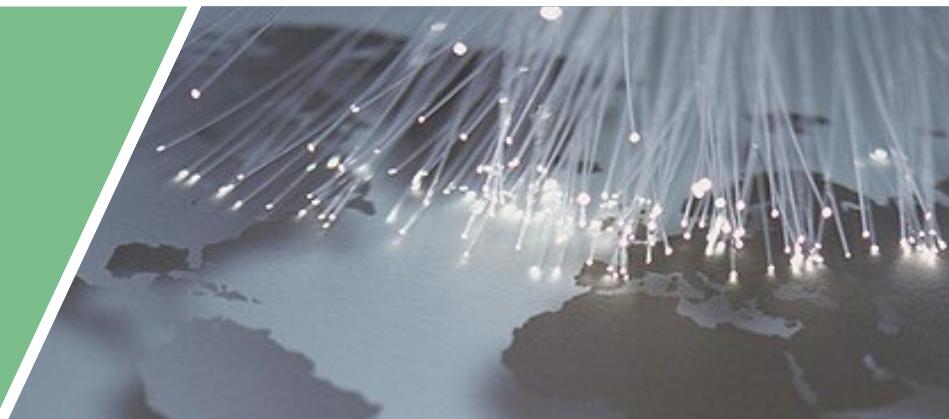


Panorama Risque Pays



SOMMAIRE

/02 Faut-il tout miser sur le consommateur asiatique ?

Par Charlie Carré,
Julien Marcilly et
Rocky Tung

/13 Evaluations risque pays et argumentaires

/14 Guide Coface risque pays Actualisation automne 2013

- Allemagne
- Australie
- Brésil
- Grèce
- Inde
- Kenya
- Liban
- Portugal
- Thaïlande
- Turquie

Ce panorama contient une étude sur le consommateur asiatique. Face à la crise mondiale de 2008-2009, puis à celle des dettes souveraines dans la zone euro depuis 2011, la consommation des ménages asiatiques a permis aux économies de la région d'être relativement résilientes. Certains de leurs secteurs d'activité n'ont en effet que très peu souffert. Nombreux sont ceux qui fondent aujourd'hui de grands espoirs dans cette dynamique positive de la consommation en Asie, au point d'oublier parfois les spécificités des comportements de consommation des pays de la région et surtout les risques grandissants liés à l'endettement des ménages. Dans cette étude, nous nous posons plusieurs questions. Quelle est l'ampleur de l'essor de la consommation des ménages dans cette région ? Les ménages asiatiques se sont-ils trop endettés ? Quelles sont les spécificités des comportements de consommation en Asie ? Quels sont les secteurs qui profitent le plus de cette expansion de la consommation ?

Nous présentons également dans ce panorama les dernières modifications de nos évaluations pays (qui mesurent le risque d'impayés des entreprises d'un pays donné) et une actualisation des fiches des pays sous le feu de l'actualité comme l'Inde, le Brésil, le Kenya ou encore l'Allemagne.

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'assurera 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.

Faut-il tout miser sur le consommateur asiatique ?

Par **Charlie Carré**, économiste, Paris
Julien Marcilly, responsable du risque pays, Paris
Rocky Tung, économiste, Hong Kong
Achévé de rédiger le 30 septembre 2013

Les économies asiatiques ont été dans leur grande majorité résilientes face au double choc de la crise mondiale de 2008-2009 et de celle des dettes souveraines en zone euro depuis 2011. Plusieurs raisons l'expliquent. La baisse significative de l'endettement public leur a donné davantage de marges de manœuvre pour répondre à ces chocs externes, au même titre que l'accumulation de réserves de changes permises par leurs excédents courants. Mais outre cette amélioration structurelle de leurs fondamentaux, cette résilience de l'activité trouve aussi son origine dans l'expansion de la consommation des ménages dans la région. Depuis la crise asiatique de 1997-98, la consommation privée a en effet tendanciellement augmenté en Asie. Dans ce contexte, beaucoup fondent aujourd'hui de grands espoirs dans cette dynamique positive, au point d'oublier parfois les risques qui y sont associés, et notamment celui lié à l'endettement excessif des ménages dans certains pays de la région.

Par ailleurs, cette tendance à l'augmentation de la consommation se traduit aujourd'hui par l'émergence d'une classe moyenne dont le poids économique, social et politique est grandissant dans ces pays. Les mouvements de protestation

en Inde intervenus fin 2012 à la suite de l'agression d'une étudiante, les manifestations anti-corruption de l'été 2013 aux Philippines ou encore le mécontentement récurrent d'une partie de la population chinoise face aux prix de l'immobilier élevés sont autant de conséquences indirectes de cet essor des classes moyennes lié à celui de la consommation. L'analyse des caractéristiques et des causes de cette expansion de la consommation en Asie est donc clé dans la compréhension de ces événements récents.

