui ne se traduit toutefois pas par une

hausse de la prime de risque) qui, après la Grèce, le Portugal et l'Espagne en 2015, a vu son gouvernement sortir faire les frais des réformes et de l'austérité lors des élections de février 2016. Comme ailleurs, et faute de majorité stable, il y sera désormais plus difficile de gouverner que par le passé. L'aversion au risque en zone euro (en tenant compte également de la menace d'une sortie britannique de l'Union européenne) s'est, sans conteste, accrue. A ce stade, cependant, les effets richesse sur les ménages apparaissent limités (cf. encadré) et le scénario d'une rechute de la croissance européenne devrait être évité. Tant que la demande intérieure tiendra, la croissance résistera. Sauf perte de confiance durable de la part des ménages et des entreprises, la consommation devrait continuer à être portée par la baisse du chômage et la faiblesse de l'inflation. Le faible niveau des taux d'intérêt et la reconstitution des marges des entreprises devraient, quant à eux, soutenir l'investissement. En outre, la décision récente de début mars de la BCE (baisse des trois taux d'intérêt et élargissement du programme d'achats de titres) envoie un signal mitigé ; et les effets sur l'économie réelle devraient être limités, notamment au vu de l'ample liquidité existante. Enfin, après les fortes secousses enregistrées en début d'année, un certain calme est revenu sur les places boursières et le marché de la dette souveraine.

Graphique n°4

Périphérie de la zone euro : taux obligataires souverains à 10 ans



Source : Reuters

Dernières données disponibles : 15 mars 2016

Encadré

### La consommation des ménages peu affectée par la chute récente des marchés boursiers à ce stade

Théoriquement, lorsque le prix des actifs augmente, la richesse des ménages tend à s'accroître du fait d'une hausse des revenus anticipés du patrimoine (immobilier et financier), augmentant leur consommation. C'est ce qu'on appelle l'effet richesse.

Empiriquement, cet effet a été observé. Différentes études ont montré qu'il était plus grand lorsqu'il était dû à une hausse

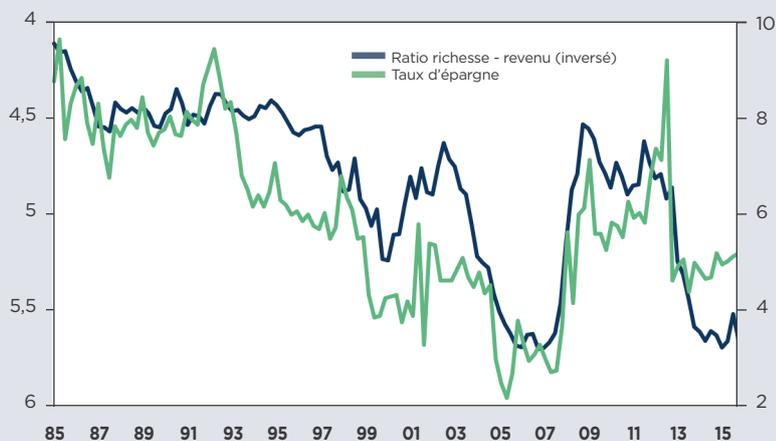
des prix immobiliers plutôt que financiers. Cet effet varie en fonction des pays, selon la proportion des actifs immobiliers et financiers détenus par les ménages dans leur portefeuille. Ainsi, la proportion d'actifs financiers dans le portefeuille des ménages est de 52% aux Etats-Unis, 34% en Allemagne, 28% en France et de 20% au Royaume-Uni (source : OCDE). Le FMI estime ainsi que l'effet richesse est deux fois plus élevé aux Etats-Unis

qu'en Europe ou au Japon. Cependant les estimations de l'ampleur de ces effets richesses varient beaucoup.

Angrisani et al. (2015)<sup>(1)</sup> trouvent une élasticité de consommation des ménages aux variations de richesse financière de 0,22. Case et al. (2013) ont estimé une élasticité de 0,02 et Caroll et al. (2011) de 0,04. En France, Chauvin et Damette (2010)<sup>(2)</sup> ont calculé une élasticité de 0,1. Dans une étude de juin 2015, la BCE<sup>(3)</sup> a calculé des effets richesses petits mais significatifs : une variation de 1 euro de la richesse des ménages s'accompagne d'une variation de la consommation de 0,8 à 1 centime en France et de 5 centimes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

De fin décembre 2015 à mi-février 2016, le S&P 500 a chuté de 10 %, le LSE de 19 %, le CAC40 de 15 % et le Nikkei de 17 %. Ainsi, en reprenant les estimations de la BCE on trouve une diminution de la consommation de 50 € par ménage aux Etats-Unis, de 100 € au Royaume-Uni et de 15 € en France durant la période de fin décembre 2015 à mi-février 2016. Pas de quoi remettre en cause la dynamique de la croissance à ce stade.

Effet richesse aux Etats-Unis (%)



Source : Bureau of Economic Analysis

Dernières données disponibles : T4 2015

(1) Angrisani et al., 2015. «The effect of housing and stock wealth losses on spending in the great recession», RAND labor and population, Working paper 1101

(2) Chauvin et Damette, 2010. «Effets de richesse : le cas français». Economie et statistique n° 438-440

(3) Arrondel et al., 2015. «Wealth effects on consumption across the wealth distribution: empirical evidence», ECB, Working paper series n°1817

## 2

## LES PAYS ÉMERGENTS NE VOIENT TOUJOURS PAS LE BOUT DU TUNNEL

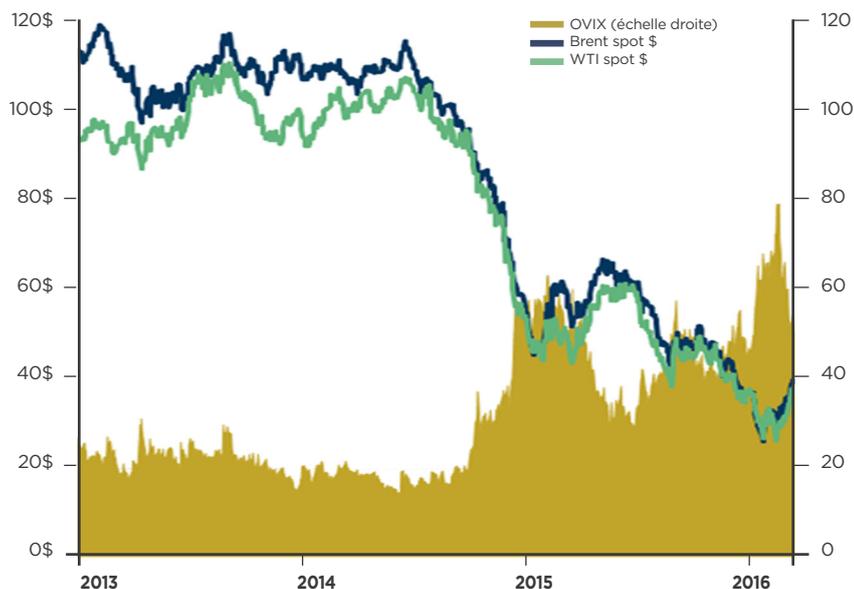
En Chine, le gouvernement a annoncé une croissance entre 6,5 et 7 % cette année (contre 6,5 % pour Coface) et continue de soutenir la croissance, comme en témoignent la nouvelle baisse du taux de réserves obligatoires de 50 pdb et le stimulus budgétaire qui devrait conduire à un déficit public de 3 % du PIB cette année (contre 2,3 % l'an dernier). En outre les sorties nettes de capitaux tendent à s'affaiblir et le pays poursuit son apprentissage avec les règles de marché (nouveau défaut obligataire d'une entreprise chinoise). Cela n'a toutefois pas dissuadé Moody's de placer le pays sous surveillance négative au vu de la dynamique de la dette publique, de la chute des réserves et des doutes liés à la mise en place des réformes.

Au Moyen-Orient, les pays exportateurs de pétrole continuent de faire face avec plus ou moins de difficultés à la chute du prix du pétrole. Ces derniers voient leurs déficits budgétaires et courants s'accroître et l'activité hors hydrocarbure subir les externalités négatives. Alors que les derniers résultats bancaires pour l'année 2015 montrent des bilans toujours relativement solides dans les pays du Golfe, le risque bancaire a cependant tendance à s'accroître dans la zone (on constate par exemple un resserrement des liquidités dans le secteur bancaire en Arabie Saou-

dite) : en effet, au vu de la forte dégradation des performances économiques, l'octroi de crédit pourrait se réduire, les dépôts décélérer et les prêts non performants augmenter, d'où une détérioration des bilans financiers et des effets d'entraînement négatifs sur l'activité. Les conséquences de la baisse des prix de l'énergie dans les pays exportateurs sont d'ailleurs considérables, comme le souligne le FMI <sup>(4)</sup>. Selon lui, la baisse des prix de l'énergie et la faiblesse attendue de ces prix dans le futur aurait un impact de 2 ¼ pts de PIB en moyenne sur les pays exportateurs d'énergie et la croissance potentielle pourrait être réduite de 2/3 pt. Note plus positive, la levée effective des sanctions en Iran en janvier devrait permettre un redémarrage de l'activité (hausse des exportations et de la production de pétrole et retombées positives sur le reste de l'économie ; retour des investisseurs) qui sera toutefois limité par la faiblesse du prix du baril de Brent. En effet, celui-ci a atteint un point bas le 11 février 2016 à 29 USD mais est remonté un mois après à 40 dollars. Les prix semblent ainsi avoir atteint un palier en raison de la volonté possible des producteurs de contrôler leur production, de coupures en Irak, au Nigeria et dans les Emirats mais aussi en lien avec la baisse de la production des pays n'appartenant pas à l'OPEP et l'affaiblissement récent du dollar (voir graphique n°5).

### Graphique n°5

Marché pétrolier : prix et Oil Vix



Sources : Datastream, ICE, Coface  
Dernières données disponibles : 15 mars 2016

(4) Aslam and al., (Février 2016), IMF Working Paper, « Trading on their terms ? Commodity exporters in the Aftermath of the Commodity Boom »,

Les amplex fondamentaux (offre et stocks élevés, demande modérée) ne devraient pas permettre un rebond à court terme (selon la courbe à terme le baril s'établirait à moins de 40 USD en moyenne cette année).

En Amérique latine, les perspectives, au moins à court terme, sont toujours dégradées. L'Argentine pourrait faire face à une récession cette année suite à la dévaluation du peso et la réduction des subventions liées à l'électricité, mesures décidées par le nouveau gouvernement. En outre l'accord conclu en février par le président Macri avec les fonds vauvours (versement de 4,6 Mds USD) marque un tournant historique et suggère un retour prochain du pays sur les marchés internationaux de capitaux, accès dont il est privé depuis son défaut de 2001. Le retour de la confiance des investisseurs devrait ainsi être progressive. Le Venezuela survit, quant à lui, tant bien que mal. Il a réussi à honorer ses dernières échéances mais le pays est au bord du gouffre. Malgré la victoire de l'opposition aux parlementaires fin 2015, le président a décrété l'état

« d'urgence économique », ce qui l'a conduit à dévaluer le bolivar face au dollar de 58 % et le prix de l'essence a augmenté à 6 bolivars contre 0,097 bolivars, tout en restant extrêmement faible. L'inflation est explosive (le FMI estime même qu'elle atteindrait 720 % cette année). Enfin la situation brésilienne ne s'améliore guère comme l'illustrent le repli de l'activité au 4<sup>ème</sup> trimestre (-1,4 % en v.t et -3,8 % sur l'année) et la dégradation de deux crans de Moody's de la note brésilienne à Ba2 (catégorie spéculative) avec perspective négative.

A noter enfin qu'en Afrique du Sud les inquiétudes se sont renforcées : la crédibilité budgétaire pourrait être remise en question au vu des objectifs ambitieux du nouveau budget pour l'année fiscale 2016/2017, dans un contexte de risque de récession accru, ce qui conduirait à une nouvelle dégradation de la part des agences de notation, d'autant plus qu'une hausse des troubles politiques (affaiblissement du président Zuma) et sociaux (en raison notamment de la montée du chômage et de l'inflation) est constatée.

Graphique n°6  
Marchés émergents : MSCI  
100 = janvier 2013



Sources : MSCI, Datastream  
Dernières données disponibles : 15 mars 2016

## BAROMETRE

Mars 2016

# MODIFICATION DES ÉVALUATIONS COFACE RISQUE PAYS

## DÉCLASSEMENTS, LEVÉE DE LA SURVEILLANCE POSITIVE, MISE SOUS SURVEILLANCE NÉGATIVE

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Arabie Saoudite	A4	A4↓
Arménie	C	D
Japon	A1↓	A2
Kazakhstan	B	C
Koweït	A2	A2↓
Malaisie	A2↓	A3
Oman	A3	A4

## Evaluations risque pays

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 sept 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).

