

2
Chine et Etats-Unis,
deux colosses aux
pieds d'argile

8
Baromètre
Modification des
évaluations Coface
risque pays

10
Fiches pays
Bilan économique
de 10 pays

PANORAMA

JUIN 2016

Baromètre risque pays 2^{ème} trimestre 2016 Chine et Etats-Unis, deux colosses aux pieds d'argile

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Bons chiffres de croissance en Europe, rebond de beaucoup de devises émergentes et des cours du pétrole,... les signes d'accalmie s'étaient multipliés au printemps avant le référendum britannique du 23 juin. Mais ce calme n'est qu'apparent, tant les risques « micro » apparaissent dès que l'on gratte cette surface « macro ». Et les deux premières économies mondiales que sont les Etats-Unis et la Chine, dont les évaluations pays sont déclassées respectivement en A2 et B, illustrent parfaitement cette tendance. En Chine, les indicateurs conjoncturels les plus commentés, tels que la croissance du PIB, les ventes au détail ou encore la production industrielle, font état d'une stabilisation de la croissance. Mais les défauts d'entreprises sont en forte progression. Aux Etats-Unis, derrière la baisse continue du taux de chômage se cachent des entreprises dont la rentabilité s'érode et qui investissent moins.

Mais le parallèle entre la Chine et les Etats-Unis s'arrête là, tant ces vulnérabilités « micro » sont différentes de part et d'autre du Pacifique. Du côté chinois, les entreprises souffrent de surcapacités et d'un endettement excessif qui prendront du temps à se résorber, tandis qu'aux Etats-Unis les problèmes des entreprises sont davantage cycliques que structurels : six années après le début du processus de reprise qui leur a pleinement profité, le point de retournement est atteint et se traduit par une montée des défaillances en ce début d'année, pour la 1^{ère} fois depuis 2010.

Si l'on ajoute le Japon (déclassé en A2 en mars), ce sont donc les trois plus grandes économies qui voient le risque de crédit de leurs entreprises augmenter en cette première partie d'année. Sans surprise, les pays asiatiques sont pénalisés par l'essoufflement chinois (déclassements de la Corée, de Hong Kong, Singapour et Taïwan). Avant le

référendum britannique, l'Europe était, une fois n'est pas coutume, pourvoyeuse de bonnes nouvelles : les évaluations pays de la France ou encore de l'Italie sont en effet revues à la hausse (respectivement en A2 et A3), sous l'effet de défaillances en recul, de profits qui ont cessé de reculer et de conditions de crédit toujours plus favorables. L'Europe centrale et orientale prend l'aspiration de la voiture zone euro : la Roumanie, la Slovaquie, la Lituanie et la Lettonie sont reclassées. En Europe, les entreprises devraient donc rester sur une dynamique positive dans les prochains mois, à moins que les répercussions du vote du 23 juin et d'autres incertitudes politiques multiples ne viennent gâcher la fête.

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

coface
FOR SAFER TRADE

Juin 2016

CHINE ET ETATS-UNIS, DEUX COLOSSES AUX PIEDS D'ARGILE

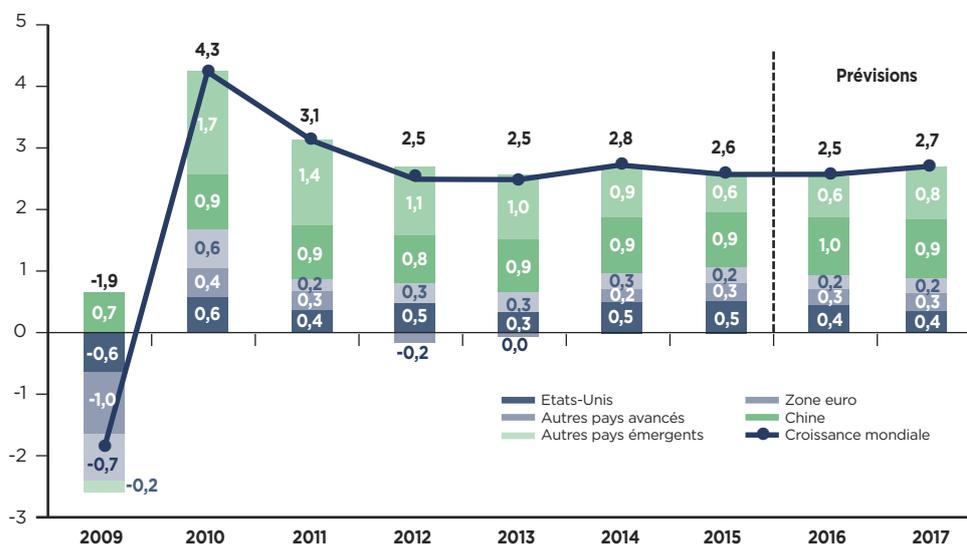
L'économie mondiale reste engluée dans le piège d'une croissance molle « à la japonaise », malgré des politiques monétaires toujours plus expansionnistes

Sans surprise, les perspectives de croissance mondiale ne se sont pas améliorées depuis notre dernière actualisation en mars. Elles se détériorent même légèrement (prévision de croissance mondiale revue en baisse de 0,2 point à 2,5%), notamment en raison des Etats-Unis (voir ci-dessous). Peu d'améliorations sont à attendre pour 2017, puisque nous prévoyons que la croissance mondiale restera inférieure à 3% pour la 6^{ème} année consécutive, et donc engluée dans le piège d'une croissance molle « à la japonaise ». En effet, comme au Japon depuis le milieu des années 1990, cette croissance en berne va de pair avec un faible niveau d'inflation : les prix à la consommation devraient progresser de seulement 2,9% dans le monde en moyenne cette année d'après le FMI, soit

la plus faible croissance depuis 1980 ⁽¹⁾. Pour les seules économies avancées, l'inflation serait même inférieure à 1%, là encore du jamais vu.

Cette atonie n'incite évidemment pas les banques centrales à durcir leur politique monétaire : aucune hausse de taux à l'horizon pour la BCE (voir encadré 1 page 5) et la Banque du Japon. Le ralentissement en cours de la croissance américaine met à mal la volonté de la Réserve fédérale d'augmenter son taux directeur. Au Royaume-Uni, les prévisions de durcissement monétaire ont été rangées au placard et pourraient même laisser place à des anticipations de baisse de taux à la suite du vote du 23 juin dernier (voir encadré n°3 page 7).

Graphique n° 1
Contributions à la croissance mondiale



Sources : FM, statistiques nationales et calculs Coface

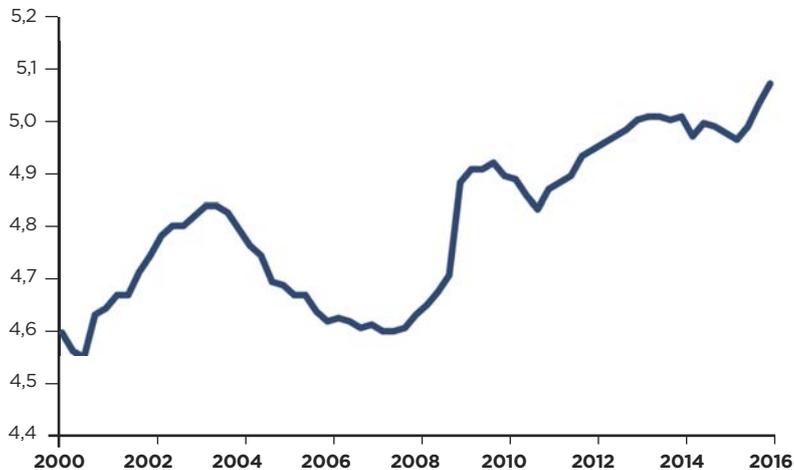
Les entreprises sont pénalisées par cet environnement : une croissance atone signifie pour elles un manque de débouchés, tandis qu'une faible inflation limite leur pouvoir en matière de fixation des prix. Dans ce contexte, le risque entreprise augmente d'après nos évaluations pays qui mesurent leur risque de crédit moyen dans 160 pays.

La moyenne mondiale de ces évaluations fait en effet état d'une nette augmentation du niveau de risque pour les entreprises dans le monde. Pire, le niveau observé est à un pic jamais atteint depuis le début des années 2000, période de création de ces évaluations pays (voir graphique n°2 page 3).

(1) Le FMI ne fournit pas cette donnée pour les années antérieures à 1980

Graphique n° 2

Indice moyen de risque pays dans le monde
(1 = évaluation pays A1, risque faible ; 8 = évaluation pays E, risque extrême)



Source : Coface

Chine : un répit de courte durée

La Chine explique en partie cette tendance, son évaluation pays étant déclassée de A4 à B. Le premier trimestre a pourtant furtivement laissé entrevoir des signes de stabilisation de la croissance, grâce à une forte progression du crédit encouragé par la banque centrale. Les autorités continuent en effet de soutenir l'activité via des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, en témoignent les mesures de relance qui devraient porter le déficit budgétaire à 3% du PIB en 2016 (contre 2,3% en 2015). Néanmoins, l'efficacité de la relance est de plus en plus limitée et génère une aggravation du risque

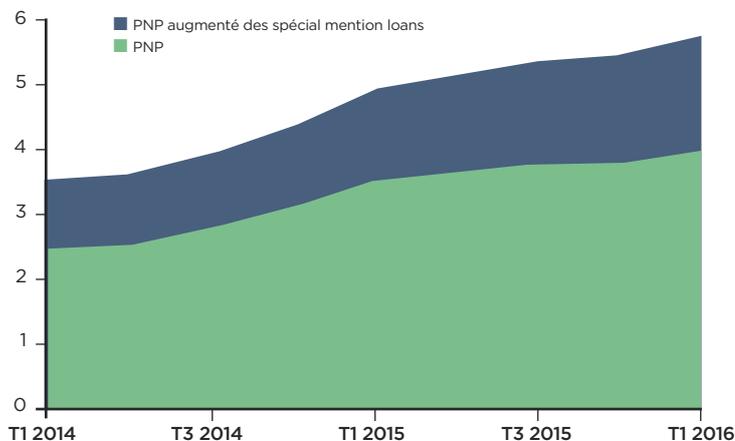
de crédit. En cause : les surcapacités observées dans de nombreux secteurs (acier, ciment,...). De plus, le niveau d'endettement élevé des entreprises chinoises explique qu'une part de plus en plus significative des nouveaux financements n'est pas allouée à l'investissement, mais vise uniquement à refinancer des lignes existantes⁽²⁾. Le FMI⁽³⁾ estime d'ailleurs que 14% des emprunts contractés par des entreprises chinoises peuvent être considérés risqués⁽⁴⁾, les secteurs les plus vulnérables étant l'acier (39%), les ventes⁽⁵⁾ (35%) et le secteur minier (35%). Et les prêts non-performants ne cessent de progresser : ils enregistrent une hausse de 42% au premier trimestre sur un an. Augmentées des « *Special mention loans* », les créances douteuses représentent désormais 5,8% du total des prêts (voir graphique n°3).

Les autorités chinoises prennent donc progressivement conscience que cette politique monétaire expansionniste n'est pas soutenable. D'ailleurs, les indicateurs d'activité les plus récents attestent d'un ralentissement de la croissance au printemps lié à une réduction des crédits alloués (voir fiche pays page 12) et les signaux microéconomiques tels que la montée rapide du nombre de défauts sur le marché local d'obligations d'entreprises sont négatifs (voir graphique n°4).

Le reste de l'Asie continue d'ailleurs de ressentir cette onde de choc chinoise. La dernière enquête de paiement réalisée par Coface met en exergue des difficultés croissantes pour les entreprises, plus de 80% des entités interrogées ayant enregistré des retards de paiement en 2015⁽⁶⁾. Les acteurs du secteur de la construction sont de loin les plus touchés par cet allongement des délais de paiement.

Graphique n°3

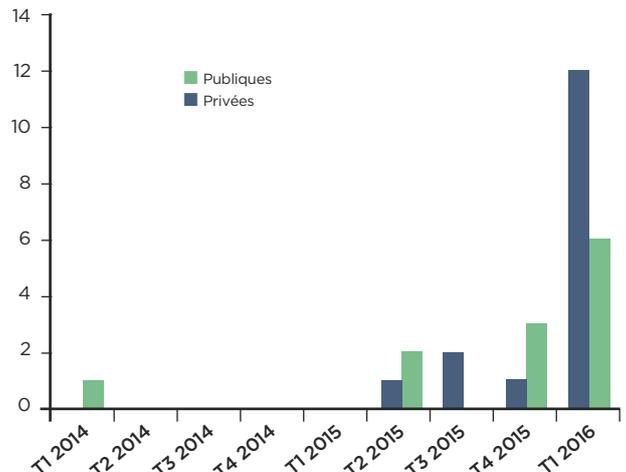
Ratio de prêts non performants (% du total)



Source : PBoC

Graphique n°4

Nombre de défauts d'obligations d'entreprises en Chine



Source : Bloomberg

(2) En 2015, 44% des émissions obligataires auraient servi à refinancer des programmes existants selon Wind Informations

(3) Global Financial Stability Report, FMI, Avril 2016

(4) Lorsque le ratio de couverture d'un emprunteur est inférieur à 1, la dette est considérée « risquée ». Le ratio de couverture est mesuré par le ratio EBITDA / dépenses intérêts

(5) Ventes en gros et au détail

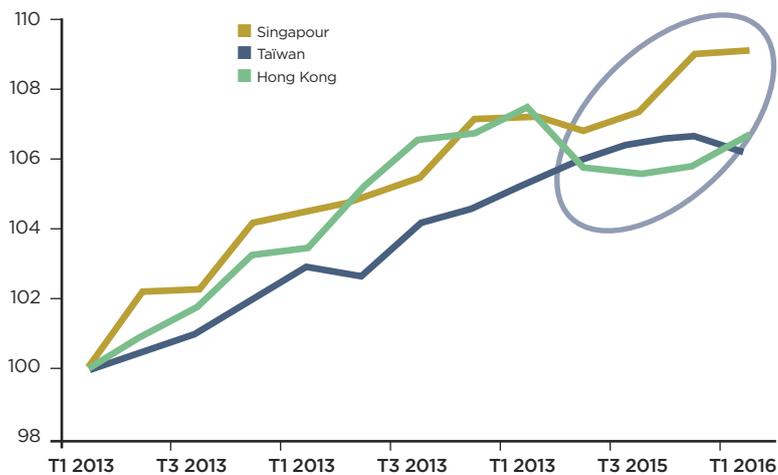
(6) « Asia Corporate Payment Survey », Panorama Coface, mai 2016. www.coface.com/News-Publications/Publications

Premières économies touchées : Singapour, Hong Kong, Taïwan, la Corée du Sud et la Malaisie. Très ouvertes et fortement exposées à la Chine⁽⁷⁾, elles font face à un ralentissement de leur croissance et une montée du risque de crédit des entreprises. L'endettement élevé des ménages (notamment en Corée du Sud, en Malaisie, en Thaïlande et à Singapour) pourrait aussi peser sur l'activité. Leur évaluation pays est donc déclassée (voir page 9). A l'inverse, les Philippines ou encore le Vietnam continuent d'afficher une croissance soutenue.

comptabilisés dans les chiffres officiels. Autre mauvaise nouvelle : ce rapport sur l'emploi confirme que les secteurs de l'énergie et manufacturier ne sont plus les seuls à détruire des emplois. Des secteurs jusqu'ici en forme comme la construction semblent s'essouffler. Seules les créations dans le secteur de la santé auront permis d'éviter à l'économie américaine de détruire des emplois au mois de mai. La croissance de la consommation des ménages sera un peu moins dynamique qu'à son habitude dans les trimestres à venir, d'autant plus que le rebond récent de l'inflation (notamment dans les services tels que les loisirs, loyers ou encore santé) limite la progression du pouvoir d'achat des consommateurs américains.

Graphique n°5

PIB de Singapour, Taïwan et Hong Kong (base 100 = 1^{er} trimestre 2013)



Source : Données nationales

Etats-Unis : montée des défaillances au premier trimestre, pour la première fois depuis 2010

Aux États-Unis, la croissance ralentit et ne devrait pas excéder 1,8% cette année et 1,5% l'année prochaine. Les effets de ce tassement sont déjà ressentis par les entreprises : le nombre de défaillances a légèrement progressé au 1^{er} trimestre 2016 (+0,3%), pour la première fois depuis 6 ans ! Le recul de leurs profits est un autre signal tangible de la fragilité croissante des entreprises américaines : -6% sur un an au 1^{er} trimestre 2016, après un repli de 11,5% au 4^{ème} trimestre 2015. La chute des profits des entreprises du secteur de l'énergie n'y est certes pas étrangère, mais elle n'explique pas tout : hors secteur de l'énergie, les profits restent en recul (-7,9% sur un an au 4^{ème} trimestre).

Les entreprises ne sont pas les seules à marquer le pas : les créations d'emplois ont touché un plus bas depuis 6 ans en mai (à 38 000). Et le recul du taux de chômage (à 4,7% de la population active) est en trompe l'œil, dans la mesure où il coïncide avec un repli du taux d'emploi. Dit autrement, le taux de chômage a baissé malgré la faiblesse du nombre de créations d'emploi car davantage de chômeurs découragés ont cessé de chercher un emploi ne sont donc plus

Europe : l'investissement repart, mais les incertitudes politiques rodent

Si la croissance a ralenti aux États-Unis, elle a accéléré en zone euro au premier trimestre (+0,6% en glissement trimestriel), alimentée à la fois par la consommation des ménages et l'investissement privé. Ce bon démarrage devrait lui permettre d'atteindre 1,7% sur l'ensemble de l'année. Le relâchement budgétaire (notamment en Espagne) et surtout les effets positifs de la baisse des prix du pétrole sur les marges des entreprises ainsi que sur le pouvoir d'achat des ménages sont toujours à l'œuvre. La politique de taux bas de la BCE (voir encadré n°1 page 5) favorise aussi les entreprises. La dernière enquête semestrielle de la BCE sur les conditions de financement des PME en zone euro, publiée en juin, met d'ailleurs en exergue cette tendance : les petites et moyennes entreprises européennes sont moins inquiètes que par le passé concernant les conditions de crédit bancaires. Pour le 3^{ème} semestre d'affilée, elles affirment en effet observer une progression de l'offre de crédit bancaire ainsi qu'une baisse des taux d'intérêt proposés. Et pour la première fois, cette amélioration bénéficie aussi aux très petites entreprises. Les progrès les plus marqués sont observés en Espagne, en Irlande et en Slovaquie, tandis que seules les PME finlandaises et autrichiennes ne profitent pas de cette amélioration d'après l'enquête⁽⁸⁾.

La croissance devrait se stabiliser en 2017, dans un contexte de remontée de l'inflation non compensée par une progression équivalente des salaires nominaux, les niveaux de chômage restant élevés dans la plupart des pays de la zone malgré leur légère décline récente. Et les risques liés aux incertitudes politiques au Royaume-Uni (voir encadré n°3 page 7) et dans le reste de l'Europe seront aussi à surveiller au second semestre 2016 et l'année prochaine. En effet celles-ci sont susceptibles de peser sur la croissance, dans la mesure où elles conduisent les ménages et les entreprises à différer certaines décisions de consommation et d'investissement. Différentes études le confirment. En 2011, Aisen et Vaiga concluent qu'un degré d'incertitude politique plus élevé (mesuré par le

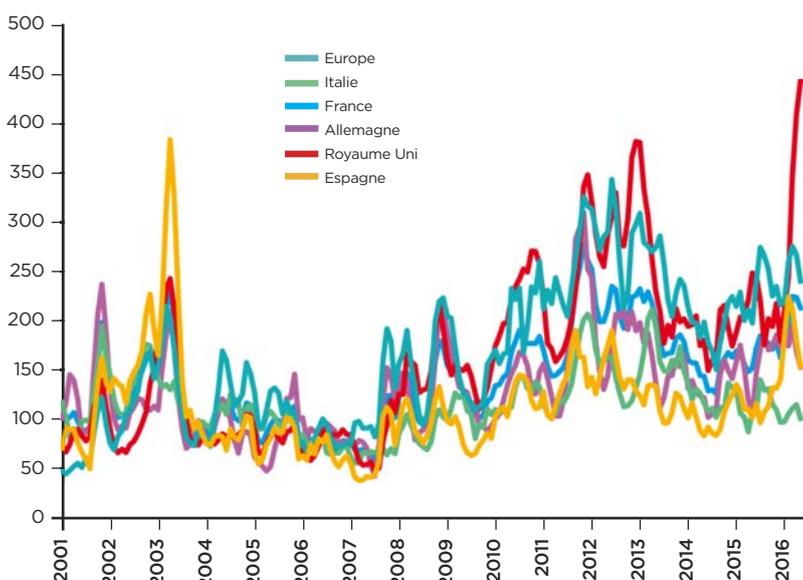
(7) L'Asie à l'épreuve du ralentissement chinois, Panorama Coface, Septembre 2015. www.coface.com/News-Publications/Publications

(8) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70>

nombre de changements de gouvernement) est associé avec une croissance du PIB par habitant plus faible, après avoir étudié la relation statistique entre ces deux variables dans 169 pays entre 1960 et 2004⁽⁹⁾. Ces résultats confirment ceux d'Alesina (1996)⁽¹⁰⁾ selon lesquels la croissance du PIB de 113 pays entre 1950 et 1982 était significativement moins élevée lorsque la probabilité de chute d'un gouvernement était forte.

Or l'indicateur EPU (Economic Policy Uncertainty)⁽¹¹⁾, qui vise à mesurer le degré d'incertitudes en matière de politique économique, confirme que ces dernières sont à un niveau élevé. Tandis qu'il ne dépassait pas 100 en moyenne entre 2001 et 2007, cet indicateur a oscillé entre 150 et 200 depuis 2008 (voir graphique n°6). Il a même dépassé 400 au Royaume-Uni en avril et mai, dans le contexte de campagne en vue du référendum sur le maintien ou non du pays au sein de l'Union européenne. En raison du résultat du referendum britannique (voir encadré n°3 page 7), il est peu probable que le degré d'incertitude régresse significativement en Europe dans les trimestres à venir, d'autant plus que le calendrier politique s'annonce chargé : conséquences politiques des élections législatives espagnoles de juin, poursuite du programme grec (voir encadré n°2 page 6), élections régionales en Allemagne en septembre 2016 puis mai 2017, référendum constitutionnel en Italie (automne 2016), élections législatives aux Pays-Bas au 1^{er} trimestre 2017, élections présidentielle et législatives en France au printemps 2017 et enfin élection parlementaires en Allemagne en septembre 2017. Sans compter que la crise des migrants n'a pas été résolue, malgré l'accord signé avec la Turquie en début d'année, et devrait continuer d'influer sur les campagnes de ces différentes élections.

Graphique n°6
Indice d'incertitudes politiques en Europe



Source : www.policyuncertainty.com

Encadré n°1

De nouvelles mesures de la BCE pour renforcer l'inflation et l'investissement en zone euro

Le 8 juin 2016, la BCE lançait son programme d'achats d'obligation d'entreprise (CSPP). Cette mesure s'ajoute à cinq autres annoncées le 10 mars 2016 par Mario Draghi : (i) baisse de 0,05 point de base du taux refi à 0% ; (ii) baisse du taux de facilité de prêt marginal à 0,25% ; (iii) baisse de 0,1 point à -0,4% du taux de dépôt ; (iv) augmentation de 20 milliards d'euros d'achats d'actifs mensuels à 80 milliards d'euros ; et (v) mise en place de nouveaux TLTRO (prêts à 4 ans aux banques à taux très bas).

La mise en œuvre de ces nouvelles mesures a été justifiée par le manque de dynamisme de la croissance et le faible niveau de l'inflation. Actuellement en territoire négatif (-0,1% sur un an en mai 2016), le taux d'inflation devrait rebondir au-dessus de 1% vers la fin d'année 2016 grâce à des effets de base favorables ainsi qu'à la légère

remontée récente des prix du pétrole. Coface prévoit un prix du pétrole proche de 50\$ le baril en moyenne durant le second semestre 2016 (soit environ 45\$/baril sur l'ensemble de l'année). L'inflation sous-jacente (hors prix alimentaire et de l'énergie) demeure quant à elle à un faible niveau (0,8% sur un an en mai 2016).

Le CSPP vise à acheter des obligations d'entreprises non-financières ayant leur siège en zone euro et de qualité « investment grade ». Le stock maximum de dette éligible à ce programme est estimé entre 400 et 800 milliards d'euros. Jusqu'à présent, la BCE n'a pas annoncé le montant mensuel d'actifs privés qu'elle entend acquérir, mais le consensus l'estime à 5 milliards d'euros (soit 6,3% du flux mensuel d'achats de 80 milliards d'euros). Les entreprises françaises seraient les principales bénéficiaires

du CSPP devant celles des Pays-Bas, de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne. En opérant sur le marché secondaire, voire également sur le marché primaire, l'objectif de la BCE est de réduire le coût de financement des entreprises pour que celles-ci puissent financer de nouveaux projets d'investissement. En abaissant le rendement de la dette, la BCE espère orienter les investisseurs vers les segments de marché plus risqués et vers les PME qui traditionnellement se financent sur le marché bancaire. Cette mesure pourrait toutefois perdre en efficacité si les investisseurs, découragés par les faibles rendements qu'offrent les entreprises sûres, se reportent sur des entreprises hors zone euro. Les entreprises, quant à elles, pourraient être tentées de se lancer dans des opérations de fusions-acquisitions ou de racheter leurs propres actions plutôt que d'investir.

(9) Aisen A. et Vaiga F. (2011) : « How Does Political Instability Affect Economic Growth? », document de travail No WP/11/12 du Fonds monétaire international.
 (10) Alesina, A. and Perotti, R. (1996). "Income distribution, political instability, and investment." *European Economic Review* 40, 1203-1228.
 (11) L'indicateur EPU se base sur l'occurrence d'articles traitant d'incertitudes économiques dans la presse, les dispositions budgétaires et les écarts de prévisions de croissance du PIB entre économistes. Voir www.policyuncertainty.com

Encadré n°2

La viabilité de la dette grecque dépend d'un important allègement

En dépit de l'effacement consenti en 2012 par les créanciers privés (opération d'échange à prix décoté des titres de la dette publique) et de l'octroi par les créanciers de la zone euro et le FMI de nouveaux délais de grâce et de remboursement ainsi que de baisses de taux sur leurs prêts (accord de confirmation pour le FMI, 1^{ère} facilité de prêt à la Grèce et prêts du Fonds européen de stabilité financière - FESF - pour les créanciers européens), la dette publique grecque demeure très élevée. Elle atteint, fin 2015, 311,5 Mds € (soit 176,7% du PIB), dont les 2/3 sont dus aux partenaires européens (hors BCE). Les prêts européens sont assortis, en moyenne, de périodes de grâce et de remboursement de respectivement 15 et 40 ans. Le taux d'intérêt variable moyen est d'environ 1,2%.

Lors des discussions concernant la 1^{ère} revue du programme du MES (Mécanisme européen de stabilité, fonds qui a succédé au FESF), qui se sont achevées le 16 juin 2016, les ministres des finances de la zone euro se sont engagés à alléger la dette grecque si certaines conditions sont réunies. Cette promesse d'allègement était depuis longtemps défendue par le FMI.

Cependant, il ne s'agit pas d'une restructuration immédiate (celle-ci ne pourra intervenir qu'en 2018), alors que le FMI aurait souhaité qu'elle le soit. D'autre part, il n'est pas question d'une réduction du montant de la dette nominale mais de mesures d'allègement telles qu'un remboursement partiel anticipé de la 1^{ère} facilité de prêt et un nouveau reprofilage des prêts du FESF. Les européens ne consentiront à ce réaménagement que si les engagements pris au titre du plan de sauvetage sont tenus. A court terme, toutefois, c'est-à-dire d'ici la fin du 3^{ème} plan d'aide (2018), des mesures seront mises en œuvre afin de lisser le profil des remboursements au FESF et réduire les taux d'intérêts.

Selon l'analyse de viabilité de la dette publique grecque réalisée par le FMI (23 mai 2016), sans restructuration le ratio de la dette, après avoir dans un premier temps diminué (160% du PIB en 2030), se remettra à croître, atteignant environ 250% en 2060. Les prévisions du FMI en matière budgétaire sont cependant moins optimistes que celles de la Commission européenne (excédent primaire de 1,5% du PIB à long terme, contre 3,5% pour la Commission, point qui reste ainsi à clarifier...).

Les hypothèses de croissance de long terme ont été revues par le FMI à la baisse à 1,25% du fait de la faiblesse de la croissance potentielle. L'analyse du FMI suggère que, pour faire baisser durablement le ratio de la dette, le besoin de financement de l'Etat devra être maintenu sous la barre des 10% du PIB jusqu'en 2040 et n'augmenter que jusqu'à 20% en 2060, ce qui implique un reprofilage conséquent des prêts européens. Le FMI propose ainsi une combinaison de trois mesures :

- un allongement de la durée de remboursement de 30 ans pour la facilité de prêt à la Grèce, de 14 ans pour les prêts du FESF et de 10 ans pour ceux du MES ;
- un allongement de la période de grâce allant de 6 ans pour le MES à 17 et 20 ans pour le FESF et la facilité de prêt à la Grèce, ainsi qu'une extension du différé de paiement des intérêts sur ces prêts ;
- une réduction des taux d'intérêts (remplacement des taux variables par des taux fixes n'excédant pas 1,5% jusqu'en 2040).

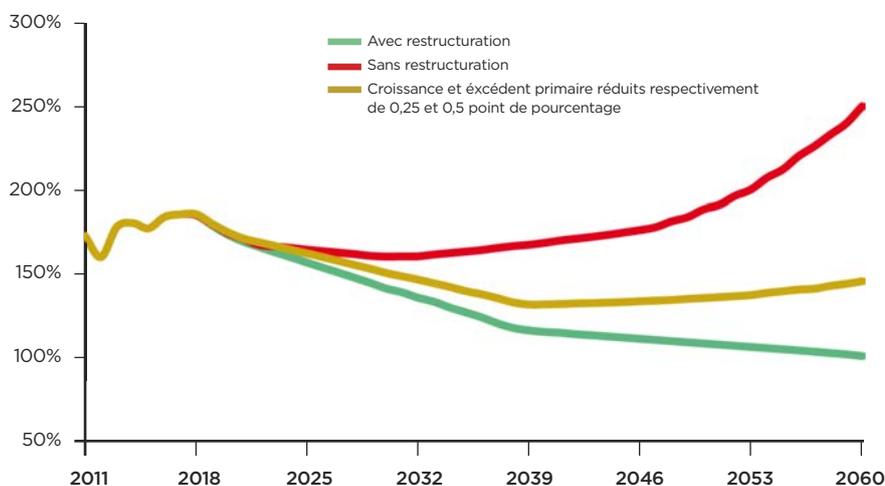
L'ensemble de ces mesures permettrait de ramener le ratio de la dette à 100% du PIB en 2060.