### Arabie Saoudite : A4↓

- En 2016, l'économie saoudienne commencerait à subir les effets négatifs liés à un prix du pétrole bas. L'activité non pétrolière ralentirait, le déficit du solde public s'accroîtrait et les dépôts publics se modéreraient, fragilisant ainsi le système bancaire. Le resserrement des liquidités du secteur bancaire continuerait ainsi à peser sur les perspectives économiques.
- Les indicateurs clés de l'activité hors hydrocarbure montrent déjà les signes d'un ralentissement. Les transactions ATM, l'indice de confiance des entreprises et le crédit au secteur privé, baissent depuis le début de l'année. L'indice des directeurs d'achat saoudiens (PMI) a atteint un point bas en Janvier (53,9) après s'être légèrement redressé en février (54,4), mais il reste en dessous de sa moyenne de long terme (58,8).
- L'important déficit public enregistré en 2015 (-14,2%) se creuserait davantage en 2016 à mesure que les prix bas se maintiendraient.

- Suite à la baisse des réserves de change, le royaume a procédé à l'émission de ses premières obligations souveraines depuis 2007.

### Arménie : D

- Le pays continuera à souffrir de la récession économique en Russie. Selon les données de la Banque centrale d'Arménie, les transferts d'expatriés ont baissé de 35,8 % en 2015 et le nombre de travailleurs arméniens en Russie a baissé de 5 %.
- Détérioration de la situation politique et sociale : le second mandat du président Serzh Sargsyan's est marqué par une certaine instabilité. La situation sociale se dégrade en raison d'une frustration croissante de la population liée à la corruption, aux faibles performances économiques et à la répression des manifestations.

## Japon : A2

- L'économie peine à redémarrer et à éloigner le risque de déflation, dans un contexte de prix du baril toujours bas, de ralentissement de l'activité chinoise et du manque de dynamisme des salaires, facteur clé de rebond pour l'activité.
- Les indicateurs conjoncturels du premier trimestre (production industrielle, confiance des entreprises, ventes au détail, Nikkei) ne plaident pas pour un rebond de la croissance dans les mois à venir.
- Inefficacité des politiques économiques menées : les Abenomics ne parviennent pas à améliorer la croissance à ce stade et le nouvel assouplissement de la politique monétaire (taux d'intérêt directeur désormais négatif) ne devrait pas avoir un impact significatif sur l'économie réelle.

## Kazakhstan : C

- La croissance est pénalisée par la baisse des prix du pétrole et les retards dans le démarrage de la production du champs pétrolier de Kashagan.
- Les exportations sont affectées par le ralentissement économique chinois, la récession en Russie et le prix bas du pétrole.
- La banque centrale a introduit un système de change flottant en août 2015, provoquant une dépréciation de 20 % du taux de change du tenge face au dollar, suivie par une nouvelle dépréciation de 20 % entre août et novembre, qui pèse sur les entreprises et les banques, fortement endettées en devises étrangères.

## Koweït : A2↘

- Bien que l'économie demeurerait moins affectée que les autres pays du Conseil de Coopération du Golfe par la baisse du cours des hydrocarbures (faible *break even*), une augmentation du risque à court terme est attendue. En effet, la résilience des comptes publics pourrait être mise à mal par un prix du pétrole durablement bas, entraînant de possibles coupes dans les dépenses et les investissements publics qui restent le principal ressort de la croissance.

## Malaisie : A3

- Le pays, dépendant de la demande externe, souffre du ralentissement de l'économie chinoise et des Etats-Unis. Le pays est également affecté par la baisse du prix des matières premières et notamment du pétrole.
- La demande des ménages reste soutenue mais marque le pas, dans un contexte d'endettement des ménages et de service de la dette élevés.
- Bien que le gouvernement ait entrepris des réformes visant à consolider les dépenses publiques (réduction des subventions et mise en place d'une TVA à 6 % depuis avril 2015), la dette publique reste élevée.
- Le risque politique augmente ; la confiance des investisseurs est affectée par le scandale relatif au fond souverain 1MDB.

## Oman : A4

- L'économie reste parmi les économies pétrolières les plus vulnérables à la forte baisse du prix du pétrole, si bien que la croissance diminuerait significativement en 2016. Les secteurs hors-hydrocarbures subiraient également le contrecoup de la baisse du PIB pétrolier en 2016.
- Les revenus pétroliers qui représentent près de 85 % des recettes publiques se sont contractés de 36,3 % en 2015. En 2016, le pays devrait continuer d'observer une baisse de ses recettes budgétaires et d'enregistrer un déficit public de l'ordre de 20 %. Le compte courant reste exposé à la baisse des recettes d'exportations pétrolières et atteindrait un déficit approchant 17 % du PIB.
- Afin de compenser la baisse du prix du pétrole, la production pétrolière du Sultanat augmenterait en 2016 et atteindrait des niveaux record. Néanmoins, elle resterait limitée par les capacités de production qui arriveraient à leur maximum et par le besoin croissant d'investissements nécessaires au maintien de coûts d'extraction faibles.
- L'appréciation de la monnaie américaine et la persistance d'un prix du pétrole faible rendrait le maintien de l'ancrage au dollar difficile.

## AFRIQUE DU SUD

## ÉVALUATIONS COFACE

B

Pays

A4

Environnement  
des affairesRISQUE  
MODÉRÉCotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,9	1,4	1,3	0,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,8	6,1	4,8	6,0
Solde public / PIB (%)*	-4,3	-3,9	-3,8	-3,9
Solde courant / PIB (%)	-5,8	-5,4	-4,0	-4,7
Dettes publiques / PIB (%)	43,3	46,0	48,4	49,8

(p) : prévision

\*Année fiscale : avril à mai

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

## Une activité économique très ralentie

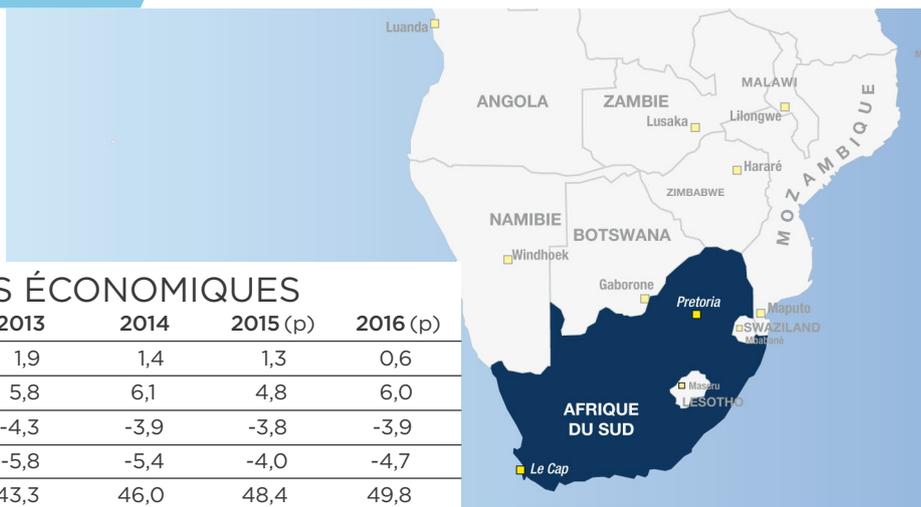
La croissance sud-africaine devrait continuer à diminuer en 2016. La production industrielle devrait demeurer handicapée par les problèmes persistants d'approvisionnement en énergie et les prix bas des produits miniers. L'agriculture, très touchée par la sécheresse en 2015, pourrait à nouveau souffrir des conséquences d'El Niño en 2016. L'activité des services (finance, commerce), plus porteuse que celle des autres secteurs, ne suffira pas à soutenir la croissance.

La consommation des ménages devrait être freinée par l'endettement, l'inflation élevée, ainsi que la quasi-stagnation des salaires et des dépenses sociales. L'investissement privé devrait rester faible, contraint par le niveau des taux d'intérêt (relevé à 6,25 % en novembre 2015), le manque de dynamisme de la demande (interne et externe) et des marges réduites, notamment par le renchérissement des intrants lié à la dépréciation du rand. En revanche, le gouvernement devrait poursuivre ses projets d'infrastructures. Enfin, les exportations devraient être peu soutenues compte tenu de la faiblesse de la demande, limitant leur contribution à la croissance.

L'inflation, relativement modérée en 2015 pourrait accélérer en 2016. La hausse des tarifs de l'électricité, des prix des biens alimentaires (conséquence de la sécheresse) comme de différents produits taxés plus lourdement (boissons, carburants, tabac...), mais aussi la dépréciation persistante du rand face au dollar devraient, malgré les bas prix du pétrole, accentuer les pressions inflationnistes. La modération de la demande interne et une politique monétaire stricte pourraient cependant éviter le dépassement du plafond fixé par la banque centrale (6 %).

## Absence de marge de manœuvre budgétaire et persistance du déficit courant

Le gouvernement sud-africain souhaite maîtriser son déficit budgétaire et stabiliser son endettement afin d'éviter une nouvelle dégradation de sa notation par les agences, qui pourrait le priver de son « investment grade ». Le défi est de taille compte tenu de la faiblesse de l'activité qui pèse sur les recettes fiscales. De nouvelles hausses d'impôts, après celle de 2015 (sur les revenus) sont prévues dans le projet de budget annoncé en février 2016. Des économies pourraient provenir du gel des salaires de la fonction publique. Toutefois, les engagements de dépenses d'infrastructure pourront difficilement être revus, en raison des immenses besoins du pays (production d'électricité) et la charge de remboursement de la dette s'accroît. Le soutien de certaines entreprises publiques, dont la situation financière est fragile (Eskom) pourrait également peser sur les finances publiques, même si une partie des dépenses devrait être financée par la vente de participations de l'Etat (dans Vodacom par exemple). La dette de ces compagnies alourdira la dette publique déjà élevée, dont la structure (essentiellement



locale et à long terme) atténuée toutefois le risque de surendettement.

Le solde courant pourrait se dégrader en 2016. En effet, la hausse des taux d'intérêt américains, mais surtout les incertitudes sur la situation économique et politique du pays, pourraient, en accentuant les sorties de capitaux, peser sur le solde courant et le cours du rand, qui a déjà abandonné 25 % face au dollar en 2015. Une dégradation de la notation par les agences aggraverait encore la situation. Les exportations devraient être freinées par une demande extérieure peu dynamique, qu'il s'agisse de la Chine (premier partenaire commercial) ou de l'UE, le manque de compétitivité de l'industrie et le prix bas, malgré une certaine reprise, des produits miniers (plus de 50 % des exportations, en particulier or et platine). La baisse des importations, contraintes par une demande interne peu vive, pourrait néanmoins plus que compenser l'évolution des exportations.

Le secteur bancaire, fragilisé par la concentration des crédits sur les ménages souvent fortement endettés, devrait continuer à souffrir du ralentissement de l'économie.

## Tensions politiques persistantes et environnement des affaires dégradé

Malgré une victoire confortable de l'ANC aux élections de mai 2014, des incertitudes continuent à peser sur l'évolution politique et sociale du pays. L'autorité de J. Zuma semble de plus en plus contestée, après les accusations de détournement de fonds publics ainsi que le limogeage du Ministre des Finances et les hésitations pour son remplacement fin 2015. Son absence de légitimité, les dissensions croissantes au sein de l'ANC et entre les différents membres de l'alliance au pouvoir (COSATU, parti communiste) réduisent la capacité du gouvernement à définir et à mettre en œuvre des réformes. L'absence persistante de réponse aux attentes de la population en matière de lutte contre le chômage, la pauvreté et la corruption, demeure une source d'instabilité sociale. Les grèves et les manifestations, qui concernaient surtout le secteur industriel (mines, métallurgie...), s'étendent (étudiants en octobre 2015), témoignant d'une généralisation du mécontentement.

L'Afrique du sud dispose de systèmes juridique et financier modernes et son classement selon certains indicateurs de la Banque Mondiale en matière de gouvernance (respect des lois, liberté politique) tend à s'améliorer. Le manque de qualification de la main d'œuvre, la criminalité et la corruption handicapent toutefois l'environnement des affaires.