Reste que, même après restructuration, la dynamique de la dette restera très sensible aux chocs. Ainsi, une croissance se stabilisant à 1% à long terme (-0,25 point de pourcentage par rapport au scénario de base), accompagnée d'un moindre excédent primaire (1% du PIB soit -0,5 point), ne permettrait plus d'assurer la viabilité de la dette.

Le FMI doit s'assurer, d'ici fin 2016, que les mesures prévues par les Européens, dont beaucoup ne sont pas quantifiées, permettent bien de ramener la dette sur une trajectoire viable à long terme. Ceux-ci ont toutefois accepté la méthodologie qu'il propose (fondée sur la fixation du besoin de financement de l'Etat) pour calibrer l'allègement de la dette.

Graphique n°7

Dette publique grecque (scenarii de soutenabilité)



Source : FMI (AVD de mai 2016)

Encadré n°3

Royaume-Uni : après le vote, quelle est l'étape suivante ?

Judi 23 juin, le Royaume-Uni a voté en faveur d'une sortie de l'Union européenne. Le vote du « out » a récolté 52%, contre 48% pour le « in ». Le Premier ministre David Cameron a annoncé sa démission suite à l'annonce des résultats. L'onde de choc s'est répandue sur les marchés financiers vendredi 24 juin compte tenu de la forte incertitude à court et long termes. La livre a plongé à son plus bas niveau depuis 1985. Les bourses mondiales ont également chuté. Le pétrole, l'or et l'euro (face au dollar) reflètent également la forte augmentation de la volatilité et l'aversion au risque global.

À court terme, l'incertitude et la volatilité sont susceptibles de prévaloir sur les marchés financiers. L'impact sur l'activité et la confiance des consommateurs, à la fois au Royaume-Uni et dans le reste du monde, dépendra de l'ampleur de la correction des marchés financiers et des développements politiques à venir dans les prochaines semaines.

Au Royaume-Uni, si l'activité et la confiance des consommateurs est affectée par la volatilité des marchés financiers et des incertitudes politiques, la consommation privée sera affectée par une augmentation de l'épargne de précaution et par une hausse de l'inflation. Le choc touchera également l'investissement privé. Le secteur de la construction pourrait quant à lui subir l'impact de la hausse des prix des intrants importés. Ainsi, le paradoxe étant que les secteurs exportateurs ne soient pas les plus sujets au risque de court terme, en bénéficiant de la dépréciation de la livre. Une baisse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre n'est alors pas à exclure d'ici la fin d'année. Ces raisons expliquent notre révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB (à 1,2% en 2016 au lieu de 1,8%, et à 1,1% en 2017).

Les incertitudes politiques nationales s'ajoutent à ce risque du fait que l'élection du candidat conservateur pourrait prendre plusieurs mois. Une autre conséquence de la sortie du Royaume-Uni tient à l'Ecosse, qui pourrait organiser un nouveau référendum afin de rester dans l'UE (comme leur vote l'a montré). Le cas de l'Irlande du Nord pourrait également être problématique, d'autant plus que le pays à une

frontière commune avec l'Irlande, pays membre de l'Union européenne.

Dans le reste du monde et notamment dans l'UE, l'ampleur des effets de contagion à court terme dépendra surtout des décisions politiques et de l'action des Banques centrales, dont les principales se sont déjà déclarées prêtes à fournir davantage de liquidités.

La situation politique en Espagne pourrait créer davantage d'incertitudes quant à la viabilité du projet européen. Plus tard cette année se tiendra un référendum en Italie sur la réforme de la constitution (la démission du Premier ministre Renzi est en jeu). Des élections sont également prévues aux Pays-Bas, en France et en Allemagne au premier, deuxième et troisième trimestre respectivement.

Une plus grande volatilité et incertitude à court terme sera déterminée par les défis de long terme et les inconnus résultant du référendum. A cet égard, le principal challenge est bien entendu la négociation de l'accord commercial entre le Royaume-Uni et l'UE. Le principal point d'achoppement sera l'accès au marché unique qui assure la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes (et rend possible pour les entreprises du secteur financier basées au Royaume-Uni d'opérer facilement dans le reste de l'UE, sans se conformer aux réglementations nationales). Selon l'article 50 du traité sur l'Union européenne, le Royaume-Uni doit formellement annoncer son intention de quitter l'UE devant le Conseil européen (le prochain se tenant le 28 juin). Le Royaume-Uni aura alors deux ans pour négocier un nouvel accord commercial avec l'UE, qui semble toutefois peu probable compte tenu de la longue période de temps requise pour négocier des accords commerciaux : sept années ont été nécessaires au Canada et à l'UE pour aboutir à un accord commercial (qui n'est toujours pas ratifié). Les deux années de négociation peuvent toutefois être prolongées. Trois types d'accord sont concevables : (i) être membre de l'espace économique européen, comme la Norvège, impliquant un accès total au marché unique mais en perdant le droit de vote sur les réglementations et les

décisions de l'UE ; (ii) obtenir un accord bilatéral sur mesure, comme la Suisse, établissant un accès au marché unique pour des secteurs spécifiques et (iii) suivre les règles de l'OMC, avec des tarifs douaniers et un accès refusé au marché unique.

L'accord dépendra largement des choix politiques du futur Premier ministre du fait de l'arbitrage entre les bénéfices économiques résultant de l'accès au marché unique et les contraintes politiques/réglementaires. Comme un des leaders du camp du « out » a de fortes chances d'être le prochain Premier ministre, un accord à la norvégienne est moins probable et la négociation avec l'UE sera donc compliquée. Et se rabattre sur l'OMC signifie une hausse des tarifs douaniers et pas d'accès au marché commun. Dans le pire scénario, le coût économique du Brexit sera plus élevé :

- (1) Au Royaume-Uni, les secteurs exportateurs habituellement liés à l'UE à travers les chaînes d'approvisionnement (les secteurs pharmaceutique et automobile sont des exemples notables) souffriront d'une augmentation des tarifs douaniers sur leurs exportations vers l'UE à long terme. Mais de l'autre côté, le gouvernement pourrait aussi décider d'imposer une augmentation des tarifs à l'importation, notamment afin d'aider les secteurs actuellement fragilisés face à la concurrence internationale (métallurgie). L'effet de long terme sur le secteur de la finance (8% du PIB, soit deux fois plus que la moyenne des pays de l'OCDE) reste pour le moment inconnu.
- (2) Dans l'UE, les pays ayant le plus de liens (en termes d'échanges commerciaux et d'investissements) avec le Royaume-Uni et avec une faible taille relative de marché sont les plus exposés : l'Irlande est de loin le pays le plus à risque, suivi des Pays-Bas, de la Belgique, du Danemark et de la Suède, où l'impact sera moindre.

BAROMETRE

Juin 2016

MODIFICATION DES ÉVALUATIONS COFACE RISQUE PAYS

RECLASSEMENTS

Pays	Nouvelle évaluation risque pays
France	A2
Italie	A3
Lituanie	A3
Slovénie	A3
Lettonie	A4
Roumanie	A4
Côte d'Ivoire	B

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 huit niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D, E. Cette échelle comprenait jusqu'ici 7 crans seulement. Une huitième catégorie a été créée afin d'ajouter de la granularité dans l'analyse risque pays : une partie des pays faisant partie de la catégorie D sont désormais inclus dans cette nouvelle catégorie E synonyme de risque de crédit extrêmement élevé.

Ces pays sont :

Afghanistan, Arménie, République Centrafricaine, Cuba, Erythrée, Iran, Irak, Libye, Soudan, Syrie, Timor-Leste, Vénézuéla, Yémen, Zimbabwe.

France : A2

- Augmentation des marges des entreprises en 2016, aidée par la croissance de l'activité et par le CICE
- Plus haut investissement des entreprises depuis quatre ans au premier trimestre (+2,3%)
- Redémarrage de l'activité dans la construction (5% du PIB)
- Baisse des défaillances d'entreprises (-3,2% prévu en 2016)

Italie : A3

- Le pays a renoué avec la croissance depuis le 1^{er} trimestre 2015. L'activité devrait se renforcer en 2016 et 2017, tirée principalement par la consommation privée, elle-même soutenue par la hausse du revenu réel des ménages. La bonne tenue de cette dernière, la réduction des capacités de production inutilisées et la progression attendue des marges des entreprises devraient entraîner un raffermissement de l'investissement. En revanche, les importations devraient continuer à croître plus rapidement que les exportations.
- L'emploi poursuit sa progression et le taux de chômage a reculé depuis fin 2014.

- Les faillites ont amorcé leur décrue en 2015. Ce mouvement s'est poursuivi au premier trimestre 2016.

Côte d'Ivoire : B

- La croissance économique demeure l'une des plus dynamiques du continent. La poursuite des grands travaux, l'amélioration notable du climat des affaires, les mesures de soutien au secteur privé, une inflation contenue et l'amélioration du niveau de vie de la population devraient continuer à soutenir l'activité en 2016 et à moyen terme.
- Les déséquilibres macroéconomiques se sont réduits.
- Après deux années record, la production de cacao pourrait légèrement diminuer cette année. Toutefois, les exportations devraient bénéficier encore de la bonne tenue du cours de cette matière première.
- La stabilité politique est sortie renforcée de la réélection, sans heurt, d'Alassane Ouattara en octobre 2015.
- La sécurité a été globalement restaurée, en dépit de l'attentat djihadiste de Grand-Bassam en janvier 2016.

DÉCLASSEMENTS

Pays	Nouvelle évaluation risque pays
Etats-Unis	A2
Canada	A3
Corée du Sud	A3
Finlande	A3
Hong Kong	A3
Koweït	A3
Qatar	A3
Singapour	A3
Taiwan	A3
Emirats Arabes Unis	A4
Malaisie	A4
Namibie	A4
Arabie Saoudite	B
Chine	B
Algérie	C
Angola	D
Mozambique	D

Evaluations risque pays

Singapour : A3

- L'économie singapourienne, dépendante du commerce, est exposée au ralentissement structurel de la Chine
- La demande externe en provenance des Etats-Unis, du Japon et de l'Europe est plus faible que prévu et affecte le secteur manufacturier dont la production est orientée vers l'export
- Le choc sur le marché des commodités (y compris sur le pétrole) pénalise également l'activité (activités de trading, chute des activités d'exploration)

Arabie Saoudite : B

- L'économie saoudienne subit les effets négatifs liés à un prix du pétrole bas. L'activité non pétrolière ralentit, le déficit du solde public s'accroît et les dépôts publics se modèrent, fragilisant ainsi le système bancaire.
- 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 ralentissent depuis le début de l'année. L'indice des directeurs d'achat saoudiens (PMI) reste en dessous de sa moyenne de long terme.
- Le déficit public se maintient à un niveau élevé. Suite à la baisse des réserves de change, le royaume a pro-

cedé à l'émission de ses premières obligations souveraines depuis 2007.

Le programme Saudi Vision 2030 lancé en avril 2016 a pour objectif de réduire la dépendance de l'économie saoudienne au pétrole. Néanmoins, ses effets ne se matérialiseront pas à court terme.

Algérie : C

- Le pays reste fortement dépendant du secteur des hydrocarbures. La politique budgétaire expansionniste menée jusqu'en 2015 a permis de limiter l'impact du choc pétrolier sur l'activité économique mais la croissance devrait ralentir en 2016 en raison d'une baisse des dépenses publiques. Le pays a connu en 2015 un déficit record pour la seconde année consécutive. Ce dernier atteindrait 15% en 2016, après avoir atteint 16% en 2015 selon les dernières données du FMI. Le Fonds de régulation des recettes (FRR) tend à s'épuiser (passant de 25,6% du PIB en 2014 à de 12,3% du PIB en 2016).
- Le déficit du compte courant continue de se creuser, alors que les exportations d'hydrocarbures ont chuté de près de moitié. Les flux IDE restent faibles et n'excèdent pas 1% du PIB. Les réserves de change bien qu'importantes ont diminué.

Mozambique : D

- Les prévisions de croissance sont dégradées par la révélation de la dissimulation par le gouvernement d'une dette de 1,4 Md USD. Le FMI et la Banque mondiale ont suspendu leur aide financière dans l'attente d'éclaircissements. La dette publique pourrait atteindre 90% en 2016. La probabilité d'un défaut souverain augmente. Les investissements sont dissuadés par le manque de confiance dans la fiabilité du gouvernement et sa capacité à gérer le problème de son endettement.
- Dégradation de la situation politique avec la reprise de l'opposition du RENAMO contre le FRELIMO au pouvoir.

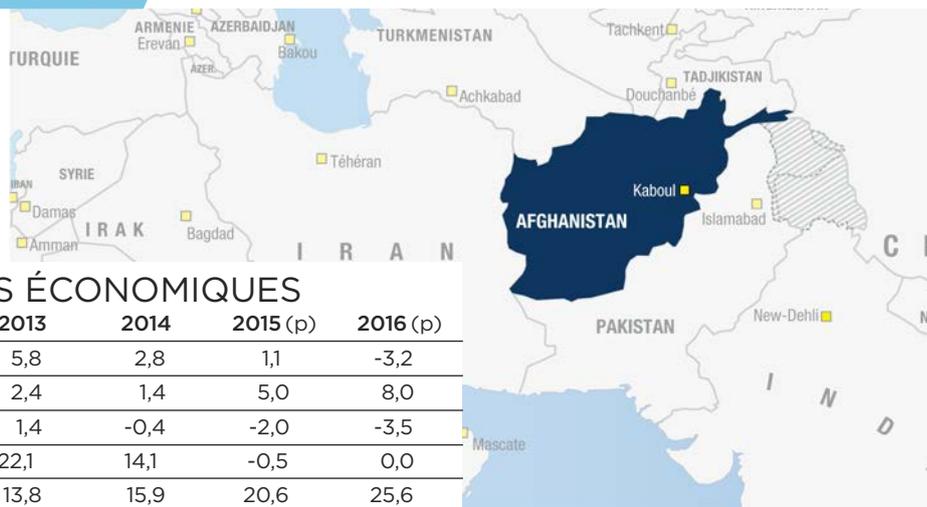
Zambie : D

- Chute du cours du kwacha en 2015 (perte de près de 50% de sa valeur face au dollar), en grande partie à cause du ralentissement chinois et de l'impact de l'effondrement du prix du cuivre. La monnaie pourrait s'affaiblir davantage si le dollar se raffermir.
- Les compagnies minières ont annoncé des programmes de réduction de leur activité. Le pays continue à souffrir des prix bas et de la baisse de la production. Le déficit budgétaire (environ 8% en 2016) ne s'améliorera pas en 2016. La dette publique a plus que doublé entre 2012 et 2015, atteignant 53% du PIB en 2015 (58% prévu en 2016).

AZERBAÏDJAN

ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
C	Environnement des affaires
RISQUE MODÉRÉ	Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	5,8	2,8	1,1	-3,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,4	1,4	5,0	8,0
Solde public / PIB (%)*	1,4	-0,4	-2,0	-3,5
Solde courant / PIB (%)	22,1	14,1	-0,5	0,0
Dette publique / PIB (%)	13,8	15,9	20,6	25,6

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

APPRÉCIATION DU RISQUE

L'économie azerbaïdjanaise devrait connaître en 2016 sa première récession depuis vingt ans

La croissance, affectée par la baisse des prix du pétrole, devrait être négative en 2016. Le secteur des hydrocarbures (40% du PIB), en particulier celui du gaz, demeurera prépondérant dans l'économie. La production de gaz devrait fortement progresser grâce au lancement de la deuxième phase du projet Shah Deniz, les livraisons ne devant toutefois pas commencer avant 2018-2019. L'activité des services (30% du PIB) et de la construction, fortement soutenue par les investissements publics au cours des dernières années, devrait reculer en raison d'une politique budgétaire plus restrictive. La consommation ne devrait pas être beaucoup plus dynamique en 2016 qu'en 2015 compte tenu d'une politique budgétaire qui devrait être peu expansionniste et d'une inflation qui resterait élevée. La persistance d'un prix bas des hydrocarbures et des taux d'intérêt élevés (porté de 5% à 7% en mars 2016) pèseront en outre sur les investissements (hors projets d'infrastructure déjà lancés et soutenus par l'Etat comme la construction de gazoducs). Enfin, la contribution des exportations devrait être contrainte par une faible progression des volumes et un cours des hydrocarbures qui devrait rester en 2016 inférieur à celui observé en 2015.

La hausse des prix à la consommation devrait se poursuivre, alimentée par l'impact persistant de la dépréciation du manat face au dollar observée en 2015.

Dégradation du déficit public mais stabilisation des comptes extérieurs

Malgré les efforts de consolidation budgétaire annoncés fin 2015, le gouvernement ne devrait pas pouvoir renoncer à une progression, même modérée, des dépenses sociales pour limiter la baisse des revenus réels. La priorité des projets d'investissements publics pourrait en revanche être revue. Le recul des dépenses devrait être insuffisant pour compenser la baisse, plus forte qu'initialement prévue, des recettes pétrolières et gazières (50% des revenus de l'Etat). Par ailleurs, les revenus hors hydrocarbures devraient être fortement réduits par le repli de l'activité. Dans ce contexte, le gouvernement a amendé, en février 2016, son projet de budget, désormais établi sur la base d'un cours du pétrole à 25 \$/bl (hypothèse conservatrice).

Le montant des actifs accumulés dans le fonds souverain SOFAZ, estimé à près de 34 milliards d'USD (plus de 50% du PIB) à fin 2015, confère à l'Etat une marge de manœuvre confortable.

Après la nette dégradation observée en 2015, les comptes extérieurs devraient se stabiliser en 2016. Les dévaluations en 2015 ont permis à l'Azerbaïdjan de retrouver une certaine compétitivité face notamment à la concurrence de produits russes dont les prix ont fortement baissé suite à l'effondrement du rouble.

Cependant, les exportations, très dépendante des hydrocarbures (95% du total) devraient peu progresser en raison du cours peu élevé du pétrole et du gaz et d'une production qui ne devrait pas augmenter fortement à court terme. Les importations devraient s'accroître faiblement, en raison de la modération de la demande et des investissements publics. Les flux d'IDE resteraient importants, surtout pour les projets dans le secteur des hydrocarbures (pipeline Trans-Anatolien - TANAP et Trans-Adriatique - TAP).

La banque centrale (BCA) a renoncé à l'ancrage du manat au dollar fin 2015, après que la devise ait perdu environ 50% de sa valeur face au dollar. Le régime de flottement dirigé introduit depuis vise à atténuer les conséquences du cours bas du pétrole sur le budget et préserver les réserves de change. Le cours du manat s'est ainsi raffermi en début d'année 2016 et devrait se stabiliser, sous réserve de l'absence de nouvelle baisse des cours du pétrole.

Le secteur bancaire, fortement dollarisé, a souffert de la dépréciation qui a fragilisé les bilans.

Stabilité politique qui n'exclut pas les tensions sociales

Le président Ilham Aliyev, au pouvoir depuis 2003 a été réélu pour un troisième mandat en octobre 2013. Son parti (Parti du Nouvel Azerbaïdjan - NAP) a remporté les élections législatives de novembre 2015, boycottées par la majorité des partis d'opposition.

Si le gouvernement est, jusqu'à présent, parvenu à maintenir une certaine stabilité sociale et politique grâce à d'importantes ressources pétrolières, l'accroissement des inégalités et le fort ralentissement de l'activité accentuent le mécontentement de la population. Les risques de répression et la faiblesse de l'opposition limitent toutefois les mouvements de protestation.

Par ailleurs, malgré quelques progrès, les performances en matière de gouvernance restent globalement moins bonnes que celles d'autres pays de la CEI, en particulier en termes de lutte contre la corruption (172^{ème} rang en 2014 alors que la Russie occupe le 168^{ème} et le Kazakhstan le 155^{ème}).

Enfin, le risque d'instabilité politique régionale reste élevé en raison des tensions avec l'Arménie concernant le statut du Haut-Karabakh, comme en témoigne la reprise, début avril 2016, du conflit armé. Aucun scénario de résolution du conflit ne semble, à court terme, pouvoir être envisagé.

Points forts

- Abondance des ressources pétrolières et gazières
- Développement de nouvelles voies de transit énergétique vers l'UE
- Bon niveau de qualification de la main d'œuvre

Points faibles

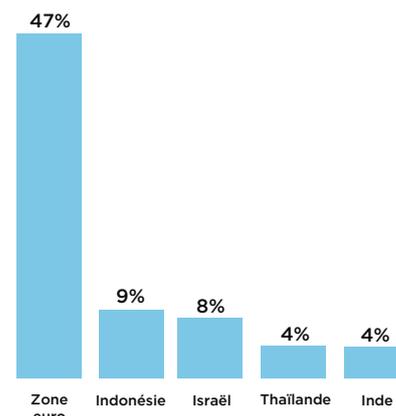
- Diversification économique insuffisante
- Risque de conflit armé avec l'Arménie
- Problèmes de gouvernance et niveau élevé de corruption

Population (millions d'habitants - 2014) **9,3**

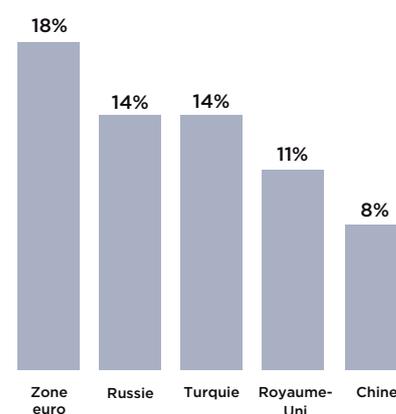
PIB/habitant (dollars courants - 2014) **7 936**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
A4	Environnement des affaires
RISQUE MODÉRÉ	Cotation moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	3,0	0,1	-3,8	-3,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,9	6,4	10,7	7,0
Solde public / PIB (%)	-3,1	-6,0	-10,3	-8,8
Solde courant / PIB (%)	-3,0	-4,3	-3,3	-1,9
Dette publique / PIB (%)	51,7	57,2	66,5	73,2

(p) : prévision

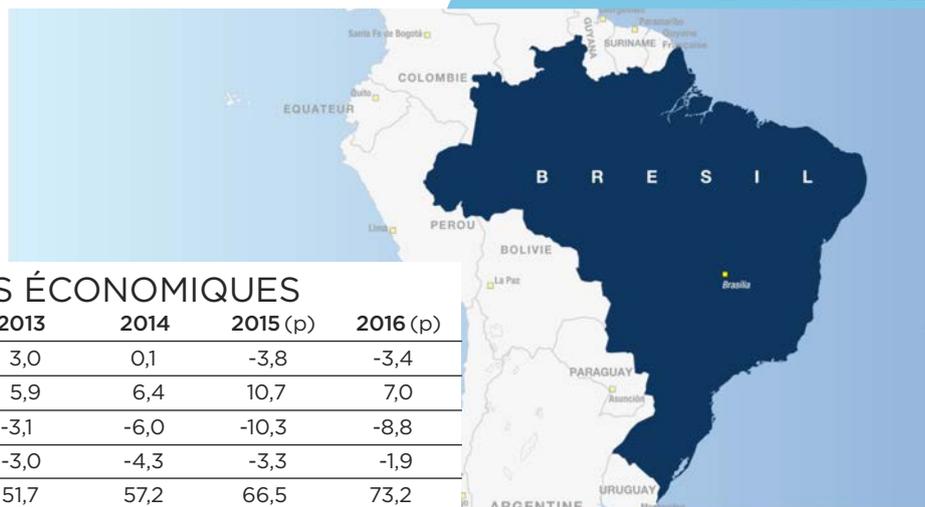
APPRÉCIATION DU RISQUE

Une récession qui devrait perdurer en 2016

Malgré une modération du rythme de contraction au PIB du premier trimestre 2016 par rapport aux trimestres précédents, les perspectives pour l'économie brésilienne restent peu encourageantes. Sur le plan interne, la consommation des ménages, principal moteur de la croissance, devrait encore souffrir de la cherté du crédit, de la baisse du salaire réel en raison du niveau encore élevé de l'inflation et de la hausse du taux de chômage (autour de 11% en mai 2015). La hausse du nombre de chômeurs affecte aussi l'offre de crédit bancaire : le secteur bancaire, exposé à l'endettement des ménages, devrait faire face à une progression attendue des prêts non performants ce qui participe à la réduction de l'offre de crédit. L'investissement privé et public devrait continuer à se contracter du fait de la faiblesse de la demande interne et de la poursuite d'une politique d'austérité budgétaire. Le commerce extérieur resterait pénalisé par le ralentissement de la demande chinoise et son impact sur les prix des minerais. La compétitivité des exportations serait toujours pénalisée par la faiblesse des infrastructures de transport et la rigidité de la réglementation du travail, et ce malgré les gains liés à la poursuite de la dépréciation du réal face au dollar. Enfin, l'inflation devrait diminuer en lien avec la faiblesse de la demande interne. Elle devrait néanmoins rester au-dessus de la cible fixée par la banque centrale (4,5%) compte tenu de la dépréciation de la monnaie brésilienne. La progression du chômage et le ralentissement des prix à la consommation devraient conduire à l'assouplissement de la politique monétaire vers la fin de l'année 2016.

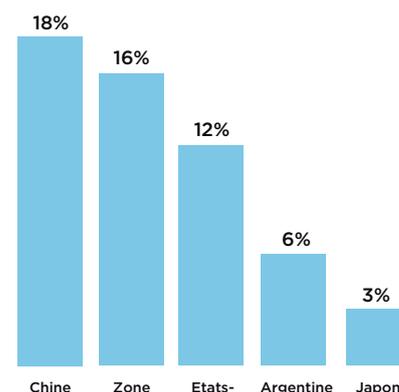
Une dégradation plus importante que prévue du solde primaire en 2016

Les ajustements de la politique budgétaire initiés en 2015, juste après la réélection de la présidente Dilma Rousseff n'ont pas porté leurs fruits : l'inflation et le déficit public n'ont pas cessé de progresser. L'absence de majorité au Congrès et la récession qui frappe le pays ont affecté l'ajustement des finances publiques, provoquant la rétrogradation du pays en catégorie spéculative par trois agences de notation. Le nouveau gouvernement intérimaire qui a pris ses fonctions en mai 2016 a d'ores et déjà annoncé un déficit primaire plus important que prévu estimé à près de 72 Mds BRL, soit 2,8% du PIB. Cette progression s'explique princi-

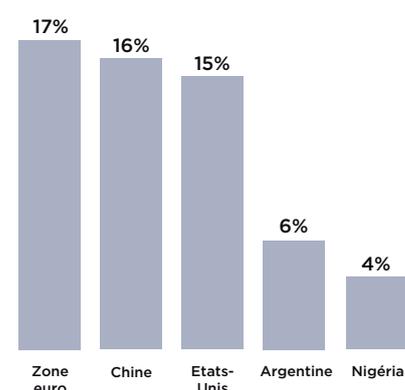
Population (millions d'habitants - 2014) **203,0**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **11 573**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



palement par la baisse des rentrées fiscales prévues sur l'année, mais aussi par le déblocage des paiements reportés dans le cadre de divers programmes financés par l'Etat fédéral. Le nouveau gouvernement travaille désormais sur plan de réajustement budgétaire qui devrait être soumis à l'approbation du Congrès avant l'été prochain. Des propositions telles que la réforme du système de sécurité sociale ou encore l'augmentation d'impôts sont envisagées. Le creusement du déficit budgétaire devrait conduire à une dynamique inquiétante de la dette publique, que le gouvernement estime à 73,4% du PIB en 2016, contre 66,5% du PIB en 2015.

Amélioration du déficit courant tirée par la baisse des importations

En 2016, le déficit du solde courant devrait s'améliorer grâce notamment à l'affaiblissement des importations en raison du ralentissement de la consommation privée et de l'investissement, ainsi que de la dépréciation du réal brésilien qui a rendu les importations plus onéreuses. En revanche, la dépréciation de la monnaie locale devrait participer au regain de compétitivité des exportations, mais celles-ci resteront encore pénalisées par la baisse du prix des matières premières. Les échanges de services et de revenus (tourisme, dividendes, intérêts) resteraient également déficitaires.

Les défis de la nouvelle administration de Michel Temer

En mai 2016, le Sénat brésilien s'est prononcé en faveur de l'ouverture de la procédure d'impeachment à l'encontre de la présidente Dilma Rousseff à 55 voix pour, soit 14 voix de plus que la majorité nécessaire. C'est son vice-président Michel Temer qui endosse désormais le rôle de président intérimaire en attendant la décision définitive du Sénat qui devrait avoir lieu en août 2016. Sauf imprévu, les deux tiers des voix nécessaires au Sénat pour la mise à l'écart définitive de la présidente devraient être atteints. Michel Temer devrait ainsi rester au pouvoir jusqu'aux prochaines élections de 2018, mais devra faire face à plusieurs défis dont celui de garantir la stabilité politique en raison de son manque de légitimité (il n'a pas été élu démocratiquement). Le succès de son gouvernement dépendra principalement de sa capacité à faire passer les réformes économiques pour sortir le pays de la crise et lui redonner de la crédibilité.