## Points forts

- Puissance économique et politique
- Richesses en ressources naturelles (or, platine, charbon, chrome...)
- Secteur des services (financiers notamment) développé
- Environnement législatif protecteur pour les investisseurs

## Points faibles

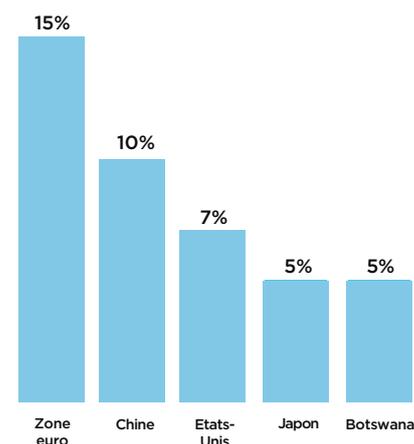
- Pauvreté, inégalités sources de risque social (criminalité, manifestations)
- Chômage élevé (26 %, 50 % pour 15- 24 ans,) et pénurie de main d'œuvre qualifiée
- Carences en infrastructures (transport, énergie)
- Dépendance aux flux de capitaux étrangers volatils

Population (millions d'habitants - 2014) 54,0

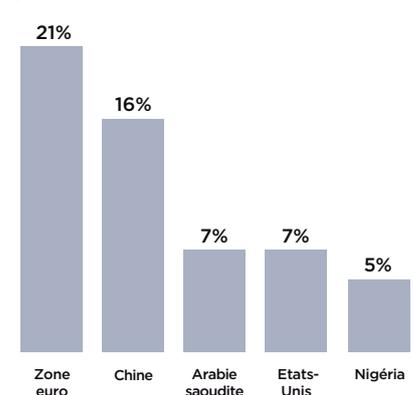
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 6 483

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## ARABIE SAOUDITE

## ÉVALUATIONS COFACE

A4

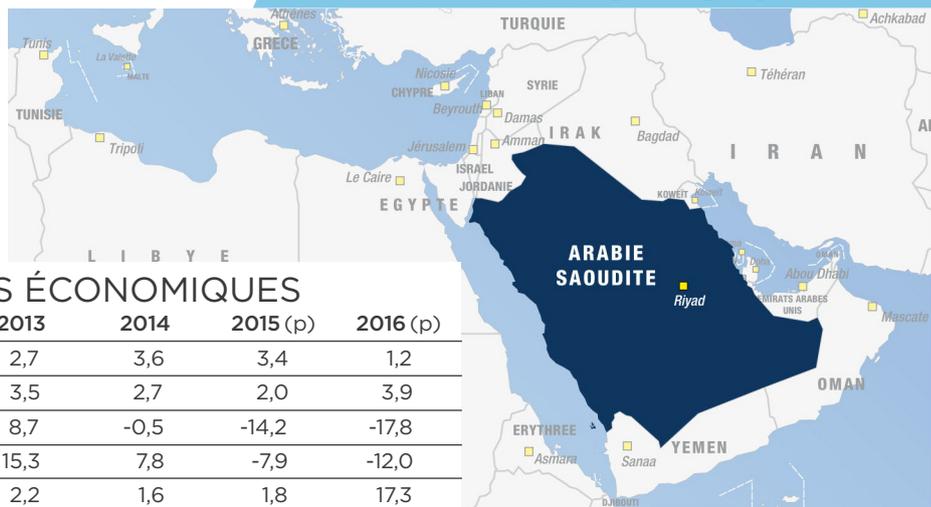
Pays

B

Environnement  
des affaires

RISQUE

ASSEZ FAIBLE

Cotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	2,7	3,6	3,4	1,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,5	2,7	2,0	3,9
Solde public / PIB (%)	8,7	-0,5	-14,2	-17,8
Solde courant / PIB (%)	15,3	7,8	-7,9	-12,0
Dettes publiques / PIB (%)	2,2	1,6	1,8	17,3

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUEUne économie qui subit le contrecoup  
de la baisse du prix des hydrocarbures

Après avoir marqué une baisse en 2015, la croissance saoudienne diminuerait davantage en 2016. L'atonie du marché pétrolier dont le prix a atteint son point le plus bas depuis la crise de 2009 début 2016 continuera de peser négativement sur le secteur pétrolier saoudien. En outre, afin de pallier à l'importante baisse des prix constatée depuis janvier 2016, plusieurs pays pétroliers dont l'Arabie Saoudite et la Russie ont convenu d'un gel de leur production d'hydrocarbures. Après un accroissement continu, la production pétrolière saoudienne devrait ainsi stagner en 2016, limitant les perspectives du secteur en cas d'une non-remontée des prix. L'industrie pétrochimique marquée par le recul de la valeur ajoutée du secteur des hydrocarbures devrait également endurer l'atonie du marché pétrolier. La croissance hors hydrocarbures qui a permis de limiter le ralentissement économique diminuerait également en 2016. En 2015, les importantes dépenses publiques engagées ont constitué un appui à l'activité notamment via l'augmentation des salaires des fonctionnaires. Ces mesures ont eu un effet significatif sur la consommation des ménages au vu de l'importance du secteur public au sein de la population active. Sans mener une politique de rigueur, le budget 2016 annonce une inflexion de cette politique de relance. Les dépenses sociales devraient être maintenues avec une augmentation du budget de l'éducation mais les investissements publics devraient diminuer. Le CEDA (Conseil des affaires économiques et du développement) en charge de la politique économique devra valider tout investissement public supérieur à 100 millions de rial. La consommation des ménages resterait donc relativement robuste mais devrait subir les répercussions d'une stagnation des salaires notamment des fonctionnaires. Avec un déficit de 1,25 millions de logement, les perspectives du secteur de la construction demeureraient positives bien que des obstacles administratifs subsistent à une réelle poussée de l'activité. L'inflation devrait augmenter en 2016. En effet, l'augmentation du prix des hydrocarbures suite à la réforme budgétaire devrait avoir des répercussions en chaîne sur d'autres catégories de biens telles que les transports ou la construction.

Creusement du déficit public et  
du solde courant

Les recettes publiques continueraient de se contracter en 2016 en raison de la faiblesse du prix des hydrocarbures. De plus, les recettes hors pétrole diminueraient à mesure que l'activité ralentirait. Les taxes douanières seraient pénalisées par le ralentissement des importations. Les dépenses publiques ne devraient que partiellement faiblir en 2016. En effet, le plan budgétaire annoncé pour l'année 2016 prévoit un déficit public de 326 milliards de SAR soit 13 % du PIB. Les dépenses courantes resteront contraintes par l'importance de la masse salariale publique et par la politique d'embauche de jeunes diplômés nationaux. Les dépenses d'investissement devraient quant à elles être priorisées et certains projets pourraient être reportés. Les subventions énergétiques devraient également être revues à la baisse suite à l'augmentation du prix du pétrole à la pompe de 50 %.

Le budget 2016 introduirait en outre un ensemble de réformes structurelles visant à rationaliser dans le cadre d'un plan de développement de cinq ans les dépenses publiques, l'accent étant mis sur une plus grande synergie entre le secteur public et privé, une augmentation du nombre de privatisations ainsi qu'une modernisation des services publics. Les autorités entendent compenser la baisse des recettes pétrolières en ayant recours aux importantes réserves financières de la SAMA et à l'endettement extérieur. En effet, le recours à l'endettement domestique en 2015 a entraîné un assèchement de la liquidité sur le marché bancaire ce qui a terme pourrait constituer un risque pour le système bancaire saoudien. L'Arabie Saoudite a ainsi annoncé son intention d'emprunter 10 milliards de dollars en 2016.

Le déficit courant continuerait à augmenter fortement. Les effets du faible prix du baril de brut sur les recettes d'exportations ne seraient pas compensés par le ralentissement des importations. Les IDE pourraient ralentir en raison de la perte de confiance des investisseurs suite à la dégradation du pays par plusieurs agences de notations.

Nouveau souverain pour une nouvelle ère  
politique

L'histoire politique récente du pays a été marquée par le décès du roi Abdallah en janvier 2015. Le 23 janvier 2015, le prince héritier Salman ben Abdelaziz Al Saoud a été intronisé à la tête du royaume saoudien. Ce changement de souverain a entraîné une modification de la politique saoudienne aussi bien intérieure qu'extérieure. Du point de vue de la politique intérieure, le roi Salman a procédé à un important remaniement en nommant le prince Mohammed Ben Nayef anciennement ministre de l'intérieur comme prince héritier au détriment de son demi-frère le prince Mokrin. De même, le fils du roi Salman Mohamed bin Salman a été nommé deuxième dans l'ordre de succession au trône. Il conserve par ailleurs ses fonctions de ministre de la défense et devient président du CEDA. La concentration des pouvoirs au sein de ce triumvirat a permis au souverain de dépasser une certaine rigidité de la monarchie et d'imposer des mesures jusqu'alors en suspens tel que l'ouverture du marché boursier aux investisseurs étrangers. Néanmoins, des voix et des critiques s'élèvent face au nouvel ordre en particulier suite aux deux accidents qui ont touché la Mecque en septembre 2015 et qui ont coûté la vie à plus de 800 pèlerins. Sur le plan extérieur, le royaume s'est impliqué directement dans la crise politique yéménite en conduisant une coalition de pays arabes composée de ses alliés. L'enlisement du conflit au Yémen fait peser un risque non seulement sur la sécurité intérieure mais aussi sur les finances publiques saoudiennes. Les finances publiques saoudiennes.

## Points forts

- Un quart des réserves mondiales de pétrole et premier producteur de l'OPEP
- Rôle économique et politique régional prépondérant
- Economie en voie de diversification et plus ouverte depuis l'accession à l'OMC fin 2005
- Situation financière solide
- Robustesse du système bancaire

## Points faibles

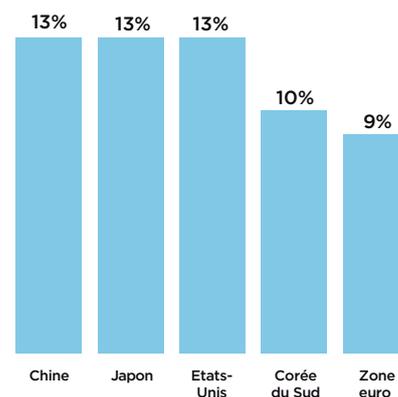
- Forte dépendance envers le secteur des hydrocarbures, peu créateur d'emplois, et consommation domestique croissante d'énergie
- Fort taux de chômage des nationaux
- Fragilités de la gouvernance assombrissant le climat des affaires
- Environnement géopolitique instable

Population (millions d'habitants - 2014) 30,8

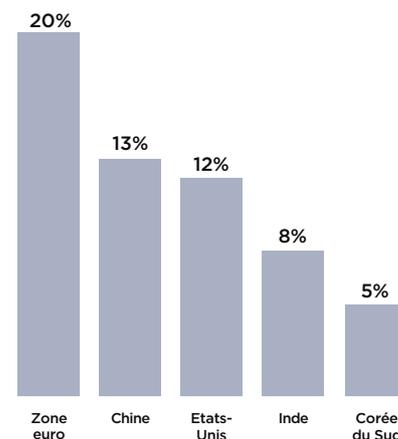
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 24 252

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



# ARGENTINE

## ÉVALUATIONS COFACE

<b>C</b>	Pays
<b>C</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE TRÈS ÉLEVÉ</b>	Cotation moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	2,9	0,5	1,7	-0,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	26,0	23,9	30,0	38,0
Solde public / PIB (%)	-3,7	-5,4	-7,1	-5,5
Solde courant / PIB (%)	-0,8	-1,0	-2,1	-2,3
Dette publique / PIB (%)	40,2	45,2	52,1	55,0

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

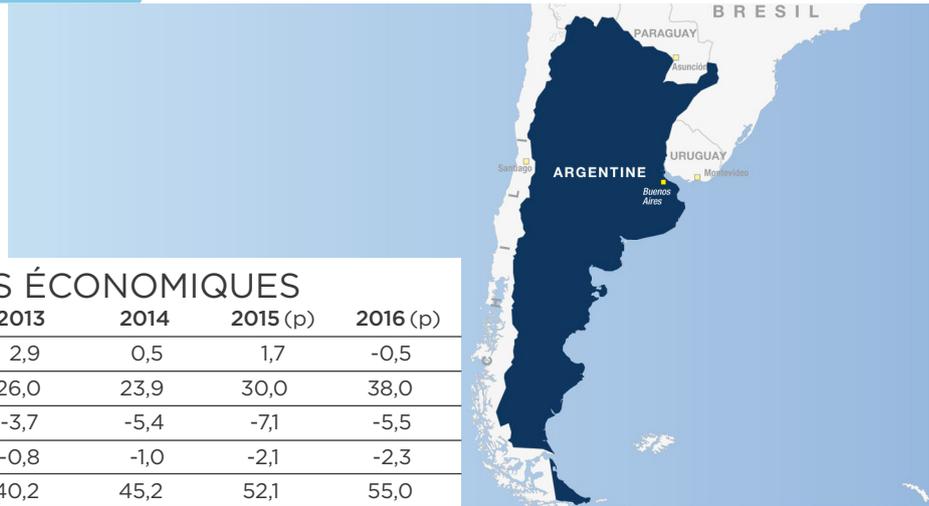
### Une politique d'ajustement qui devrait conduire à la contraction de l'activité en 2016

La consommation privée devrait particulièrement être pénalisée par les premiers résultats de la politique d'ajustement interne menée le nouveau président Mauricio Macri. Elle devrait en effet ralentir sous l'effet de la dépréciation du peso, qui affecte le pouvoir d'achat des ménages qui ont recours aux nombreux biens d'importation en raison de la faiblesse de la production locale. La réduction des tarifs subventionnés sur l'électricité (dont la hausse du prix atteint jusqu'à 700%), le gaz et les transports devrait aussi contribuer à la baisse du pouvoir d'achat. Du côté de la consommation publique, une relance de l'activité par les pouvoirs publics semble d'ores et déjà compromise, le gouvernement s'est en effet engagé à faire baisser les dépenses publiques afin de redresser les comptes publics. L'attentisme de la part des investisseurs devrait se poursuivre, malgré la signature d'un accord principe historique avec les fonds voutours en février 2016 qui devrait permettre au pays d'accéder à nouveau aux marchés financiers internationaux dans le courant du premier semestre de cette année. Ces derniers s'attendent à un cadre juridique plus favorable, notamment à la réforme du système judiciaire déjà évoquée par le président, mais qui n'a pas encore été débattue au congrès.

Les échanges extérieurs, notamment ceux de l'industrie manufacturière (automobiles en particulier) devraient aussi être pénalisés par la crise économique brésilienne, le premier partenaire commercial de l'Argentine. Les exportations agricoles devraient en revanche progresser, du moins en volume en raison de la levée des taxes aux exportations agricoles (à l'exception du soja), mais resteront pénalisées par les prix bas des matières premières. Enfin, l'inflation devrait augmenter en lien avec le redressement du prix de l'énergie. Son évolution dépendra également de la capacité du gouvernement à éliminer progressivement l'indexation des salaires et à restaurer l'indépendance opérationnelle de la Banque centrale.

### Les déficits public et courant ne devraient pas se résorber à court terme

En 2015, le déficit public s'est creusé sous l'effet de la hausse des dépenses en période électorale. L'Etat qui craignait une recrudescence des mouvements sociaux a augmenté le budget alloué aux subventions énergétiques, ainsi que les salaires et traitements de nombreux corps de métiers. En 2016, le gouvernement devrait opérer un resserrement des politiques budgétaire et monétaire. Les premières mesures ont, d'ores et déjà, consisté en l'élimination du contrôle des capitaux pour les transactions commerciales et l'adoption d'un taux de change flottant, conduisant à une dépréciation (38% début mars 2016) du peso et aussi à la suppression des taxes sur les exportations de produits agricoles (sauf pour le soja) et les produits industriels. Lutter contre la progression du déficit ne sera pas une tâche facile en raison du poids des subventions.

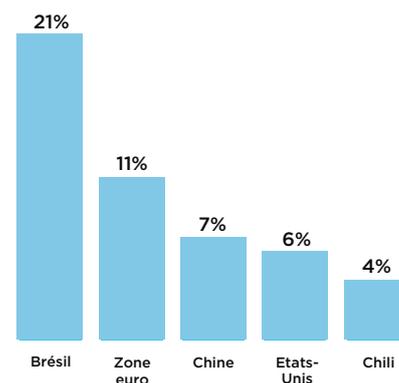


Population (millions d'habitants - 2014) **42,7**

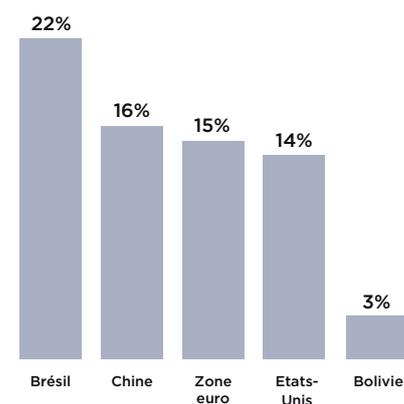
PIB/habitant (dollars courants - 2014) **12 735**

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



Sur le plan du commerce extérieur, le pays reste très dépendant des importations énergétiques du fait de l'absence d'investissement dans ce secteur, malgré l'abondance de ressources naturelles (pétrole et gaz). Les exportations agricoles (soja, maïs, blé) qui représentent près de 60 % du total des ventes à l'export devraient gagner en vigueur du fait de la dépréciation de la monnaie et de la suppression des taxes, mais les récoltes pourraient être moins bonnes en cas d'intempéries climatiques provoquées par le phénomène « El Niño ». Les exportations manufacturières (automobile en particulier) devraient diminuer, affectées par le ralentissement de la demande brésilienne (premier marché à l'export). Le déficit courant devrait ainsi légèrement augmenter en 2016. La résolution du conflit avec les fonds voutours devrait néanmoins permettre au pays d'emprunter à moindre coût sur les marchés internationaux et ainsi pouvoir financer le déficit courant à défaut d'un niveau suffisant d'IDE.

### L'arrivée de la droite au pouvoir marque la fin du kirchnérisme

Elu en novembre 2015 avec 51,4 % des voix, le nouveau président, le libéral Mauricio Macri, a mené la droite au pouvoir pour la première fois depuis douze ans. Le président, qui fait partie de la coalition « Cambiemos » ne dispose cependant pas de la majorité au Congrès et devra tisser des alliances afin de faire passer ses réformes. Il devra faire face à plusieurs défis, notamment celui de redresser l'économie marquée par les politiques populistes et l'interventionnisme de l'Etat. Il peut d'ores et déjà se targuer d'une importante victoire historique dans la résolution du conflit avec les fonds voutours. Il espère également restaurer les relations avec ses partenaires commerciaux et redonner de la confiance aux investisseurs qui avait été endommagée par le protectionnisme commercial, les nationalisations et le non-respect des décisions du centre de règlement international (CIRDI) dans le cadre de la politique menée par la précédente administration. Ces changements devraient, toutefois, rencontrer de la résistance de la part des puissants syndicats et des factions péronistes toujours à la tête du Congrès.

### Points forts

- Ressources naturelles agricoles, énergétiques et minérales
- Niveau d'éducation supérieur à la moyenne régionale
- Main d'œuvre qualifiée

### Points faibles

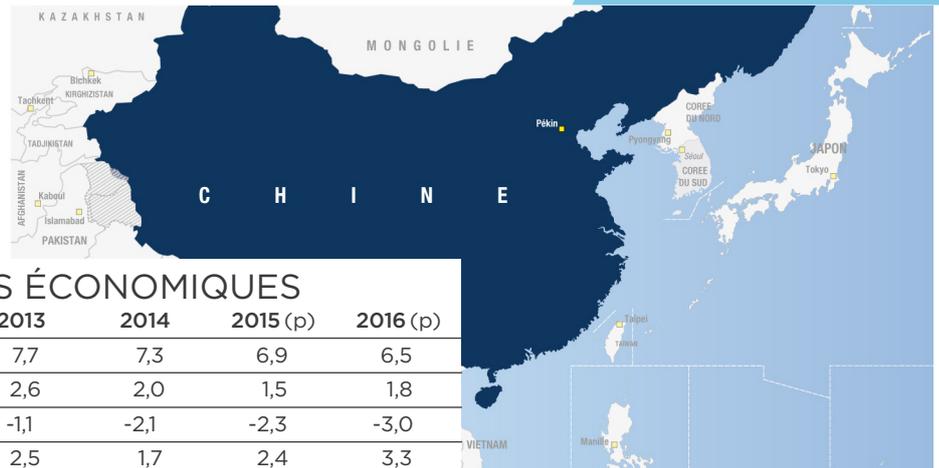
- Dépendance aux cours de matières premières agricoles
- Politique budgétaire peu rigoureuse
- Protectionnisme important et environnement des affaires médiocre
- Insuffisance des investissements dans l'énergie et les transports
- L'Etat n'a pas accès aux marchés financiers internationaux depuis 2001 (défaut sur sa dette)

## ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

B

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	7,7	7,3	6,9	6,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,6	2,0	1,5	1,8
Solde public / PIB (%)	-1,1	-2,1	-2,3	-3,0
Solde courant / PIB (%)	2,5	1,7	2,4	3,3
Dettes publiques / PIB (%)*	39,4	41,1	43,2	46,0

(p) : prévision

\* Comprend la dette centrale et locale (hors véhicule de financement)

Population (milliard d'habitants - 2014) 1,4

PIB/habitant (dollars courants - 2014) 7 572

APPRÉCIATION  
DU RISQUENouveau ralentissement de l'économie  
chinoise en 2016

Le ralentissement de l'économie chinoise devrait se poursuivre en 2016. Les autorités ont entrepris des réformes nécessaires au rééquilibrage de la croissance au profit de la consommation et des services. Néanmoins, il affecte les profits des entreprises souffrant de surcapacités importantes et affichant un niveau d'endettement élevé. Malgré un assouplissement continu de la politique monétaire depuis novembre 2014 et des mesures de relance budgétaire, l'investissement devrait rester contraint en 2016. Les entreprises étant fortement endettées, l'assouplissement monétaire s'avère inefficace et la volatilité des marchés financiers pourrait dégrader la confiance des investisseurs et des consommateurs. Dans ce contexte de progression ralentie du revenu disponible, la croissance de la consommation des ménages devrait se modérer quelque peu.

Malgré un développement très rapide des ventes en ligne, la croissance des ventes au détail s'essouffle. En dépit d'un rebond des prix immobiliers dans les principales villes en 2015, les secteurs liés à la construction devraient rester déprimés en raison de stocks importants. Mais, un effondrement du marché immobilier est peu probable, les autorités ayant la capacité d'intervenir en cas de choc de grande ampleur. De plus, le développement des services, notamment financiers, se poursuit.

En outre, les exportations devraient continuer à souffrir de l'atonie de la demande mondiale. Néanmoins, les pressions baissières sur le yuan pourraient accroître la compétitivité du pays.

Le risque de crédit des entreprises  
est de plus en plus élevé

Bien que le niveau d'endettement public soit soutenable, celui des collectivités locales est élevé (environ un tiers du PIB) et reste opaque. Afin d'alléger les charges financières pesant sur les gouvernements locaux et de relancer le développement des infrastructures, le gouvernement a mis en place un programme de *swap* permettant de convertir les crédits à court terme en obligations à plus long terme.

Par ailleurs, les entreprises affichent des niveaux d'endettement très élevés que le développement du *shadow banking* rend difficile à évaluer. En juin 2015, la dette des entreprises aurait représenté 201 % du PIB. De plus, malgré les mesures d'assouplissement de la politique monétaire, les difficultés d'accès au financement des PME les conduisent souvent à avoir recours au *shadow banking* à des taux prohibitifs.

Dans ce contexte, on observe une dégradation de la qualité des actifs bancaires qui reste également sous-estimée en raison de l'importance du *shadow banking*. Le ratio de prêts non-performants officiel a atteint 1,59 % à la fin au troisième trimestre 2015, son niveau le plus haut depuis 2009. Le risque de crédit s'est fortement accru, en témoigne le nombre croissant de

défauts sur le marché obligataire chinois. Ces événements n'ont, pour le moment, pas généré de mouvement de panique. L'introduction d'un risque réel de faillite est inévitable et réduira l'aléa moral créé par les interventions gouvernementales. La solvabilité des acteurs fragiles, dans le contexte de ralentissement économique, sera toujours à surveiller en 2016.

Après avoir progressé de plus de 110 % entre novembre 2014 et juin, les bourses chinoises ont enregistré une correction marquée au cours de l'été 2015. Elles ont chuté de plus de 43 % en moins de 3 mois avant de se redresser légèrement. Depuis début 2016, la volatilité est élevée sur le marché des changes et l'indice de référence boursier a perdu plus de 17 %. Bien que cette correction apparaisse nécessaire après une telle envolée déconnectée des fondamentaux des entreprises, la volatilité et la baisse du prix des actions génèrent des risques supplémentaires. L'utilisation massive des opérations sur marge (les investisseurs empruntent pour acheter des actions) accroît le risque de crédit et pourrait aggraver la spirale baissière.

L'environnement des affaires  
continue de pâtir de lacunes

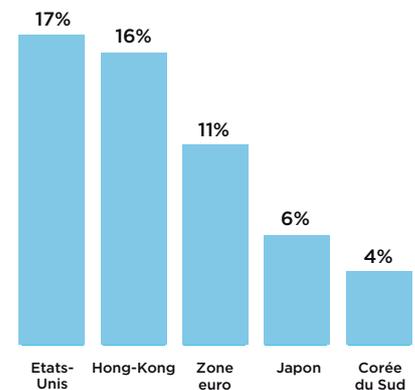
Tout en réaffirmant la suprématie du Parti Communiste Chinois (PCC), la session du comité central du PCC d'octobre 2014 s'est conclue par des décisions relatives à l'amélioration de l'Etat de droit. De plus, le 5<sup>ème</sup> plenum du parti communiste, qui s'est tenu en octobre 2015, a mis fin à la politique de l'enfant unique et réaffirmé la volonté des autorités de développer le système de protection sociale. Néanmoins, le projet de réforme sur la sécurité nationale inquiète les ONG et les investisseurs étrangers. Bien que la transition avec l'administration précédente se soit faite sous le signe de la continuité, le président Xi Jinping bénéficie d'une autorité sans précédent sur le PCC, permise notamment par sa campagne anti-corruption qui vise jusqu'aux plus hautes personnalités du parti. Néanmoins, le tandem Xi Jinping - Li Keqiang fait face à des tensions à la fois sociales et ethniques. Le pays est marqué par une agitation ouvrière de plus en plus importante conduisant les autorités à publier un guide sur le développement des « relations harmonieuses au travail ». Enfin, des lacunes majeures de gouvernance persistent notamment en termes d'accès aux bilans des entreprises et surtout de protection juridique des créanciers.