Points forts

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

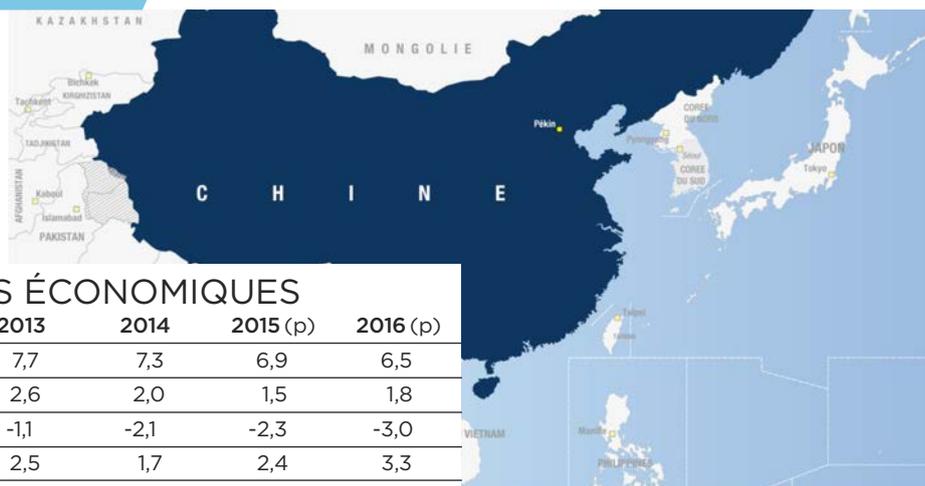
Points faibles

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

CHINE

ÉVALUATIONS COFACE

B	Pays
B	Environnement des affaires
RISQUE FAIBLE	Cotation 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)

APPRÉCIATION DU RISQUE

Nouveau 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 fragiles. Malgré un assouplissement continu de la politique monétaire depuis novembre 2014 et des mesures de relance budgétaire, l'investissement devrait rester contraint en 2016. En effet, les entreprises étant fortement endettées et de nombreux secteurs en surcapacité, l'assouplissement monétaire s'avère inefficace et la volatilité des marchés financiers pourrait dégrader la confiance des investisseurs et des consommateurs. Dans ce contexte, le revenu disponible devrait progresser de manière moins dynamique et la croissance de la consommation des ménages 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. Toutefois, 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.

Par ailleurs, les entreprises affichent des niveaux d'endettement très élevés que le développement du *shadow banking* rend difficile à évaluer. En septembre 2015, la dette du secteur privé aurait représenté 205% 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 a atteint 1,75% à la fin au premier trimestre 2016, son niveau le plus haut depuis 2009. Augmenté des « prêts spéciaux », ce ratio atteint 5,76%. Le risque de crédit s'est fortement accru, en témoigne le nombre croissant de défauts sur le marché obligataire chinois. Alors que le pays a connu son premier défaut en 2014, 24 entreprises (dont un tiers d'entreprises publiques) ont fait défaut sur le marché obligataire au premier trimestre 2016. 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. Début 2016, l'indice de référence a, également, perdu 17% puis s'est stabilisé. La volatilité est également élevée sur le marché des changes. Bien que cette correction apparaisse nécessaire après une telle envolée déconnectée des fondamentaux des entreprises, la volatilité des actions génère 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^{ème} 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 qui a conduit 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

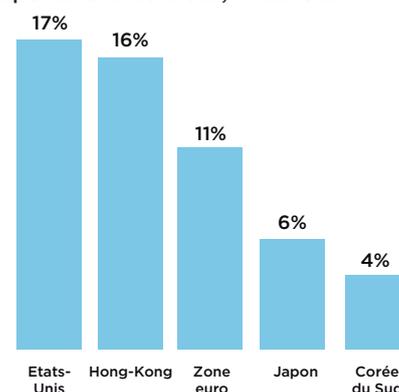
- Risque de surendettement externe limité grâce au niveau élevé des réserves de change et au maintien d'un compte courant excédentaire
- Risque souverain contenu : dette publique largement domestique et libellée en monnaie locale
- Montée en gamme progressive
- Développement des services
- Développement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

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

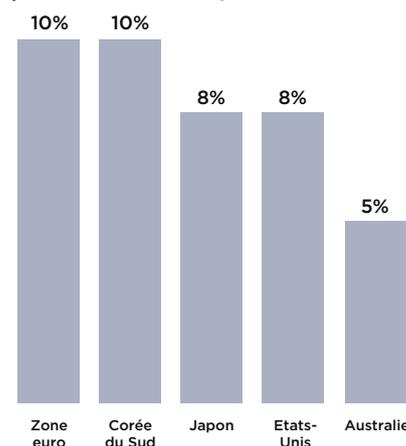
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 7 572

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 (progression rapide des crédits et dégradation de la qualité des actifs)
- Ambiguïté des autorités sur l'arbitrage entre les réformes et le soutien à la croissance
- Problèmes environnementaux

ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
B	Environnement des affaires
RISQUE ÉLEVÉ	Cotation moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)*	2,1	2,2	4,1	3,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	6,9	10,0	10,9	9,6
Solde public / PIB (%)	-13,3	-12,9	-11,6	-11,4
Solde courant / PIB (%)	-2,2	-0,7	-3,6	-5,3
Dettes publiques / PIB (%)	84,6	85,9	87,6	89,3

(p) : prévision * Années fiscales de juillet à juillet

APPRÉCIATION DU RISQUE

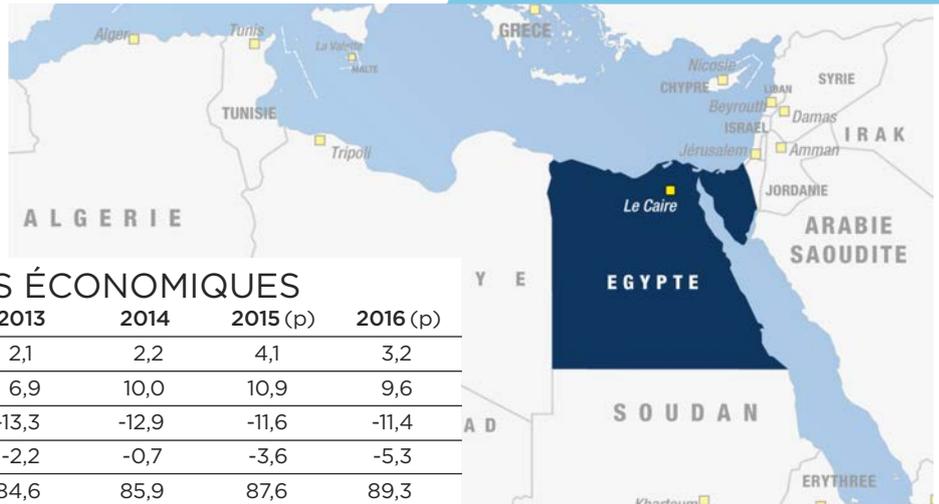
Un dynamisme qui s'essouffle en 2016

En 2016, l'économie égyptienne montre des signes de ralentissement. Le secteur touristique déjà éprouvé par l'attentat visant l'avion russe en octobre 2015 continuerait de voir son activité se contracter suite au nouvel incident qui a frappé l'aviation civile égyptienne en mai 2016. Le nombre de touristes a subi une diminution supérieure à 25% sur les 9 premiers mois de l'année fiscale 2015/2016 et ce nombre devrait faiblir au second semestre 2016. Quant au nombre de nuitées touristiques, il a baissé de 38,5% sur la même période. Les principaux moteurs de croissance seront les secteurs publics mais aussi la distribution et l'agriculture.

Bien qu'en diminution en 2016, l'inflation qui entraînerait une augmentation des coûts de production devrait rester forte. De même, la rémanence des problèmes d'approvisionnement en intrants, de coupures d'électricité et de manque de devises étrangères continueraient de plomber les perspectives du secteur. En 2016, les autorités égyptiennes devraient continuer de soutenir la croissance par de nombreux projets énoncés dans le discours de politique générale du Premier Ministre Sherif Ismail dont la création de la zone économique du Canal de Suez et la création de villes nouvelles. Un total de douze projets a été recensé et devrait être implémenté en 2016 dans différents secteurs (électricité, désalinisation, mines). A moyen terme, la mise en exploitation du champ gazier découvert par ENI devrait contribuer à une augmentation de la croissance potentielle.

Une consolidation des dépenses publiques

En 2016, le déficit public ne devrait pas diminuer. En effet, afin d'assurer un soutien à l'activité, les dépenses aussi bien courantes que d'investissement devraient progresser. L'entrée en vigueur des programmes sociaux visant l'éducation et la santé présentée dans le cadre de la stratégie quinquennale de développement 2014/2019 devait être lancée en 2016. Les autorités entendent financer cet accroissement des dépenses par une augmentation des prélèvements obligatoires associée à l'élargissement de l'assiette fiscale. Une réforme complétant la mise en place de la TVA devrait être ratifiée par le nouveau parlement en 2016. La dette publique reste élevée et progresse annuellement nourrie par les importants déficits publics. Le retour à une stabilité politique et les signaux positifs lancés par les autorités aux marchés financiers ont facilité le recours à l'endettement extérieur avec le lancement en avril 2015 d'une émission obligataire en euros de 1,5 milliards de dollars.

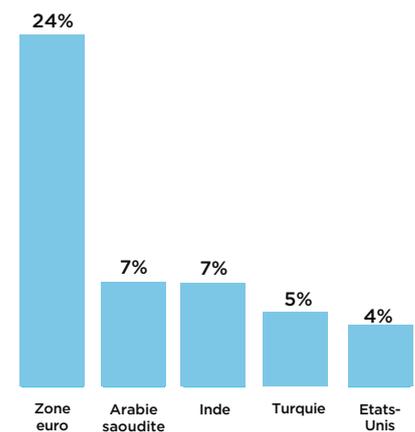


Population (millions d'habitants - 2014) **86,7**

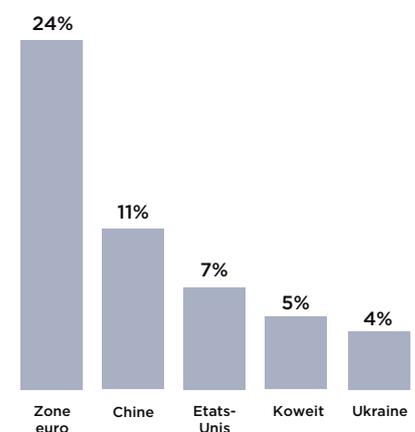
PIB/habitant (dollars courants - 2014) **3 304**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Des comptes extérieurs qui restent déficitaires

Le compte courant devrait rester déficitaire en 2016. En raison de la faiblesse des recettes touristiques, le surplus de la balance des services s'est fortement contracté. En outre, les transferts nets se sont également considérablement réduits. Le déficit de la balance commerciale devrait cependant s'atténuer grâce au recul des importations. L'amélioration la plus marquée devrait venir de la hausse des IDE qui ont augmenté de 78% de juillet à décembre 2015 et qui devrait continuer de progresser.

Par ailleurs, le pays fait face à une diminution des réserves de change. Après avoir imposé un contrôle de change strict en 2015, la banque centrale égyptienne a procédé en mars 2016 à une dévaluation de la livre de 14% de façon à limiter les pressions baissières sur la devise égyptienne. En dépit de cette dévaluation, la différence entre le taux de change officiel de 8,83 livres pour un dollar reste au-dessus du taux de change du marché parallèle. La banque centrale devrait en plus des mesures monétaires avoir recours à des peines d'emprisonnement et de lourdes amendes en vue de sanctionner les bureaux de changes n'appliquant pas le taux de change officiel. La banque centrale a néanmoins observé récemment une légère amélioration de ses réserves en devises passant au-dessus des 17 Mds.

Des élections législatives consensuelles

En dépit d'un climat général plus apaisé, la période à venir s'annonce délicate pour le pays. Les manifestations réprimées par la police et l'armée mais aussi les procès à l'encontre de plusieurs journalistes renforcent un climat de tension latent. L'Egypte qui axe sa politique étrangère sur la lutte contre le terrorisme doit faire face à la menace croissante des djihadistes sur son propre territoire dans le Sinaï notamment où l'Etat islamique a revendiqué l'attentat sur l'avion civil russe mais également à la frontière libyenne où les mouvements djihadistes se renforcent face au vide politique que connaît la Lybie.

Points forts

- Potentiel touristique
- Dette extérieure gérable
- Soutien politique et financier des monarchies du Golfe et de pays occidentaux

Points faibles

- Pauvreté (40% de la population) et chômage élevés
- Déficit jumeaux
- Faible niveau des réserves de change
- Système bancaire vulnérable au risque souverain

EQUATEUR

ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
B	Environnement des affaires
RISQUE ÉLEVÉ	Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	4,6	3,7	0,3	-3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,7	3,6	3,9	2,1
Solde public / PIB (%)	-4,6	-5,3	-5,3	-3,9
Solde courant / PIB (%)	-1,0	-0,6	-2,5	-2,8
Dettes publiques / PIB (%)	25,9	31,2	34,5	38,3

(p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

L'activité sera fortement affectée par la faiblesse des prix du pétrole et le tremblement de terre survenu début avril

L'économie équatorienne, principalement soutenue par la dépense publique grâce aux revenus du pétrole, a subi le choc de la baisse du prix des hydrocarbures et est entrée en récession au premier semestre 2015. L'Équateur a été le deuxième pays le plus touché par la chute du prix du brut en Amérique latine, après le Venezuela. En 2016, l'activité devrait encore pâtir du niveau bas du prix du pétrole et de la perte de compétitivité des exportations non pétrolières en raison de l'appréciation du dollar américain face aux devises colombiennes et péruviennes (principaux partenaires commerciaux de la région). Le tremblement de terre survenu début avril devrait aggraver encore davantage la récession. Le gouvernement a annoncé que le coût s'élèverait à 3,3 milliards de dollars (0,3% du PIB). L'épicentre se trouvait près de Pedernales, la capitale de la production de crevettes (premier exportateur mondial), ce qui devrait affecter la production aquacole. L'absence des moyens de l'État devrait contribuer à la baisse de l'investissement public alors que l'investissement privé souffrirait du ralentissement de l'offre de crédit, les banques ayant comme priorité imposée le financement du secteur public. La consommation des ménages devrait rester faible, affectée par la hausse du chômage, le gel des salaires, l'augmentation de certains impôts et par les restrictions des importations. Le ralentissement de la demande interne devrait ralentir les pressions inflationnistes en 2016.

Restrictions budgétaires accrues à la suite du tremblement de terre

La faiblesse du prix du pétrole, qui génère plus du tiers des recettes budgétaires, force à nouveau le gouvernement à prendre des mesures restrictives afin de limiter la hausse du déficit public (gel des salaires des fonctionnaires, augmentation des taxes à l'importation, baisse des subventions, etc.). Le tremblement de terre d'avril n'a fait qu'accroître le besoin de financement de l'État. Ce dernier devrait être couvert grâce aux prêts de la Chine et des institutions multilatérales (FMI, Banque mondiale). Une batterie de nouvelles mesures a également été annoncée afin de financer une partie de l'effort de reconstruction (nouvelles recettes estimées à un milliard de dollars) : augmentation de deux points de pourcentage de la TVA (désormais à 14%) durant un an, hausse de l'impôt sur les sociétés de trois points de pourcentage (à 25%), mais aussi augmentation temporaire de l'impôt sur les salariés et des plus aisés. Une vague de privatisations pourrait aussi intervenir dans le courant de l'année afin de combler le besoin de financement, a annoncé le Président Correa. Le pays pourrait également avoir recours aux marchés internationaux mais à des coûts plus élevés. La dette publique devrait ainsi progresser à près de 38% du PIB, soit juste en deçà du seuil légal de 40% prévu par la constitution. Elle reste majoritairement détenue par la Chine, dont les prêts sont gagés sur l'octroi de concessions minières, les recettes pétrolières et la production d'électricité future.