## Points forts

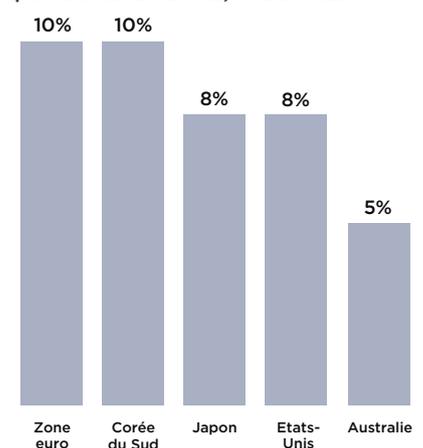
- Risque de surendettement externe limité grâce au niveau élevé des réserves de change et au maintien d'un compte courant excédentaire
- Risque souverain contenu : dette publique largement domestique et libellée en monnaie locale
- Montée en gamme progressive
- Développement des services
- Développement des infrastructures

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Forte volatilité du marché d'actions
- Tensions sociales liées à la montée des inégalités
- La part de la consommation dans le PIB reste faible : le rééquilibrage du modèle de croissance chinois reste un enjeu à moyen terme
- Vieillesse de la population et tarissement progressif du vivier de main d'œuvre abondant et bon marché
- Surcapacités dans certains secteurs industriels et endettement élevé des entreprises
- Banques chinoises fragiles
- Ambiguïté des autorités sur l'arbitrage entre les réformes et le soutien à la croissance
- Problèmes environnementaux

## ÉVALUATIONS COFACE

D

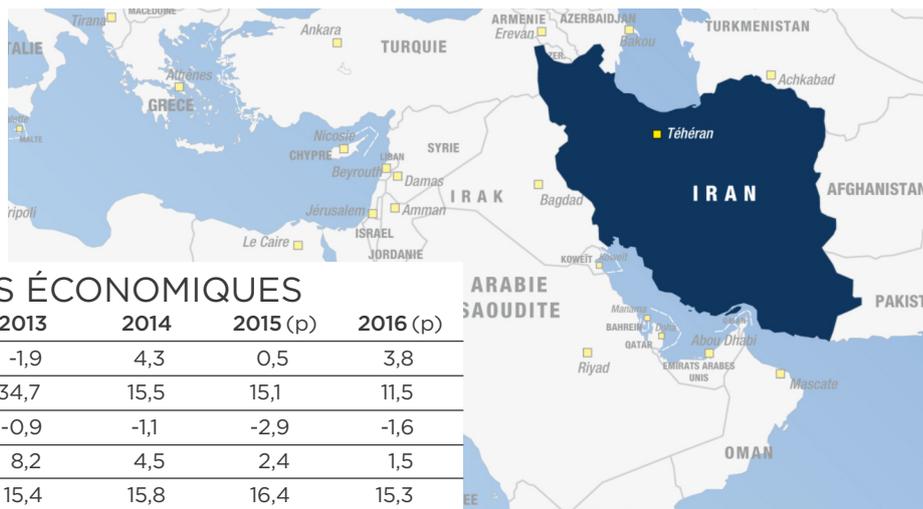
Pays

C

Environnement  
des affaires

RISQUE

TRÈS ÉLEVÉ

Cotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	-1,9	4,3	0,5	3,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	34,7	15,5	15,1	11,5
Solde public / PIB (%)	-0,9	-1,1	-2,9	-1,6
Solde courant / PIB (%)	8,2	4,5	2,4	1,5
Dettes publiques / PIB (%)	15,4	15,8	16,4	15,3

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUEReprise attendue après la levée  
des sanctions

Après un important ralentissement en 2015, la levée des sanctions suite à l'entrée en vigueur du plan d'action conjoint en janvier 2016 devrait favoriser une reprise de l'activité économique notamment via le rebond des exportations. Le retour de l'Iran sur le marché mondial bénéficiera principalement aux exportations d'hydrocarbures. La production de pétrole iranien qui a été pénalisée par les restrictions imposées aux exportations était estimée à 3 Mb/j en 2015. La relance du secteur pourrait permettre d'atteindre 3,7 Mb/j en 2016 et 4,4 Mb/j à l'horizon 2020 selon l'AIE. L'économie hors hydrocarbures profitera également des retombées positives induites par un regain d'activité de la production de pétrole ainsi que par un retour de la confiance des ménages et des entreprises. Les effets positifs de la levée des sanctions pourraient néanmoins être limités par l'atonie du marché pétrolier. La faiblesse du cours des hydrocarbures risque d'une part de contraindre les recettes d'exportations et d'autre part d'entraîner le report des investissements dans le secteur. Les secteurs clefs, tels que l'automobile et la construction devraient connaître une reprise progressive suite à leur ralentissement marqué en 2015. A moyen terme, les rigidités et les vulnérabilités structurelles de l'économie iranienne tels que des taux d'inflation élevés et une baisse tendancielle de la productivité du capital continueront de peser sur la croissance.

Des finances publiques pénalisées par la  
faiblesse du prix des hydrocarbures

Sous le régime de sanctions, les autorités iraniennes ont progressivement diversifié leurs sources de financement. Aussi, la baisse des cours des hydrocarbures a eu un effet moins négatif sur les comptes publics que celle qui a été observée dans d'autres pays pétroliers. Néanmoins les effets cumulés de la baisse de l'activité en 2015 et du cours des matières premières ont favorisé le creusement du déficit public. Alors que l'atonie du marché pétrolier perdurerait en 2016, le solde public évoluerait favorablement en raison de la reprise attendue suite à la levée des sanctions (accroissement des recettes hors pétrole). De même les recettes pétrolières augmenteraient à la faveur d'une progression des volumes d'exportations. L'investissement pourrait néanmoins peser négativement sur les finances publiques. On s'attend en effet à ce que la levée des sanctions permette au gouvernement d'entreprendre un ensemble de projets d'infrastructures dans le cadre du sixième plan de développement quinquennal. La dette iranienne demeure faible et majoritairement contractée auprès des banques publiques. L'Etat devrait en outre bénéficier de ses avoirs gelés à l'étranger.

## Des comptes extérieurs résilients

Le compte courant devrait rester excédentaire sous l'effet cumulé de la levée des restrictions et d'une baisse des coûts de transaction des exportations. Néanmoins les retombées positives de la levée des sanctions pourraient être limitées. D'une part, les

exportations iraniennes restent fortement tributaires du secteur des hydrocarbures et des secteurs industriels dépendants de la production de pétrole. Aussi, la faiblesse du prix du baril de brut devrait freiner la progression des recettes d'exportations pétrolières alors même que les volumes augmenteraient. D'autre part, les exportations pourraient être contraintes par une appréciation du taux de change résultant de l'afflux de capitaux. Les importations augmenteraient. Les IDE devraient en effet s'accroître sans pour autant retrouver leur niveau d'avant 2012.

Le système bancaire iranien souffrait déjà de fragilités structurelles avant le renforcement des sanctions. Les banques d'Etat y occupent un rôle important et il reste sous-capitalisé. L'exclusion des banques iraniennes du SWIFT a accru cette vulnérabilité en gelant les avoirs des banques iraniennes à l'étranger et en limitant les dépôts en devise étrangère. La Banque centrale, en accord avec les préconisations du FMI, entend mener une recapitalisation des banques en difficulté ainsi qu'une remise à niveau du système bancaire en accord avec la législation prudentielle internationale.

## Vers une ouverture internationale

Après que l'agence internationale atomique ait validé le rapport concernant le respect par l'Iran des termes de l'accord du 14 juillet 2015, les sanctions à l'encontre du pays imposées en 2012 ont été levées le 16 janvier 2016. L'annulation des sanctions représentait un enjeu majeur à la veille des élections du 26 février 2016 qui devait déterminer les membres du nouveau parlement (Majlis) ainsi que l'assemblée des experts (réélu tous les huit ans et dont le rôle est de choisir le Guide). Ces élections, dont le taux de participation a approché les 62 % ont été marquées par la victoire des partisans du président Rohani. Le nouveau parlement devrait ainsi faciliter la mise en place des réformes voulues par le gouvernement. Néanmoins elles devraient se limiter à la sphère économique. En effet, bien que les réformateurs aient une place plus grande au sein de la représentation politique, le camp ultraconservateur reste très influent.

En outre, bien que les sanctions soient levées, les difficultés d'accès au marché iranien en raison d'un climat des affaires peu favorables devraient continuer à limiter les investissements étrangers en Iran. A noter que l'Iran reste sous le coup d'autres sanctions internationales réprimant le financement du terrorisme et la violation des droits de l'homme.

## Points forts

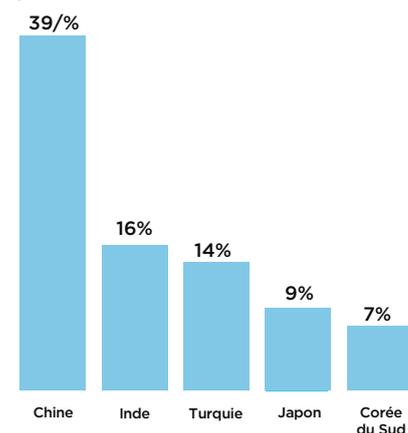
- Importantes réserves de gaz et de pétrole (respectivement aux second et quatrième rangs mondiaux)
- Très faible endettement extérieur
- Positionnement stratégique dans la sous-région

## Points faibles

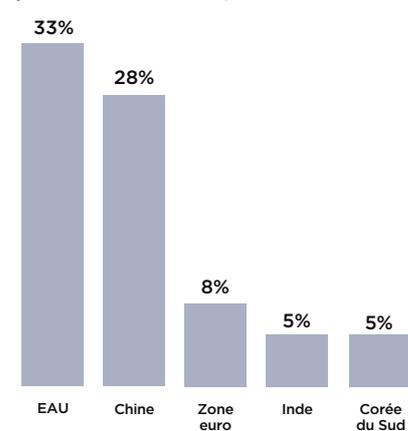
- Forte inflation
- Tensions sociales
- Environnement des affaires peu favorable

Population (millions d'habitants - 2014) **77,8**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **5 353**ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total

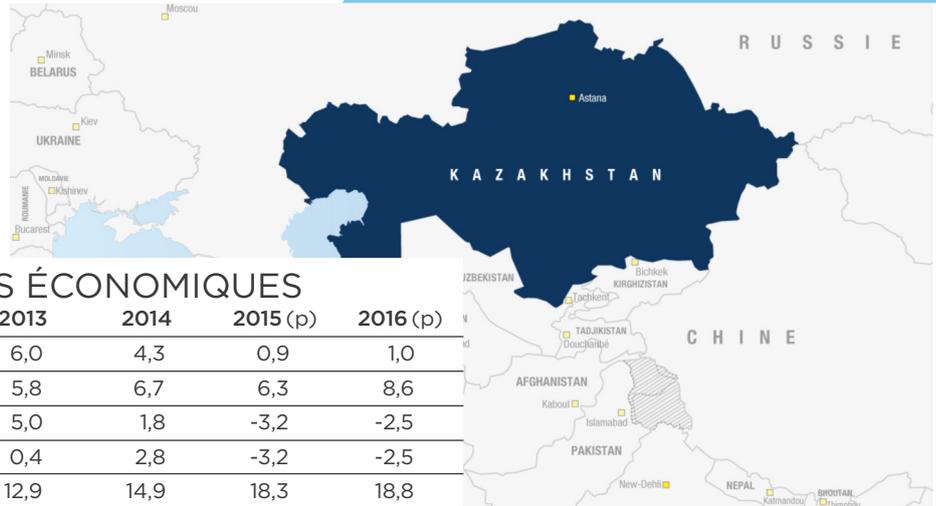


## Importations de biens, % du total



## ÉVALUATIONS COFACE

<b>C</b>	Pays
<b>B</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE MODÉRÉ</b>	Cotation moyen terme



## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	6,0	4,3	0,9	1,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,8	6,7	6,3	8,6
Solde public / PIB (%)*	5,0	1,8	-3,2	-2,5
Solde courant / PIB (%)	0,4	2,8	-3,2	-2,5
Dette publique / PIB (%)	12,9	14,9	18,3	18,8

(p) : prévision

\* y.c. transferts du fonds pétrolier (NFRK)

## APPRÉCIATION DU RISQUE

## Croissance freinée par la chute des cours du pétrole

L'activité, qui a nettement ralenti en 2015, devrait rester très faible en 2016. La production industrielle, dominée par le secteur pétrolier, progresse peu. Le démarrage de l'exploitation du champ offshore de Kashagan continue de subir d'importants retards et pourrait ne pas intervenir avant fin 2016. Le lancement de la production devrait permettre une accélération de la croissance à partir de 2017.