La baisse des exportations pétrolières continue d'affecter le solde courant

En 2016, le déficit courant devrait continuer d'augmenter, affecté par la dégradation de la balance commerciale en raison de la baisse du prix des produits pétroliers et de l'appréciation du dollar (l'Équateur étant une économie dollarisée). Les exportations de pétrole et dérivés représentent en effet près de 50% des exportations du pays et 20% des importations. Malgré l'appréciation du dollar qui rend les importations moins coûteuses, celles-ci devraient aussi ralentir compte tenu de la hausse des taxes et droits de douane à l'importation mises en place en mars 2015, mais aussi à cause de ralentissement de la demande interne. La balance des services reste déficitaire, les coûts du fret et les services pétroliers payés à des compagnies étrangères excédant les recettes touristiques. La balance des revenus est affectée par les sorties significatives de capitaux et les IDE, en baisse, ne suffisent pas à financer le déficit du solde courant.

Le président Rafael Correa renonce à être candidat aux prochaines élections présidentielles

Les prochaines élections présidentielles et législatives en Équateur sont prévues en février 2017. Le président Rafael Correa du parti Alianza País (PA) a exprimé son souhait de ne pas se représenter. Bien que l'amendement à la constitution permettant au président de se représenter indéfiniment soit voté, celui-ci n'entrerait en vigueur qu'en 2021. Le candidat susceptible de lui succéder semble être son ancien vice-président, Lenin Moreno. Le maintien au pouvoir du PA n'est cependant pas gagné d'avance du fait des divisions qui se sont formées au sein de la majorité et à la baisse de popularité de l'actuel gouvernement.

L'environnement des affaires devrait rester médiocre malgré l'adoption des réformes, incitations fiscales, visant à attirer les investissements privés. L'absence de recours aux tribunaux d'arbitrage internationaux, l'interventionnisme de l'État, ainsi que la baisse persistante du prix des matières premières réduisent l'attractivité du pays.

Points forts

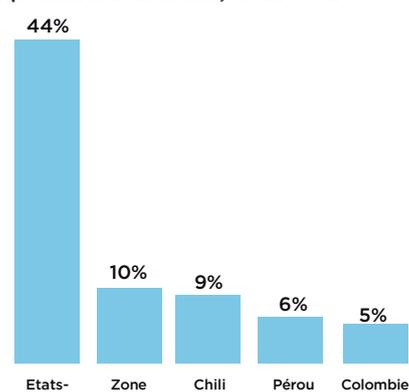
- Important potentiel minier, pétrolier, gazier
- Prochaine autosuffisance énergétique grâce à l'hydroélectricité
- Potentiel touristique (flore, faune, patrimoine)
- Diversité climatique permettant de nombreuses cultures
- Richesses marines : 1^{er} exportateur de crevettes

Population (millions d'habitants - 2014) **16,0**

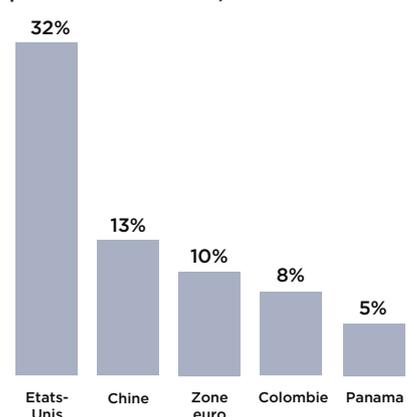
PIB/habitant (dollars courants - 2014) **6 273**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

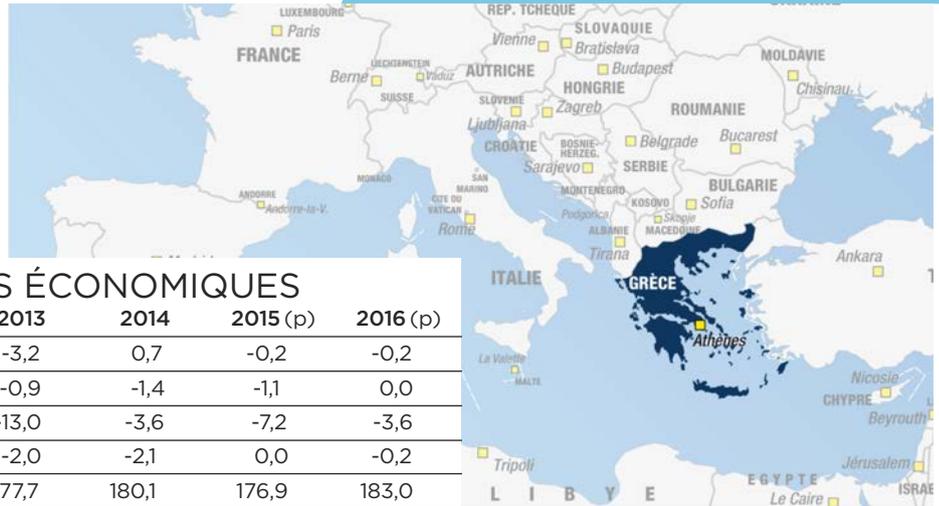
- Économie peu diversifiée, dépendante du pétrole
- Infrastructures insuffisantes (routes, barrages) et faible qualification de la main d'œuvre
- Historique de défaut souverain
- Faiblesse des investissements privés nationaux et étrangers
- Interventionnisme étatique
- Crédit onéreux et encore peu développé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

ÉVALUATIONS COFACE

C

Pays

A3

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	-3,2	0,7	-0,2	-0,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,9	-1,4	-1,1	0,0
Solde public / PIB (%)	-13,0	-3,6	-7,2	-3,6
Solde courant / PIB (%)	-2,0	-2,1	0,0	-0,2
Dette publique / PIB (%)	177,7	180,1	176,9	183,0

(p) : prévision

Population (millions d'habitants - 2014) **11,0**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **21 648**APPRÉCIATION
DU RISQUE

L'activité devrait reprendre au second semestre 2016

Après être à nouveau entré en récession en 2015, du fait des incertitudes engendrées par l'arrivée au pouvoir de Syriza et de l'instauration, en milieu d'année, d'un contrôle des capitaux, le pays devrait renouer progressivement avec la croissance au second semestre 2016 grâce au regain de confiance généré par l'apaisement des tensions avec la communauté financière internationale. La conclusion attendue de la 1ère revue du programme du Mécanisme européen de stabilité suite à l'accord trouvé le 25 mai 2016 par la zone euro et la mise en œuvre, début juin, de mesures additionnelles, doit se traduire par une reprise des décaissements européens et devrait ouvrir la voie à un allègement de dette fin 2018. Le regain de confiance lié à ces derniers développements devrait permettre de lever le contrôle des capitaux et favoriser la reprise de l'investissement. Les tirages sur le plan d'aide devraient notamment permettre à l'Etat de s'acquitter de ses arriérés, et réinjecter par ce biais des liquidités dans l'économie. Le taux de chômage devrait continuer à baisser légèrement en 2016 du fait des réformes menées ces dernières années et de la reprise de l'activité. Il reste cependant très élevé (24,4% de la population active au 4^{ème} trimestre 2015).

D'importantes réformes ont été votées en mai 2016

Le 3^{ème} plan d'aide, après ceux de 2010 et 2012, approuvé par l'Eurogroupe en août 2015, prévoit la mise à disposition de 86 milliards d'euros en échange de la mise en œuvre d'importantes réformes. Le Parlement grec a approuvé un certain nombre d'entre-elles entre l'été et la fin de l'année 2015, dont la réglementation des saisies immobilières. Au cours du mois de mai 2016, celui-ci a adopté les réformes controversées des retraites et de la fiscalité ainsi que de nouvelles mesures de rigueur réclamées par les créanciers (alourdissement des taxes indirectes, création d'un nouveau fonds de privatisation, d'une Autorité indépendante des revenus publics et d'un mécanisme de correction permettant de réduire automatiquement les dépenses de l'Etat si le pays dévie de sa trajectoire budgétaire). Il en a été de même, début juin 2016, après de fortes hésitations, pour les mesures additionnelles (suppression progressive d'une prime accordée aux retraités, privatisation d'un opérateur électrique, levée des restrictions concernant la vente des prêts non performants garantis par l'Etat).

Des progrès ont été réalisés sur le plan budgétaire mais la dette publique ne peut être ramenée sur une trajectoire soutenable que grâce à un allègement conséquent

Le recul plus limité que prévu de l'activité, l'effort d'ajustement budgétaire opéré au second semestre 2015 et des facteurs ponctuels ont permis au pays de dégager un léger excédent primaire (hors intérêts

de la dette et soutien bancaire) l'année dernière, soit un résultat supérieur à l'objectif fixé. La recapitalisation des banques, achevée en fin d'année, a toutefois porté temporairement le déficit public total à plus de 7% du PIB. Les réformes et mesures prises en 2016 devraient permettre de générer de nouvelles économies et de contenir le déficit autour de 3,6% du PIB cette année. Grâce à la reprise de l'assistance financière, le défaut de paiement de l'Etat devrait être une nouvelle fois évité. En outre, si les engagements pris au titre du plan de sauvetage sont tenus, la Grèce devrait bénéficier, fin 2018, d'un important allègement de dette sous forme d'un reprofilage des prêts européens. Toutefois, même après une restructuration, la dynamique de cette dernière restera très sensible aux chocs économiques et budgétaires.

Le secteur bancaire est en convalescence

Les banques ont traversé une crise grave marquée par la privation de l'accès aux marchés de capitaux internationaux, la fuite des dépôts, une longue récession et les pertes entraînées par la restructuration forcée de la dette souveraine grecque en 2012. Les banques ont été recapitalisées et restructurées en 2014 puis recapitalisées une nouvelle fois fin 2015. Cependant, leur rentabilité et la qualité de leurs actifs restent très dégradées (les prêts non performants représentent près de 35% du total des crédits). Enfin, si l'instauration du contrôle des capitaux a permis d'endiguer les retraits de dépôts, ceux-ci ne se sont pas reconstitués. La situation du secteur devrait rester fragile en 2016 même si des efforts sont entrepris pour résoudre le problème des créances douteuses.

La vie politique reste marquée par la crise économique et financière

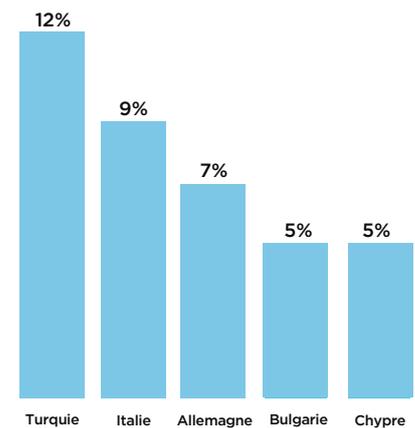
Le pays a connu ces dernières années une forte instabilité gouvernementale (cinq élections législatives et un référendum en sept ans), tous les gouvernements ayant été tiraillés entre les exigences des bailleurs de fonds et la nécessité de prévenir une explosion sociale. Le gouvernement actuel, conduit par le parti de la gauche radicale « Syriza », sorti vainqueur de nouvelles élections législatives anticipées (septembre 2015), ne dispose plus que d'une majorité de deux sièges au Parlement et reste donc fragile. Le pays se retrouve, par ailleurs, en première ligne de la crise migratoire.

Points forts

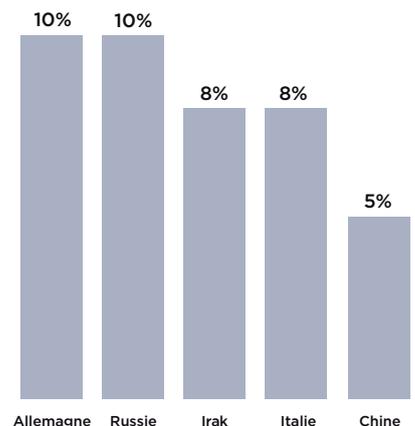
- Soutien de la communauté financière internationale, possibilité d'un allègement de dette fin 2018
- Leader mondial du transport maritime
- Attractivité touristique

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

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

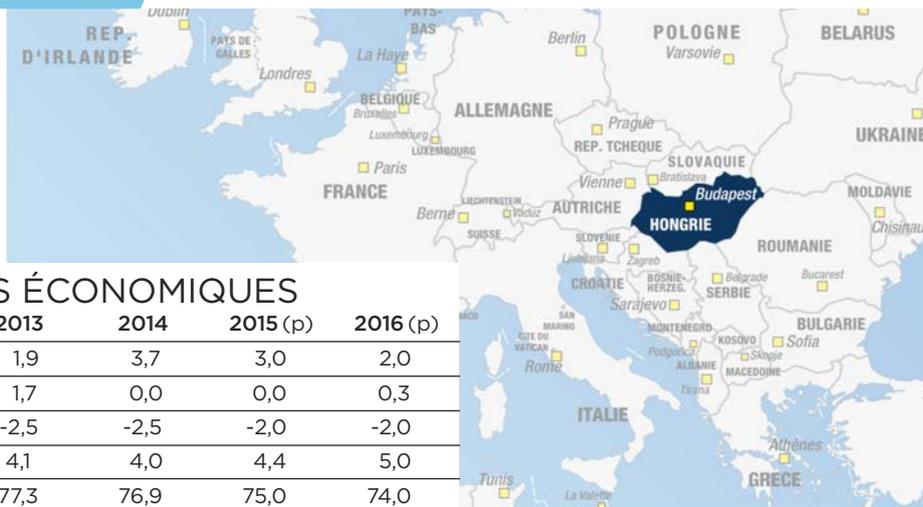
HONGRIE

ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A2

Environnement
des affairesRISQUE
MODÉRÉCotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,9	3,7	3,0	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,7	0,0	0,0	0,3
Solde public / PIB (%)	-2,5	-2,5	-2,0	-2,0
Solde courant / PIB (%)	4,1	4,0	4,4	5,0
Dette publique / PIB (%)	77,3	76,9	75,0	74,0

(p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

Activité soutenue par la consommation privée

La croissance devrait nettement diminuer en 2016. Ce creux s'explique par le recul attendu de l'investissement public lié au fait que l'on se trouve entre deux campagnes de financement européen. Cette baisse temporaire des financements structurels européens pesera également sur l'investissement privé, même si les PME (l'essentiel du tissu économique) bénéficieront, pour la dernière année, du Plan de financement pour la croissance consistant à mettre à disposition des prêts, à hauteur d'environ 2% du PIB, à un taux maximum de 2,5%. Simultanément, un nouveau mécanisme relais, le Programme de soutien à la croissance, visera à inciter les banques à prêter aux PME en leur offrant divers avantages, notamment une réduction de la taxe sur leurs actifs de 0,53 à 0,31% et une prise en charge partielle du risque de taux d'intérêt. La contribution majeure à la croissance proviendrait de la consommation des ménages. L'emploi continuerait de progresser grâce, notamment, à l'augmentation des embauches dans le cadre du Programme d'emplois publics auquel doivent adhérer tous les sans-emploi pour percevoir indemnités et aides. L'agriculture et les services publics sont les plus demandeurs de cette main d'œuvre bon marché. Les ménages profiteront de la baisse de 16 à 15% du taux d'imposition unique des revenus, de la hausse des prestations sociales et de la baisse de la TVA sur certains produits (logements neufs, produits porcins). En outre, le salaire moyen continuerait d'augmenter plus rapidement que les prix, dont la progression serait modérée. En raison de l'imbrication de l'industrie hongroise dans la chaîne de production et de la reprise de la demande européenne, les exportations conserveraient leur dynamisme. Les ventes de véhicules et de pièces automobiles (5% du PIB) pourraient, en outre, encore progresser.

Stabilisation du déficit public à un niveau modéré, mais une dette toujours élevée

Malgré le coût de la conversion des prêts des ménages du franc suisse au forint (inférieur à 1% du PIB) et la baisse de l'impôt sur le revenu, les comptes publics devraient afficher en 2016 un déficit stable, de 2%. L'Etat compte sur une augmentation du produit de la TVA grâce au suivi à distance des caisses enregistreuseuses et prévoit de privatiser une grande partie des terres agricoles qu'il détient. L'accumulation des déficits budgétaires antérieurs a laissé place à un endettement significatif, mais dont le poids (75% du PIB fin 2015) devrait commencer à s'alléger. Un tiers de la dette (contre 50% fin 2011) est libellé en euros et sa part détenue par des non-résidents est tombée à 50%, du fait des incitations de la banque centrale pour que les banques commerciales et les ménages investissent dans des titres publics en forints.

Confortable excédent commercial, mais prudence des investisseurs étrangers

L'excédent courant devrait encore augmenter en 2016, aidé par la reprise en Europe et une facture énergétique toujours modérée. Grâce aux véhicules et pièces automobiles, à l'électronique domestique, à l'électroménager, à l'agroalimentaire, aux médicaments, aux dispositifs médicaux, aux services aux entreprises et aux ménages (prestations médicales, tourisme), les échanges de biens et de services sont de plus en plus excédentaires depuis 2009. Ajoutés aux financements européens et aux transferts des expatriés, cet excédent permet de faire face au rapatriement de leurs revenus par les investisseurs étrangers et aux investissements des ménages hongrois à l'étranger. Les nouveaux investissements étrangers ne devraient plus reculer et afficher une modeste progression. Leurs secteurs de prédilection, comme l'automobile, l'électronique et la pharmacie sont en grande partie épargnés par l'interventionnisme étatique. A l'inverse, les télécommunications, l'énergie, la banque et les médias resteront sous la pression de l'Etat. Celui-ci a pris des mesures (fiscales, imposition de prix...) à l'encontre des grandes entreprises, généralement étrangères, qui réduisent leur rentabilité et les incitent à se désengager au profit d'acteurs hongrois publics, mais aussi privés. Par ailleurs, le poids de la dette extérieure (hors dettes liées aux investissements directs étrangers) diminue (75% fin 2015 contre 115% du PIB fin 2011), essentiellement du fait du désendettement des banques et des entreprises. La part de l'Etat et de la banque centrale (58% du total) est stable.

Le premier Ministre Viktor Orban maintient son positionnement nationaliste et interventionniste

Viktor Orban et le Fidesz, parti nationaliste de centre droit, associés au Parti populaire démocrate-chrétien, ont été reconduits au gouvernement en avril 2014. Face à la concurrence électorale du Jobbik, parti d'extrême droite qui lui a fait perdre sa majorité des deux-tiers (nécessaire pour modifier la constitution) lors d'une élection partielle, Viktor Orban a accentué son discours nationaliste, notamment face aux réfugiés. Cela entretient les tensions avec les partenaires européens déjà échaudés par l'attitude hongroise compréhensive vis-à-vis de la Russie dans l'affaire ukrainienne ou les réformes institutionnelles défavorables à l'équilibre des pouvoirs et aux libertés. En dépit de l'interventionnisme étatique et des affaires de corruption, l'environnement des affaires reste satisfaisant, moins bon qu'en Pologne et en Slovaquie, mais bien meilleur qu'en Roumanie et en Bulgarie. Le comportement général de paiement est bon.

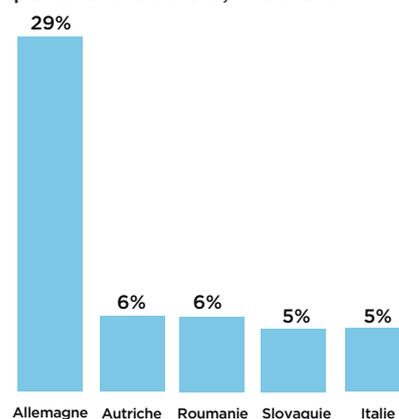
Points forts

- Excédent commercial
- Infrastructures de bonne qualité grâce aux fonds européens
- Economie diversifiée
- Main d'œuvre qualifiée
- Inclusion dans la chaîne de production européenne
- Comportements de paiement généralement satisfaisants

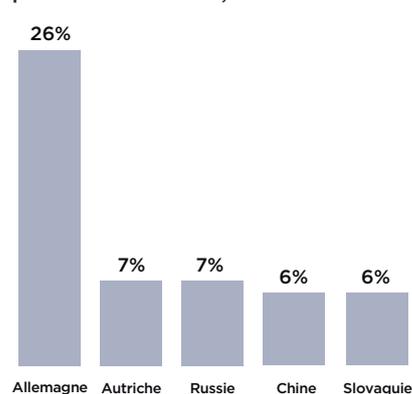
Population (millions d'habitants - 2014) **9,9**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **13 870**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

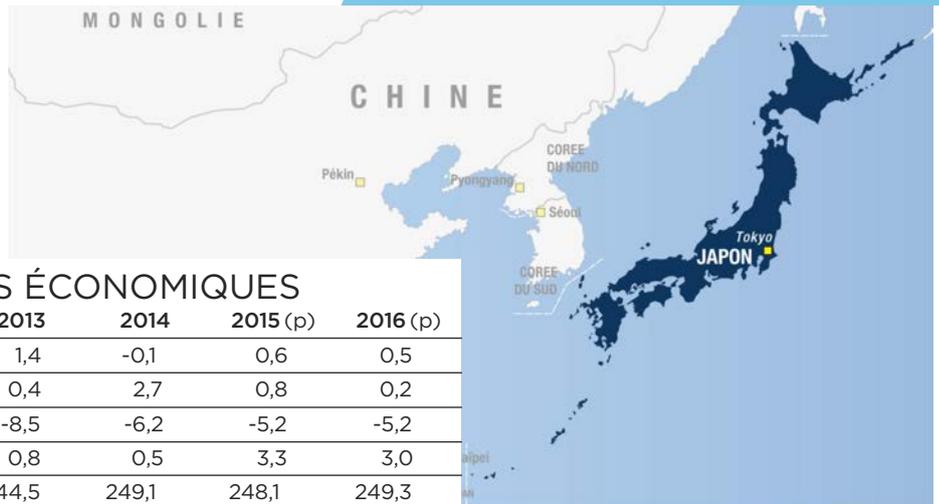
- Population vieillissante et faible taux participation à la population active
- Education et formation professionnelle lacunaires
- Faibles marges de manœuvre budgétaire
- Endettement extérieur élevé et exposition au risque de change
- Fragilité du secteur bancaire
- Dépendance énergétique : 50% des besoins importés, 40% de la seule Russie
- Insuffisance de l'innovation et de la R&D
- Mauvais ciblage de la politique sociale

ÉVALUATIONS COFACE

A2

Pays

A1

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,4	-0,1	0,6	0,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,4	2,7	0,8	0,2
Solde public / PIB (%)	-8,5	-6,2	-5,2	-5,2
Solde courant / PIB (%)	0,8	0,5	3,3	3,0
Dettes publique / PIB (%)	244,5	249,1	248,1	249,3

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

La croissance n'arriverait pas à décoller en 2016

En 2015, la croissance est demeurée atone, portée par le commerce extérieur et la consommation publique. L'économie a affiché une croissance résiliente au premier trimestre 2016, mais les Abenomics ne donnent pas les résultats escomptés : le risque de déflation persiste, la dette publique est toujours très élevée. Les perspectives de croissance cette année demeurent au final limitées. Certes, la consommation privée soutiendrait l'activité grâce à un léger redressement des salaires (+2,2% après les négociations au printemps 2015, la plus forte hausse depuis 17 ans) et au plan d'urgence annoncé en novembre, qui prévoit une hausse de 3% du salaire minimum et des mesures de soutien (extension de l'accès à l'assurance chômage, aide aux retraités). Néanmoins la dynamique resterait modeste comme en témoigne la décision du Premier ministre de reporter pour la seconde fois la hausse de la TVA de 8 à 10% à octobre 2019, (initialement prévue en octobre 2015 puis avril 2017). Le taux de chômage se maintiendrait au plus bas autour de 3%, la progression des salaires serait toujours entravée par la tendance des entreprises à ne pas redistribuer suffisamment leurs profits, ainsi que la structure rigide du marché du travail nippon (faible mobilité et dualité marquée). L'investissement privé ne se redresserait pas significativement en 2016, pénalisé par le comportement attentiste des entreprises au vu des incertitudes pesant sur la reprise mondiale ainsi que les pressions à l'appréciation du yen. Toutefois il serait favorisé par l'allègement de la fiscalité, les bonnes conditions financières et par des progrès en termes de gouvernance.

L'inflation peinerait à rester positive en 2016, malgré l'arrêt du repli du prix du pétrole (la chute du prix avait limité la hausse de l'inflation en 2015, mais l'inflation hors énergie et alimentaire peine à rester positive). Elle resterait donc largement inférieure à la cible de 2% de la banque centrale.

Un ralentissement chinois brutal et un manque de rebond des salaires constituent les principaux aléas baissiers sur la croissance. Au-delà du programme d'achats d'actifs actuel (80 000 Mds de yens par an), la Banque centrale a introduit un taux d'intérêt négatif à -0,1% en janvier 2016. Néanmoins, même si une nouvelle baisse n'est pas à exclure cette année l'impact positif de cet assouplissement serait modéré au vu de l'ampleur de la liquidité déjà existante.

La consolidation des finances publiques reste un enjeu crucial

Le déficit public se stabiliserait à un niveau élevé en 2016. La hausse des dépenses sociales (santé) pèse considérablement sur le budget de l'Etat alors que les recettes sont insuffisantes. Le gouvernement a toutefois décidé de repousser à nouveau la hausse de TVA en 2019 et de poursuivre la réforme de la fiscalité des entreprises (baisse du taux d'impôt et élargissement

de l'assiette). A la suite du tremblement de terre à Kyushu en avril 2016, 780 milliards de yens seraient ajoutés au budget pour aider à la reconstruction, (toutefois le gouvernement évoque un coût budgétaire nul avec une compensation via la réduction du service de la dette). Par ailleurs, un plan de relance est prévu et pourrait s'établir entre 5000 à 10 000 milliards de yens. La consolidation budgétaire reste un enjeu essentiel pour le pays, et bien que le gouvernement ait réaffirmé son objectif d'atteindre un surplus primaire d'ici 2020, des efforts plus importants apparaissent nécessaires pour atteindre cet objectif.

L'excédent courant se maintiendrait en 2016, en raison d'un déficit commercial toujours limité par une facture énergétique modérée. Néanmoins les exportations pourraient être pénalisées par l'appréciation du yen face au dollar constatée en début d'année. En lien notamment avec cette appréciation, Toyota prévoit d'ailleurs une baisse de ses bénéfices nets de l'ordre de 35% pour l'année fiscale 2016-2017. La balance des services s'améliorerait sous l'effet de la hausse du tourisme (en raison de l'assouplissement de règles sur l'octroi de visas en Asie) et les IDE demeureraient globalement stables.

Shinzo Abe réélu, mais en perte de popularité

En septembre 2015, Shinzo Abe a été reconduit à la tête du PLD (Parti libéral démocrate au pouvoir). Le rôle de l'opposition reste faible. Des élections sénatoriales devraient avoir lieu en juillet 2016. En cas de victoire, Shinzo Abe pourrait rester au pouvoir jusqu'en 2018. Néanmoins, le manque de résultats des Abenomics et le tremblement de terre à Kyushu pourraient réduire à nouveau sa côte de popularité. En juillet 2016, la moitié des sièges, à la Chambre des Conseillers, sera renouvelée. Ce vote constituera donc un test pour le parti au pouvoir.

Concernant l'environnement des affaires, les autorités ont annoncé dans le plan d'urgence de novembre la facilitation des procédures pour inciter les PME à investir. En outre, un accord de principe a été conclu en octobre 2015, concernant le Partenariat transpacifique de libre échange (12 pays concernés). L'enjeu est d'harmoniser les normes en réduisant les droits de douane et de contrebalancer l'influence grandissante de la Chine.

Points forts

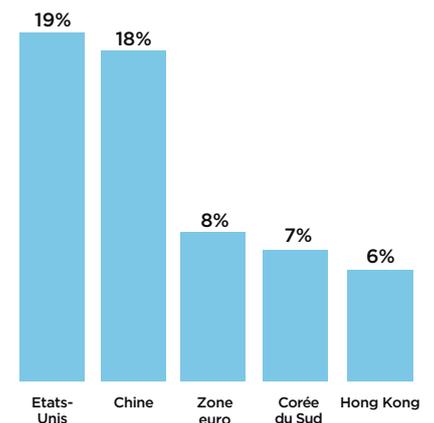
- Situation géographique privilégiée dans une région dynamique
- Epargne nationale très élevée (autour de 23% du PIB)
- Dette publique détenue à 90% par des investisseurs locaux

Population (millions d'habitants - 2014) 127,1

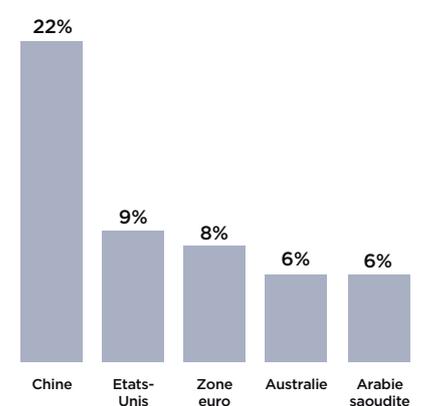
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 36 222

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



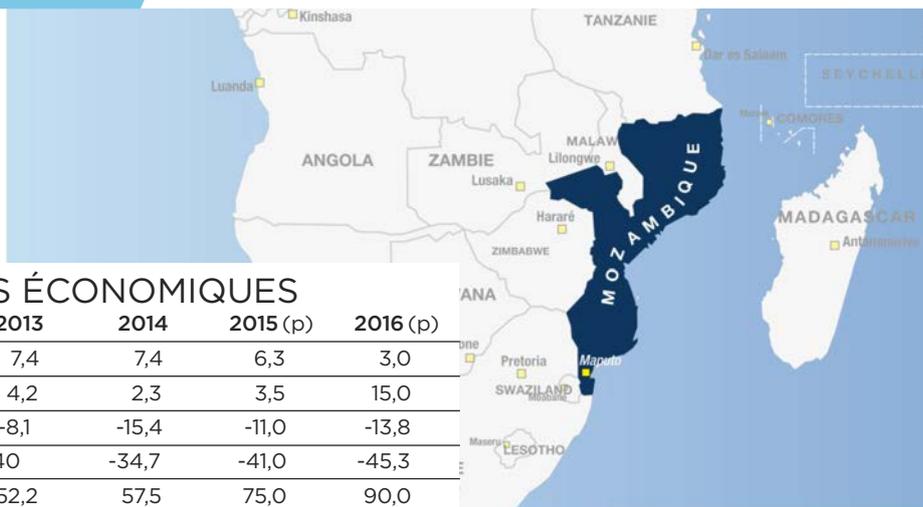
Points faibles

- Difficulté à consolider les finances publiques et à sortir de la déflation
- Réduction de la population active et part grandissante des travailleurs précaires
- Instabilité gouvernementale
- Faible productivité des petites et moyennes entreprises

MOZAMBIQUE

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 (%)	7,4	7,4	6,3	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,2	2,3	3,5	15,0
Solde public / PIB (%)*	-8,1	-15,4	-11,0	-13,8
Solde courant / PIB (%)*	-40	-34,7	-41,0	-45,3
Dettes publiques / PIB (%)	52,2	57,5	75,0	90,0

(p) : prévision * Hors dons

APPRÉCIATION DU RISQUE

Net repli de la croissance attendu en 2016

La croissance devrait baisser en 2016. Le secteur agricole devrait notamment souffrir de la sécheresse provoquée par le phénomène météorologique El-Niño. L'activité industrielle, en particulier la production de charbon pourrait bénéficier de la nouvelle ligne ferroviaire reliant les mines du centre du pays au port de Nacala, mise en service mi-2015. Mais, la révélation d'un important montant de dette dissimulé par le gouvernement aux institutions financières multilatérales, aura un impact très négatif sur les flux d'investissements directs et financiers.