Les grands projets d'investissement, en particulier les travaux en vue de l'exposition internationale EXPO-2017 devraient soutenir l'activité de la construction et les services. La consommation, principal moteur de la croissance, sera contrainte (comme l'investissement) par la restriction du crédit ainsi que par la hausse des prix. Les exportations devraient souffrir du ralentissement de l'économie chinoise et de la récession en Russie, mais surtout de la faiblesse des cours du pétrole.

L'inflation, alimentée par l'effet de la dépréciation du tenge face au dollar, pourrait dépasser le plafond de la zone cible (6-8 %) fixée par la banque centrale (NBK). Le contrôle des prix sur certains produits alimentaires pourrait être levé, accentuant les pressions à la hausse. La banque centrale devrait, dans ce contexte, maintenir des taux d'intérêt élevés (16 % en octobre 2015) pour limiter l'inflation.

## Les déficits budgétaire et courant apparus en 2015 ne devraient pas se résorber en 2016

Les recettes budgétaires, provenant pour plus de la moitié du secteur pétrolier, devraient être affectées par la faible progression de la production d'hydrocarbures et le prix bas du pétrole. La dépréciation de la monnaie pourrait cependant compenser la baisse des revenus pétroliers en dollar, libellés en tenge dans le budget. Les recettes fiscales hors pétrole devraient progresser faiblement. Les hausses de salaires du service public, initialement prévues en 2015, ont été annoncées pour 2016. Les projets d'infrastructure devraient par ailleurs être maintenus. Ces dépenses devraient néanmoins être financées majoritairement par le fonds pétrolier (NFRK) et les fonds de pension, limitant leur poids dans le budget. L'Etat devrait cependant continuer à soutenir les entreprises publiques endettées (notamment la compagnie nationale d'énergie KazMunaiGaz).

Les exportations de pétrole (75 % du total) ne devraient pas progresser, compte tenu des difficultés de production et des prix bas du pétrole. La demande devrait également rester peu dynamique sur les principaux marchés d'exportation du Kazakhstan : l'UE, la Chine et la Russie. Les importations devraient être aussi contraintes par la faiblesse de la demande intérieure.

Après la décision de la NBK, en août 2015, d'introduire un système de change flottant, provoquant une dépréciation de plus de 20 % du tenge, la monnaie a continué à s'affaiblir et perdu 50 % de sa valeur par rapport au dollar sur l'année 2015. Les pressions à la baisse devraient perdurer en 2016 et la volatilité du taux de change demeurerait élevée.

Le pays reste exposé aux chocs externes, l'endettement des banques et des entreprises étant majoritairement libellé en devises. Mais le montant des réserves de change (5 mois d'importation, hors or) et les actifs du NFRK (63 milliards d'USD fin 2015 soit environ 30 % du PIB) lui assurent une certaine marge de manœuvre en termes de liquidités.

Le secteur bancaire est très fragilisé par l'impact de la dépréciation sur la dette bancaire et la détérioration de la qualité du portefeuille. Le poids des dépôts (plus de 50%) et prêts (environ 30%) en devises représente en effet une source de vulnérabilité du secteur

## La question de la succession du Président Nazarbaïev reste source d'incertitude

Le pays est dirigé depuis 1991 par N. Nazarbaïev et son parti (Nur Otan) qui détient une large majorité des sièges à l'Assemblée. N. Nazarbaïev a été réélu pour un cinquième mandat en avril 2015, avec 98 % des voix. En janvier 2016, le président a annoncé la tenue d'élections législatives anticipées en mars 2016 (initialement prévues en 2017). Si le résultat fait peu de doutes en raison de l'absence de réelle opposition, cette accélération du calendrier électoral peut être justifiée par la volonté du président d'obtenir une nouvelle légitimité. La stabilité politique du pays reste source d'incertitude en raison du risque de conflits qui pourraient éclater entre les différentes factions du pouvoir, si la succession du président (74 ans) était précipitée en cas d'incapacité de N. Nazarbaïev de rester au pouvoir.

Le mécontentement de la population grandit face au faible niveau des salaires, à la hausse des prix et à la corruption. L'organisation de mouvements de masse reste cependant peu probable d'autant que les mesures de sécurité, renforcées par crainte du terrorisme et des extrémistes religieux, limitent les possibilités de contestation de grande ampleur.

Malgré de réels progrès, l'environnement des affaires reste fortement handicapé par l'ingérence de l'Etat dans l'économie, l'inefficacité des institutions et la corruption.

## Points forts

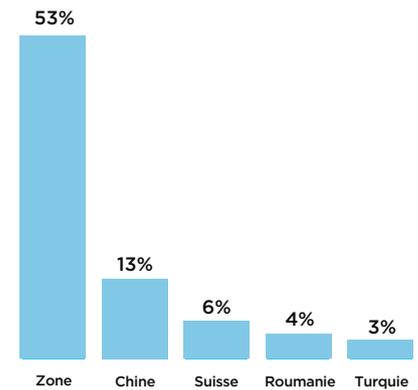
- Augmentation prévue des exportations pétrolières grâce à l'exploitation du gisement de Kashagan
- Abondance des investissements directs étrangers
- Positionnement stratégique entre l'Asie et l'Europe

Population (millions d'habitants - 2014) 17,4

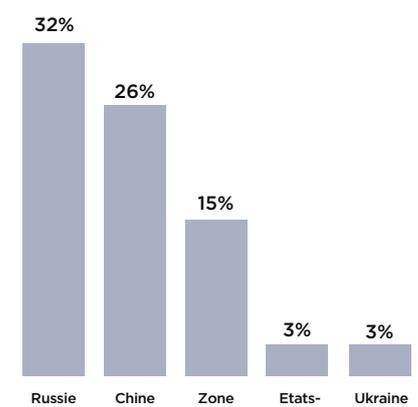
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 12 400

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Economie dépendante des matières premières (pétrole, gaz, uranium et fer).
- Fragilité du système bancaire
- Lacunes persistantes du cadre juridique et institutionnel
- Risque d'instabilité politique en cas de succession précipitée du Président Nazarbaïev

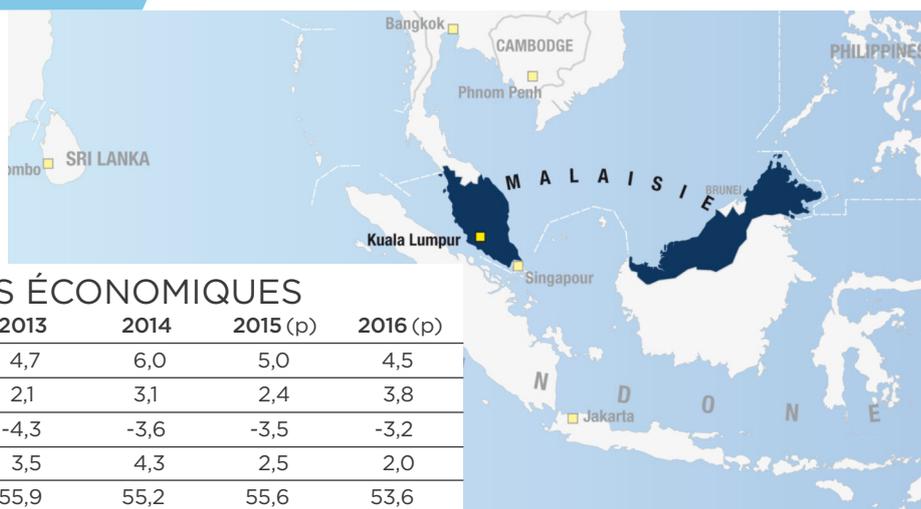
## MALAISIE

## ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A3

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	4,7	6,0	5,0	4,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,1	3,1	2,4	3,8
Solde public / PIB (%)	-4,3	-3,6	-3,5	-3,2
Solde courant / PIB (%)	3,5	4,3	2,5	2,0
Dettes publiques / PIB (%)	55,9	55,2	55,6	53,6

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUEL'atonie de la demande mondiale devrait  
continuer à peser sur l'activité

Après avoir été moins dynamique en 2015, l'activité devrait continuer à ralentir en 2016. La faiblesse des prix des matières premières continuera à pénaliser les exportations d'hydrocarbures. Néanmoins, la diversification de l'économie devrait permettre d'atténuer le choc sur la croissance. Le pays exporte également des produits manufacturés à forte valeur ajoutée. Cependant, les exportations de biens électroniques souffrent du ralentissement de l'économie chinoise. De plus, la demande en provenance des États-Unis devrait rester importante mais devrait souffrir du ralentissement de l'économie américaine. Néanmoins, malgré un niveau d'endettement élevé, la consommation des ménages devrait rester vigoureuse : le chômage devrait demeurer contenu, les ménages les plus modestes bénéficieront d'une augmentation des transferts sociaux, les prélèvements sociaux ont été abaissés et l'inflation devrait rester modérée, en dépit de la dépréciation du Ringgit, grâce à la baisse des prix alimentaires.

Par ailleurs, les effets d'entraînement du programme de transformation économique continueront d'être positifs pour l'investissement privé et public avec, notamment, la construction d'une liaison ferroviaire à grande vitesse reliant Singapour à Kuala Lumpur. Enfin, les secteurs liés au tourisme devraient continuer à souffrir des effets des deux catastrophes aériennes de la Malaysian Airlines intervenues en 2014 ainsi que de la dégradation du contexte sécuritaire à Bornéo. Néanmoins, le gouvernement a assoupli les conditions d'accès au pays pour les touristes en provenance de Chine. Enfin, l'industrie manufacturière devrait continuer à souffrir d'un manque de compétitivité.

Le solde budgétaire se redresse malgré la  
faiblesse du prix des hydrocarbures tandis  
que la situation extérieure reste solide

En 2016, le déficit budgétaire devrait continuer à se réduire. Le gouvernement a procédé à l'introduction d'une TVA à un taux de 6 %, l'élargissement de la taxe foncière et la réduction des subventions concernant l'électricité, le sucre et l'essence. Ces mesures devraient permettre de compenser la baisse des recettes budgétaires liées à la faiblesse du prix des hydrocarbures. Le redressement du solde budgétaire permettrait de réduire la dette publique qui restera, cependant, à un niveau élevé. De plus, l'État malais est également exposé à travers des engagements contingents qui pourraient représenter 15 % du PIB.

Par ailleurs, l'excédent courant devrait diminuer légèrement en raison de la dégradation de la balance commerciale qui s'explique par la faiblesse du prix des matières premières et le ralentissement de la demande chinoise.

Si le niveau élevé des réserves de change (près de 6 mois d'importations) assure à la Malaisie une bonne capacité de résistance face à des sorties brutales de

capitaux, le Ringgit subit des pressions baissières dans un contexte de turbulences financières mondiales liées à la baisse du prix du pétrole et au scandale relatif au fond public 1MDB affectant le premier ministre. Néanmoins, la Réserve Fédérale américaine devrait retarder le resserrement de sa politique monétaire, ce qui devrait permettre de contenir les sorties de capitaux. Enfin, le secteur bancaire demeure suffisamment capitalisé et liquide. Néanmoins, le niveau élevé d'endettement des ménages et l'exposition des banques aux actifs étrangers constituent un risque.

Le premier ministre fragilisé par le scandale  
relatif au fond 1MDB

En dépit de la victoire du parti du Premier Ministre, le Barisan Nasional (BN), les élections générales de mai 2013 ont confirmé un rééquilibrage des forces politiques et la montée en puissance de l'opposition initiée lors des élections de 2008. Néanmoins, la légitimité du Premier Ministre, Najib Razak, a été confirmée par sa victoire lors des élections internes du parti en octobre 2013. Cependant, des soupçons de corruption, de détournement de fond et de mauvaise gestion liés au fond d'investissement public 1MDB fragilisent le premier ministre depuis juillet 2015. Le procureur général a blanchi Najib Razak mais la commission anti-corruption a fait appel de cette décision et des juridictions étrangères enquêtent sur ce dossier. Un ancien premier ministre appelle à la démission de Najib Razak qui a limogé son premier adjoint ainsi que le précédent procureur général du pays. Néanmoins, il continue de bénéficier du soutien de son parti. De plus, les élections internes de la coalition du premier ministre n'auront lieu qu'après les élections législatives de 2018. Malgré ces scandales, le pays devrait continuer à bénéficier d'un environnement des affaires favorables grâce, notamment, à la qualité de sa réglementation.

Enfin le BN affiche sa volonté, au travers du programme *One Malaysia*, de mettre fin à la Nouvelle Politique Economique mise en place en 1969 - mesures de discrimination positive en faveur des Bumiputra (Malais d'origine) - et considérée comme un frein aux investissements étrangers. Néanmoins, les tensions communautaires demeurent sous-jacentes en raison de la diversité religieuse et ethnique.