La baisse attendue des dépenses d'investissements publics, devrait en outre peser sur le secteur de la construction, traditionnellement porteur pour l'économie mozambicaine. La faiblesse de la demande extérieure et le niveau bas des cours des principales matières premières exportées par le Mozambique (aluminium et charbon), devraient également limiter la contribution des exportations à la croissance. Enfin, la consommation privée devrait être freinée par la forte hausse de l'inflation, alimentée par l'impact de la sécheresse sur les prix des biens alimentaires, la hausse de certains tarifs publics (en particulier électricité) et les effets de la dépréciation du metical.

Une dégradation des finances publiques et du déficit courant difficile à éviter

Depuis la forte détérioration du solde budgétaire observée en 2014, le gouvernement a mis en place des mesures de consolidation budgétaire, en particulier dans le cadre de l'accord conclu avec le FMI en octobre 2015. Le scandale concernant la dette non divulguée pourrait compromettre ces efforts, les principaux donateurs (FMI, Banque Mondiale notamment) ayant suspendu leur aide, alors que les dons représentent environ 10% des revenus de l'Etat. La dégradation du solde budgétaire pourrait toutefois être atténuée par des mesures visant à élargir la base d'imposition et améliorer le recouvrement des impôts.

La dette publique (majoritairement constituée de dette extérieure) a fortement progressé et les conditions des crédits, de moins en moins concessionnelles, alourdissent la charge de remboursement. La dépréciation du metical face au dollar accroît l'endettement de l'Etat, libellé à plus de 80% en devises. Enfin, le gouvernement doit faire face aux obligations liées à la garantie souveraine accordée sur la dette des grandes entreprises publiques. Ainsi, les créances relatives à l'obligation émise par EMATUM, compagnie d'Etat de pêche, d'un montant de 850 millions d'USD, ont été échangées contre des titres d'Etat et la garantie de la dette supplémentaire de 1,4 milliards d'USD est désormais intégrée dans les statistiques de la dette publique. Le risque de surendettement est élevé.

Le déficit courant structurel, lié aux immenses besoins d'importations de biens et de services du pays pour développer ses infrastructures (gaz, transport) ne se résorbera pas en 2016. Les exportations de produits miniers n'augmenteraient pas dans un contexte de faible progression de la demande extérieure et du niveau toujours bas du prix des matières premières. Les entrées de capitaux devraient baisser compte tenu de la perte de confiance des investisseurs dans la capacité du pays à faire face à son important endettement.

Les pressions à la baisse sur le cours du metical devraient donc persister et la dépréciation vis-à-vis du dollar pourrait être aussi élevée en 2016 qu'en 2015 (30%) alors que les réserves de change ont baissé pour atteindre à peine 2 milliards d'USD (de l'ordre de 2 mois d'importations).

Une situation politique qui reste fragile et des faiblesses en matière de gouvernance

Le Frelimo dirige le pays depuis son indépendance (1975). Son représentant, Filipe Nyussi, est président du Mozambique depuis janvier 2015, après avoir remporté les élections d'octobre 2014. Les tensions avec la Renamo, principal parti d'opposition qui a affronté le Frelimo pendant la guerre civile, s'aggravent. La situation sociale demeure également instable en raison du mécontentement croissant de la population face à la lenteur des progrès en termes de lutte contre la pauvreté et de baisse du chômage, ainsi qu'à la persistance des incertitudes politiques qui nuisent aux investissements étrangers.

L'environnement des affaires reste difficile au Mozambique. Ses performances selon les indicateurs de gouvernance de la Banque Mondiale sont globalement inférieures à celle de ses principaux voisins (à l'exception du Zimbabwe). Le pays recule dans le classement, en particulier en ce qui concerne la lutte contre la corruption (151^{ème} rang sur 2015 pays en 2014 contre 124^{ème} en 2010), le respect des lois (164^{ème} contre 129^{ème}) et surtout la stabilité politique (recul de 49 places depuis 2010 pour atteindre la 141^{ème} en 2014).

Points forts

- Situation géographique privilégiée : longue façade maritime, proximité avec le marché sud-africain
- Importantes richesses minières (charbon), agricoles et hydroélectriques
- Immenses ressources gazières découvertes au large des côtes en 2010

Points faibles

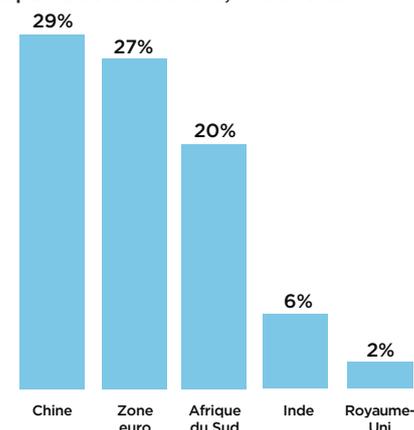
- Faible diversification ; dépendance aux cours des matières premières (aluminium, charbon)
- Insuffisance des infrastructures de transport et portuaires qui contraignent fortement les capacités d'exportation de matières premières
- Forte dépendance à l'aide internationale et à l'économie sud-africaine
- Faiblesse de la gouvernance

Population (millions d'habitants - 2014) **26,5**

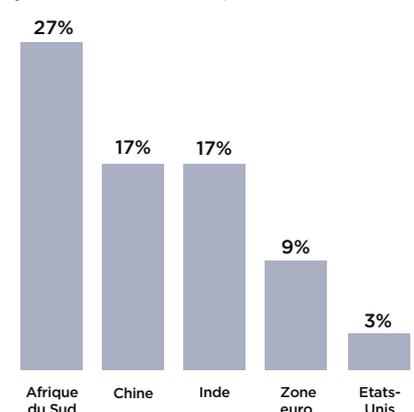
PIB/habitant (dollars courants - 2014) **630**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total

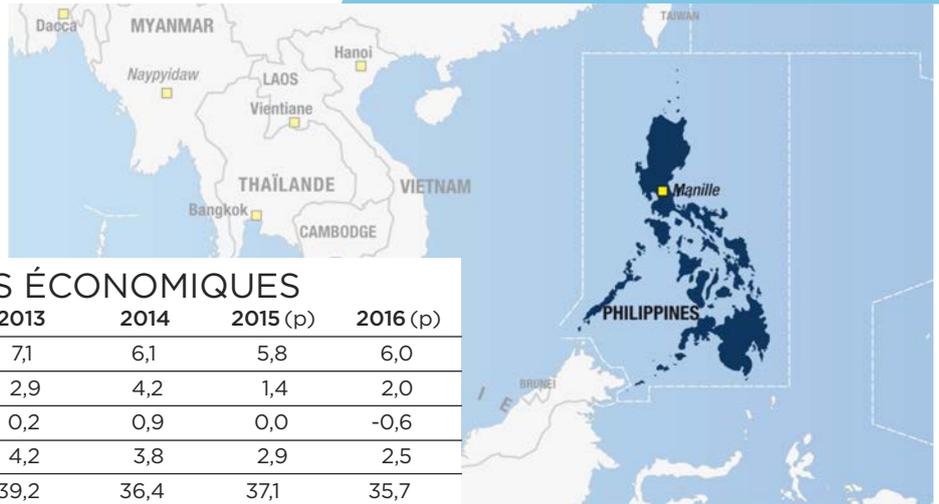


ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

B

Environnement
des affairesRISQUE
MODÉRÉCotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	7,1	6,1	5,8	6,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,9	4,2	1,4	2,0
Solde public / PIB (%)	0,2	0,9	0,0	-0,6
Solde courant / PIB (%)	4,2	3,8	2,9	2,5
Dettes publiques / PIB (%)	39,2	36,4	37,1	35,7

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

La croissance devrait rester soutenue

En 2016, l'économie devrait rester dynamique et la consommation des ménages restera le principal moteur de l'activité (70% du PIB). Celle-ci continuera de bénéficier d'importants transferts de la part des expatriés, de la progression rapide du crédit. De plus, la faiblesse des prix de l'énergie permet de soutenir le pouvoir d'achat. En effet, malgré un léger rebond, l'inflation devrait rester modérée et conforme à la cible de la banque centrale (2%- 4%).

Bien que la Chine soit le 3^{ème} récipiendaire des exportations philippines, le pays devrait être peu affecté par le ralentissement de l'économie chinoise. Les exportations de produits électroniques devraient rester soutenues, profitant de l'essor des ventes de smartphones. Le secteur des externalisations des services d'entreprises (BPO), qui représente 25% des exportations, devrait également rester dynamique.

Par ailleurs, bien que le gouvernement rencontre des difficultés d'exécution budgétaires et que les dépenses publiques aient été inférieures aux prévisions en 2015, celles-ci devraient rebondir cette année. En effet, les dépenses ont déjà été importantes au cours du premier semestre 2016, les élections présidentielles ayant eu lieu en mai. De plus, le programme de Partenariat Public Privé initié par le Président sortant commence à porter à ses fruits et devrait permettre le développement des infrastructures. Néanmoins, les investisseurs devraient rester prudents, Rodrigo Duterte, élu début mai et qui prendra ses fonctions le 30 juin 2016 étant très controversé. Néanmoins, il devrait poursuivre la politique économique initiée par son prédécesseur et pourrait travailler avec une partie de son équipe. Enfin, le pays continuera à souffrir d'un déficit en infrastructure, notamment électriques. Le secteur de la construction devrait, ainsi, connaître une croissance rapide.

La situation financière du pays reste très solide

Les fondamentaux macroéconomiques des Philippines se sont fortement améliorés au cours de ces dernières années. En 2016, le solde budgétaire devrait se dégrader en raison des exonérations fiscales attribuées à certains secteurs et de l'augmentation des dépenses allouées à la reconstruction et au développement des infrastructures. Néanmoins, la dette publique devrait continuer à baisser si les mesures économiques du Président élu restent dans la continuité de celles adoptées par son prédécesseur.

Du côté des comptes extérieurs, les Philippines devraient continuer à enregistrer un excédent courant en 2016. Les transferts des expatriés (qui ont représenté plus de 7% du PIB en 2015) se sont montrés particulièrement robustes pendant la crise et cette tendance devrait persister.

Néanmoins, la balance commerciale devrait se dégrader en raison de la progression rapide des importations stimulées à la fois par la consommation des ménages et les besoins d'intrants pour l'industrie. Les exportations de services (notamment les exter-

nalisation des services d'entreprises) connaissent une tendance haussière ces dernières années. Dans ce contexte, les réserves de change devraient rester à un niveau très confortable (plus de 10 mois d'importations en 2016).

Un nouveau Président controversé à la tête du pays

La Constitution des Philippines ne permettant pas à un président d'exercer deux mandats, B. Aquino, élu en 2010, n'a pu se représenter aux élections présidentielles de mai 2016. Rodrigo Duterte, favori des sondages, a remporté l'élection et prendra ses fonctions le 30 juin. Candidat controversé en raison de ses propos violents et du nombre important d'exécutions extrajudiciaires comptabilisées lors de ses mandats en tant que maire de Davao, il a promis de réduire drastiquement la criminalité. Malgré les bonnes performances économiques des Philippines au cours du mandat Aquino, les philippins ont choisi un candidat « antisystème ». La croissance n'ayant pas été suffisamment inclusive, la pauvreté reste importante dans le pays. R. Duterte n'a aucun programme économique et n'aurait aucune connaissance en matière de politique extérieure. Il devrait, ainsi, suivre les conseils de ses équipes sur ces sujets. Il souhaite réformer la Constitution afin de transformer les Philippines en système fédéral. Par ailleurs, il a indiqué que l'ensemble des mesures qui étaient en place dans sa commune le seront en niveau national (et notamment un couvre-feu pour les mineurs et l'interdiction de la vente d'alcool la nuit).

Par ailleurs, les tensions restent vives dans le conflit territorial qui oppose les Philippines et la Chine. Le différend devrait être examiné par un Tribunal arbitral international prochainement. De plus, un accord de paix a été trouvé, en octobre 2012, avec le mouvement de rébellion armé revendiquant depuis 40 ans la création d'un Etat islamique indépendant sur l'île de Mindanao. Celui-ci a ensuite été confirmé en août 2014 par un accord sur la loi qui encadrera l'autonomie de cette région. Néanmoins, cet accord n'a toujours pas été approuvé par le Parlement.

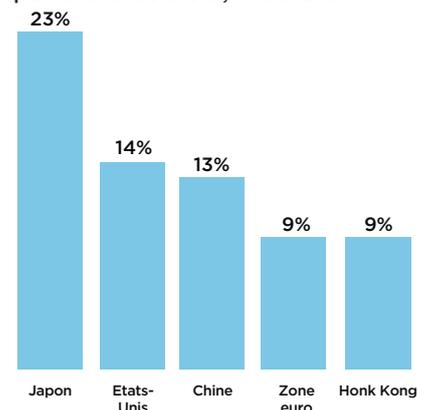
Enfin, malgré les objectifs ambitieux d'amélioration de la gouvernance fixés par la président Aquino, le pays souffre toujours de lacunes majeures en matière de corruption (le pays est classé 126^{ème} sur 212 par la Banque mondiale). Des lacunes persistent aussi dans les domaines du respect des lois et de qualité de la réglementation.

Points forts

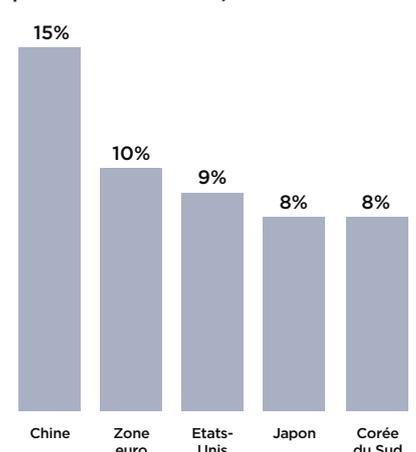
- Economie performante dans l'électronique (plus de 40% des exportations)
- La part des exportations du pays vers le reste de l'Asie émergente ne cesse de croître
- La consommation des ménages et les comptes extérieurs profitent des transferts des travailleurs expatriés
- Le secteur d'externalisation des services d'entreprise (BPO) est en plein essor

Population (millions d'habitants - 2014) **99,4**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **2 862**ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Faible niveau d'investissement, notamment en infrastructure.
- Lacunes en termes de gouvernance.
- Les inégalités et la forte croissance démographique pèsent sur les performances économiques

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.com