## Points forts

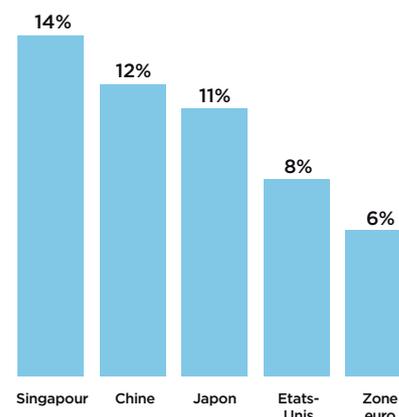
- Exportations diversifiées
- Dynamisme du secteur des services
- Bonnes infrastructures, R&D élevée
- Soutien de l'investissement à travers le développement du marché financier local et un accès élargi aux IDE

Population (millions d'habitants - 2014) 30,6

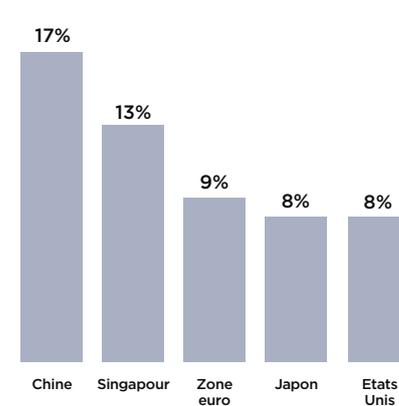
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 11 049

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Économie dépendante de la demande externe
- Forte dépendance des recettes budgétaires aux performances du secteur gazier et pétrolier
- Endettement du secteur privé très élevé
- Érosion de la compétitivité prix de l'économie liée à un coût du travail élevé
- Persistance des disparités régionales

## ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

A2

Environnement  
des affaires

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	-1,1	0,9	1,5	1,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,4	-0,2	0,5	0,6
Solde public / PIB (%)	-4,8	-7,2	-4,2	-3,7
Solde courant / PIB (%)	1,4	0,5	1,0	1,0
Dette publique / PIB (%)	129,0	130,2	129,1	129,0

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

## Une reprise insuffisamment musclée

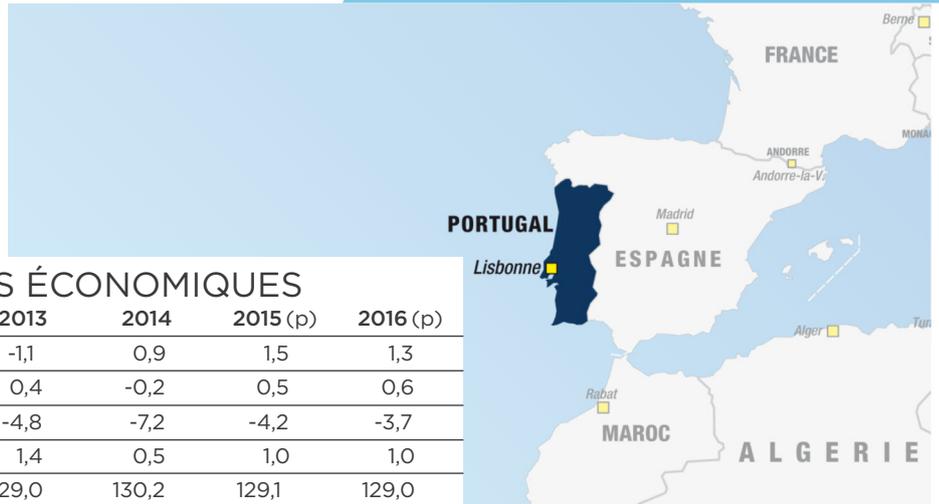
Après une décélération de l'activité dans la seconde partie de l'année 2015, l'indicateur du climat économique de l'Institut national des statistiques restait hésitant en début d'année 2016. La croissance est moins musclée qu'en Espagne et demeure en deçà de la moyenne de la zone euro. La reprise, d'abord tirée par les exportations, s'est étendue au marché intérieur mais celui-ci manque de dynamisme en raison notamment d'un ralentissement de la création d'emplois et d'un important endettement privé. Le taux de chômage a décliné mais tendait à se stabiliser en fin d'année dernière et au tout début de cette année (à 12,2 %). Le manque de vitalité du marché du travail devrait persister et la consommation légèrement ralentir en 2016 malgré une politique budgétaire plus expansionniste et une augmentation du salaire minimum. Le désendettement des entreprises et un environnement extérieur moins porteur devraient également limiter la progression de l'investissement. La contribution du commerce extérieur à la croissance resterait légèrement négative du fait de la progression des importations.

## Un endettement des entreprises élevé et une hausse des créances douteuses qui affecte la rentabilité des banques

Les marges des entreprises ont commencé à se redresser à partir de l'été 2009 en raison de la modération salariale et des restructurations de l'emploi. Néanmoins, les faillites, enregistrées notamment dans les secteurs de la construction et du commerce de gros et de détail, ont légèrement augmenté en 2015 après s'être sensiblement repliées en 2014. Elles avaient plus que triplé entre 2007 et 2013.

Par ailleurs, bien qu'en légère décline, l'endettement des entreprises demeure élevé (118 % du PIB à fin septembre 2015) et pèse sur l'investissement. Le secteur bancaire a renforcé, globalement, sa solvabilité depuis 2012 et bénéficie de meilleures conditions de financement mais la hausse des prêts non-performants affecte sa rentabilité et restreint sa capacité à prêter aux entreprises viables. Deux dossiers continuent de peser sur le secteur : la faillite de la Banif en 2015 et la vente, prévue d'ici l'été 2017, de Novo Banco, née en 2014 du sauvetage de Banco Espírito Santo.

Le bilan du plan de sauvetage international (UE et FMI) de 78 Mds €, mis sur pied en mai 2011, est positif. Le pays a retrouvé le plein accès aux marchés obligataires avant l'expiration (juin 2014) de ce plan et n'a donc pas eu à recourir à une ligne de crédit de précaution (il fait actuellement l'objet d'une surveillance post-programme). L'activité économique s'est redressée, les comptes publics se sont améliorés et le déséquilibre des comptes extérieurs s'est résorbé. Cependant, bien que l'Etat ait été en mesure, en mars 2015, de racheter par anticipation une partie des emprunts contractés auprès du FMI, le fardeau de la dette publique et

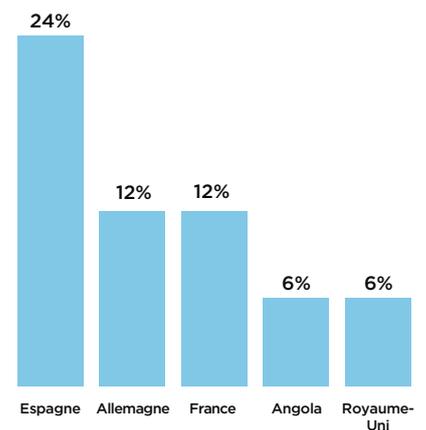


Population (millions d'habitants - 2014) 10,4

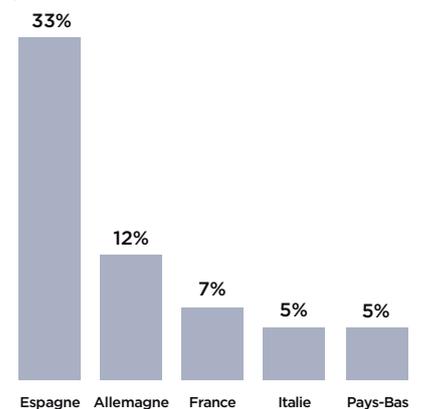
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 22 123

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Taille limitée de l'industrie manufacturière, spécialisation dans des secteurs à faible valeur ajoutée (textile-habillement, produits minéraux et minerais, métaux, produits agroalimentaires)
- Niveau élevé de l'endettement de l'Etat et des entreprises
- Rigidité du marché du travail et manque de concurrence intérieure, insuffisance de l'investissement
- Dégradation de la qualité du portefeuille et de la rentabilité des banques

l'important besoin de financement du gouvernement continuent de faire peser des risques significatifs sur la viabilité de cette dette, dont la dynamique demeure très sensible aux chocs macro-économiques. Le marché de la dette reste volatile comme en témoigne la remontée temporaire mais notable des taux d'intérêt souverains en février 2016 liée au risque de remise en cause par le gouvernement de la politique de rigueur.

## Un contexte politique plus fragile

Le Parti Social-Démocrate (PSD) a remporté les élections législatives du 4 octobre 2015 mais n'a pas obtenu la majorité absolue. Après plusieurs semaines de négociations, le président Anibal Cavaco Silva (PSD) a confirmé le premier ministre, Pedro Passos Coelho (PSD), dans son poste. Cependant, la gauche (Partis socialiste et communiste et bloc de gauche) s'est unie pour la première fois en 40 ans et a déposé une motion de censure devant le Parlement, provoquant la chute du gouvernement le 10 novembre.

Le 24 novembre, après avoir demandé au Parti socialiste (PS) des garanties sur la stabilité d'un futur gouvernement ainsi que des clarifications sur le respect des engagements budgétaires du pays, le président a été contraint de nommer son dirigeant, Antonio Costa, premier ministre. Néanmoins, la coalition parlementaire de gauche apparaît précaire, les alliés du PS réclamant la fin de la politique d'austérité. Les députés de gauche ont d'ailleurs adopté en février 2016 un budget à haut risque qui prévoit de desserrer l'étau de la rigueur tout en réduisant les déficits. En outre, le Parti communiste n'abandonne pas l'idée d'une restructuration de la dette du pays.

Enfin, le Portugal restera fragilisé par des contraintes structurelles (faiblesse de l'investissement, niveau d'endettement élevé et goulots d'étranglements) qui rendent nécessaire la poursuite de l'effort de réforme. Bien que des progrès aient été accomplis dans ce domaine, le Portugal demeure en retard par rapport à ses pairs sur le plan de la flexibilité du travail et de la concurrence intérieure. L'efficacité de l'administration et la discipline du secteur public en matière de paiement sont à améliorer, de même que le fonctionnement du régime de l'insolvabilité et des procédures de restructuration de la dette des entreprises.

## Points forts

- Infrastructures de qualité
- Attractivité touristique
- Début de diversification sectorielle et géographique, capacités de recherche et d'innovation
- Baisse des coûts unitaires du travail et effort de réforme

## ÉVALUATIONS COFACE

A2

Pays

A1

Environnement  
des affaires

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	2,2	2,9	2,2	1,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,6	1,5	0,0	0,8
Solde public / PIB (%)	-5,7	-5,7	-4,4	-3,5
Solde courant / PIB (%)	-4,5	-5,1	-5,0	-4,7
Dette publique / PIB (%)*	86,2	88,2	88,6	89,1

(p) : prévision

\* Au sens de Maastricht

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

## La croissance repose sur des bases solides

Après avoir affiché de meilleures performances que beaucoup de grandes économies avancées en 2015, la croissance britannique devrait diminuer en 2016, dans un contexte d'incertitude accrue liée au possible « Brexit » (sortie du pays de l'UE), ce qui pèserait sur la confiance des agents privés. Elle serait toujours soutenue par la consommation privée en lien avec le dynamisme des salaires (le salaire minimum a été augmenté de 3 % fin 2015) et la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail (taux de chômage avoisinant 5 % fin 2015), et ce dans un contexte favorable de coûts d'emprunt faibles et de réduction du taux d'épargne. Néanmoins ces moteurs s'affaibliraient compte tenu de la légère remontée anticipée de l'inflation. La hausse des prix immobiliers en 2015 (qui a avoisiné 8 %) pourrait se poursuivre dans un contexte d'offre toujours contrainte, ce qui soutiendrait la consommation mais limiterait l'accès aux primo-accédants et ne favoriserait pas la réduction de la dette des ménages élevée (125 % du PIB). Le risque de bulle immobilière est donc à surveiller. L'investissement devrait être favorisé par la bonne situation financière des entreprises et des conditions financières avantageuses : le dispositif de soutien au crédit Funding for Lending Scheme sera d'ailleurs étendu jusqu'en janvier 2018 et le montant que les banques pourront emprunter se réduirait graduellement. Il devrait toutefois être pénalisé par l'affaiblissement de la confiance des investisseurs, comme en témoignent les indicateurs de début d'année. Ces derniers pourraient en effet adopter un comportement attentiste en raison du risque de « Brexit ». Les grands projets d'infrastructures demeurent néanmoins une priorité pour les autorités (100 Mds £ de dépenses annoncées d'ici 2020 soit 5 % du PIB 2015), notamment au vu du redressement de la productivité qui reste un enjeu essentiel. Les échanges extérieurs pénaliseraient toujours l'activité : la hausse des coûts salariaux limiteraient les gains de compétitivité et les exportations ne progresseraient donc que légèrement en raison de la reprise modérée en zone euro. Cette évolution ne compenserait pas le dynamisme des importations soutenues par la demande intérieure. L'inflation a peine à rester en territoire positif en 2015 sous l'effet notamment de la baisse du prix des matières premières ainsi que de l'appréciation de la livre sterling face à l'euro. En 2016 elle devrait progresser légèrement grâce à l'arrêt de la chute du prix de l'énergie, la hausse des salaires, la diminution des capacités excédentaires de l'économie et de moindres pressions à la hausse sur la livre sterling vis-à-vis de l'euro. La politique monétaire ne devrait pas se durcir d'ici la fin de l'année.

## La consolidation budgétaire demeure une priorité du gouvernement

Le gouvernement est toujours engagé dans une démarche de consolidation fiscale, même si le déficit se réduit plus lentement que prévu. Elle s'opère notamment via la réduction des dépenses (modération salariales dans le secteur public, baisse des dépenses de santé). Côté recettes, le budget prévoit notamment des réductions d'impôt sur les investissements ainsi qu'une baisse du taux d'imposition pour les entreprises (20 % à 18 % d'ici 2020), et la suppression progressive de la taxe bancaire sur les bilans, qui sera cependant remplacée par une taxe sur les profits bancaires de 8 %. Le déficit budgétaire se réduirait ainsi en 2016. Le solde courant devrait s'améliorer légèrement en 2016, en lien avec la reprise modérée en zone euro, qui permettrait une baisse du déficit de la balance des revenus ainsi qu'une hausse des exportations de services financiers (Londres demeurant la première place financière du monde) et des biens. Couplé au dynamisme des importations, le solde commercial resterait au final globalement stable.

## Le risque d'un « Brexit » n'est pas à exclure

Le parti des conservateurs a obtenu la majorité absolue lors des élections législatives de mai 2015, mettant fin à cinq ans d'alliance avec le parti libéral démocrate. Elle conforte également la politique de consolidation budgétaire du ministre des finances George Osborne. Le parti travailliste se retrouve ainsi affaibli. Le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne (UE) aura lieu le 23 juin. En cas de sortie de l'UE, le traité de Lisbonne laisse deux ans au pays pour quitter effectivement l'Union. Les conséquences dépendraient alors de la définition des nouvelles modalités commerciales, juridiques et de régulation. Une étude du Centre for Economic Performance (Mai 2015) considère que dans le cas d'une faible hausse des coûts liés aux barrières commerciales, la perte de revenus s'élèverait à 1,1 % du PIB (contre 3,1 % dans le cas pessimiste avec une forte hausse des coûts). En outre, en se privant de la voix européenne, le pays perdrait de son influence sur la scène internationale.

Le pays a gagné deux places dans le classement Doing Business et prend ainsi la première place parmi les pays du G7. L'environnement des affaires progresse avec 4,5 jours pour créer son entreprise (contre 20 en moyenne dans les autres pays), la baisse de l'impôt sur les sociétés ainsi que l'augmentation des exonérations de charges sociales qui ont contribué à améliorer l'attractivité du pays.

## Points forts

- Production d'hydrocarbures couvrant les trois-quarts des besoins énergétiques
- Secteurs de pointes (aéronautique, pharmacie)
- Faible impôt sur les sociétés

## Points faibles

- Dépendance de l'économie aux services financiers
- Dette et déficits publics élevés
- Endettement privé élevé
- Risque de sortie de l'UE

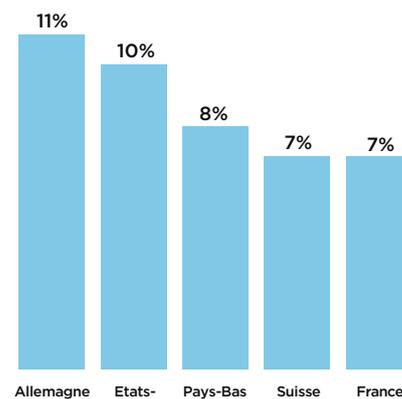


Population (millions d'habitants - 2014) 64,5

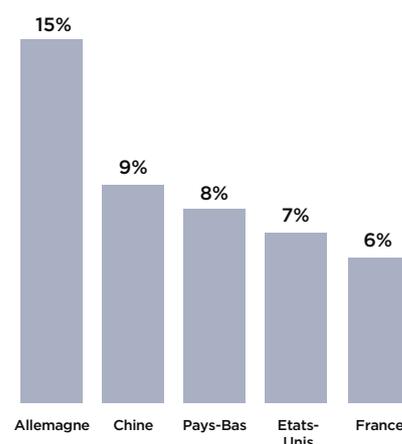
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 45 729

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## ÉVALUATIONS COFACE

<b>D</b>	Pays
<b>D</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE TRÈS ÉLEVÉ</b>	Cotation moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,3	-4,0	-5,7	-5,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	40,6	62,1	180,6	204,0
Solde public / PIB (%)	-14,4	-14,9	-24,3	-25,0
Solde courant / PIB (%)	2,4	5,2	-3,0	-4,0
Dettes publiques / PIB (%)	52,0	51,8	52,9	52,9

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

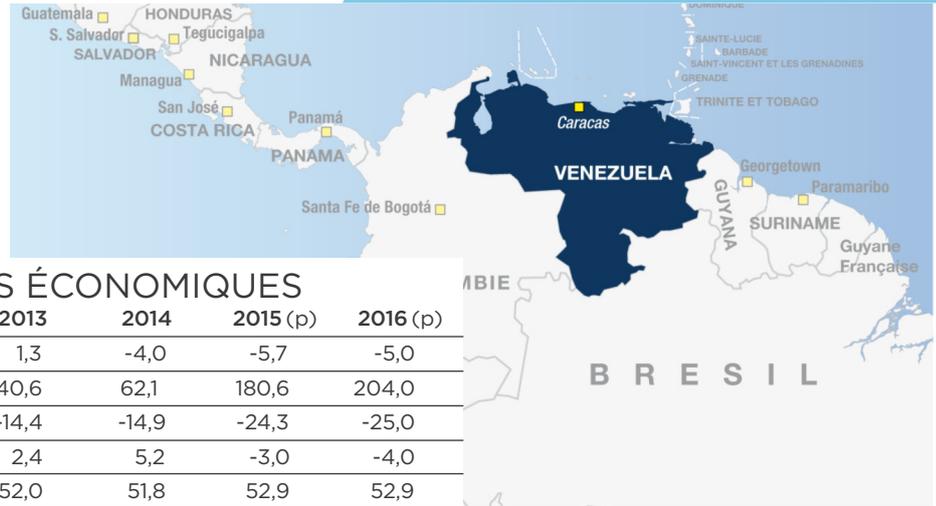
## L'activité économique devrait continuer à se contracter en 2016

L'activité économique au Venezuela devrait encore se contracter en 2016. D'une part, elle reste affectée par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages en raison de l'inflation galopante et, d'autre part, par la baisse durable du prix du pétrole qui limite la dépense publique sous forme d'aides sociales multiples en faveur des classes défavorisées. L'activité industrielle devrait demeurer contrainte par le retard accumulé en termes de capacité de production et de faible diversification liée aux difficultés à se procurer des équipements et des produits intermédiaires importés. Les capacités productives du secteur agricole affectées par l'insuffisance des investissements et laissées à l'abandon au profit du secteur pétrolier contribuent aussi à freiner la reprise de l'activité. Le ralentissement de l'investissement privé devrait se poursuivre malgré la probable élimination progressive des restrictions aux importations et aux devises. La méfiance des investisseurs locaux et étrangers face à l'insécurité du cadre juridique devrait encore favoriser les sorties de capitaux du pays. L'inflation devrait rester élevée, alimentée par l'expansion rapide de la masse monétaire et la forte dépréciation du bolivar face au dollar.

## Des vulnérabilités budgétaires et externes très préoccupantes

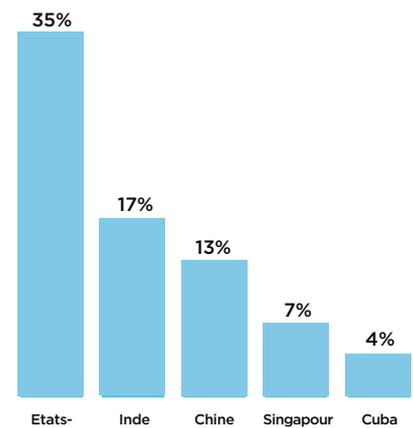
En 2016, l'évolution du prix du pétrole, qui génère près de la moitié des recettes budgétaires, reste le principal défi pour les finances publiques. La faiblesse persistante des prix réduit les marges de manœuvre du gouvernement et rend la menace d'un défaut de paiement de la dette externe vénézuélienne de plus en plus crédible. Le pays qui avait évité de justesse le défaut en 2015 grâce aux prêts accordés par la Chine, a réussi à honorer, une fois de plus, l'échéance de février 2016 (1,5 milliards d'USD). Les deux échéances les plus importantes à venir (autour de 4,8 Mds d'USD) sont prévues en octobre et en novembre de cette année. La situation économique chaotique du pays associée à la l'arrivée de l'opposition au pouvoir lors des élections législatives de décembre 2015 ne laisse plus le choix au président, contraint désormais d'opérer un resserrement de la politique budgétaire.

Sur le plan du commerce extérieur, le pétrole représente 96% des recettes d'exportations vénézuéliennes. La faiblesse persistante du prix du pétrole conjuguée à celle de la production, à cause du manque d'investissement, devrait continuer à affecter le solde courant en 2016. Par ailleurs, les quantités livrées à la Chine (faisant l'objet d'une gestion opaque) devraient aussi augmenter, parallèlement à l'encours des prêts chinois qu'elles servent à rembourser. Paradoxalement, les produits pétroliers consti-

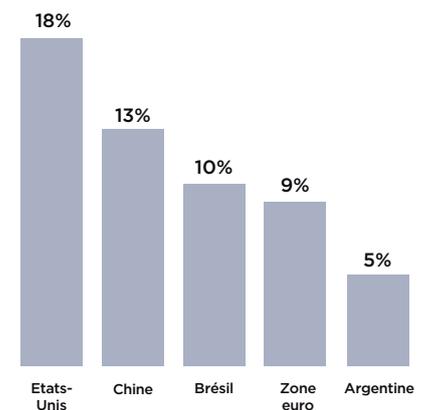
Population (millions d'habitants - 2014) **30,4**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **6 772**

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



tuent également le deuxième poste des importations vénézuéliennes en raison du fonctionnement médiocre des raffineries locales. Le manque de compétitivité du secteur manufacturier, quasi inexistant, limite également les perspectives de progression des exportations hors pétrole. Les IDE restent très réduits à cause de l'insécurité du cadre juridique et le recours aux prêts bilatéraux ne suffit pas à équilibrer la balance des paiements, ce qui se traduit par une érosion des réserves et par l'envolée du dollar sur le marché parallèle.

## Absence de stratégie économique de la droite vénézuélienne

La coalition MUD (*Mesa Unitaria Democrática*) regroupant les 25 partis d'opposition a remporté la majorité des sièges lors des élections législatives de décembre 2015 et a mis fin au mouvement de gauche fondé par l'ancien président Hugo Chavez il y a seize ans. Malgré l'enthousiasme suscité par cette victoire, l'opposition ne semble pas avoir de stratégie alternative visant à redresser le pays de la crise économique et politique dans laquelle il est plongé. Elle semble d'ailleurs plus intéressée par une réforme de la constitution dont l'objectif serait d'abroger le mandat du président Nicolas Maduro. Cela profite à l'actuel président qui a décrété en janvier 2016 « l'état d'urgence économique » d'une durée de 2 mois renouvelable (période durant laquelle le président peut dicter des mesures d'ordre économique, politique et social). L'une des premières mesures a consisté en l'augmentation du prix de l'essence (le litre d'essence super coûte désormais 6 bolivars contre 0,097 bolivars), une première depuis près de 20 ans (même si le prix reste particulièrement faible). Il a aussi autorisé une dévaluation de 58% de l'un des trois taux de change en vigueur dans le pays, destinés à l'achat de biens de première nécessité et dont l'objectif serait de relancer la production locale. Bien que nécessaire, ces mesures semblent encore insuffisantes pour redresser la situation économique du pays fortement tributaire de l'évolution du prix du pétrole.

## Points forts

- Réserves considérables de pétrole le long du fleuve Orénoque et potentiel gazier offshore
- Proximité géographique avec les Etats-Unis, premier marché d'exportation du pétrole vénézuélien
- Influence dans la région caraïbe grâce à l'initiative *PetroCaribe*
- Actifs (y compris aux Etats-Unis) de la compagnie pétrolière nationale PDVSA
- Population active croissante

## Points faibles

- Economie fortement dépendante des hydrocarbures et des prêts de la Chine
- Inflation galopante
- Impéritie de la compagnie pétrolière nationale PDVSA
- Gestion opaque et discrétionnaire des revenus pétroliers
- Pénurie de devises et de biens
- Retards de paiement dans le commerce courant

---

**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](http://www.coface.fr)