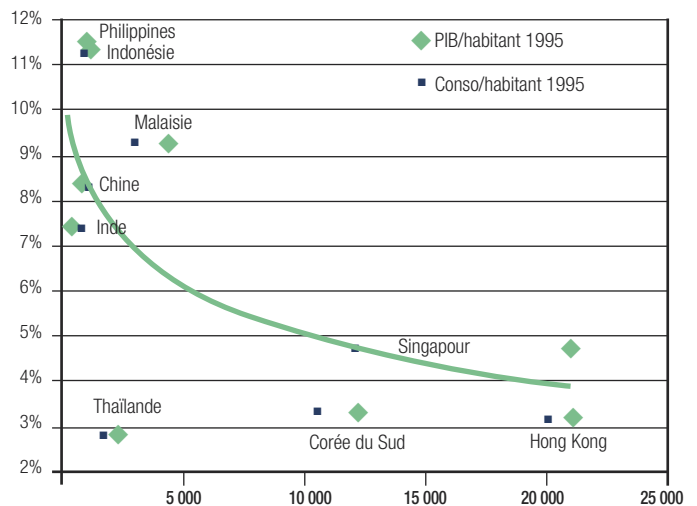
Dans ce contexte, nous nous intéressons tout d'abord à cette expansion structurelle de la consommation des ménages en Asie observée au cours des quinze dernières années ainsi qu'aux raisons qui l'expliquent. Nous soulignons ensuite les risques croissants liés à l'augmentation du poids de l'endettement des ménages dans certains pays de la région avant d'analyser les spécificités des comportements de consommation en Asie. Enfin, nous nous focalisons plus précisément sur trois secteurs qui bénéficient particulièrement de l'essor de la consommation privée en Asie : le tourisme, le secteur automobile ainsi que celui des biens de consommation haut de gamme.

1 / UNE CONSOMMATION DES MÉNAGES ASIATIQUES TIRÉE PAR LA CROISSANCE ET LES POLITIQUES PUBLIQUES

Une consommation en forte augmentation

La consommation privée a fortement crû en Asie depuis le milieu des années 1990. Ce phénomène touche les principaux pays de la zone⁽¹⁾. Entre 1995 et 2012, le taux de croissance annuel moyen (TCAM) de la consommation a été de 7,4% en Inde et 8,4% en Chine. La vigueur de cette tendance dépend largement du niveau de développement des pays (voir graphique 1), les moins développés ayant connu les augmentations de croissance de la consommation les plus élevées. Toujours entre 1995 et 2012, le TCAM a dépassé 11% aux Philippines et en Indonésie (voir graphique 2 page 4). A l'opposé, l'expansion en Thaïlande est bien moindre, le niveau de la consommation par habitant en 1995 étant environ deux fois inférieur à ceux de l'Indonésie et des Philippines.

GRAPHIQUE 1
Croissance de la consommation et PIB par habitant

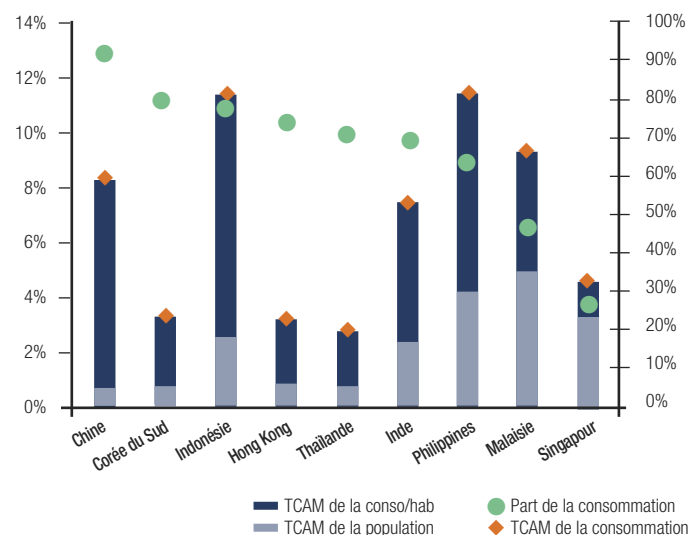


Sources : Datastream, Coface

(1) Chine, Corée du Sud, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Singapour, Thaïlande

L'ampleur de cette expansion est toutefois à relativiser au regard de l'augmentation de la population. Comme l'illustre le graphique 2, plus d'un tiers de la hausse de la consommation s'explique par la croissance de la population philippine ou malaisienne. Cette proportion est plus faible dans les autres pays de la zone (hormis Singapour). Dit autrement, l'essor de la consommation s'est dans une large mesure traduit par une augmentation de la consommation par habitant en Asie, qui contribue à au moins deux tiers de la consommation totale.

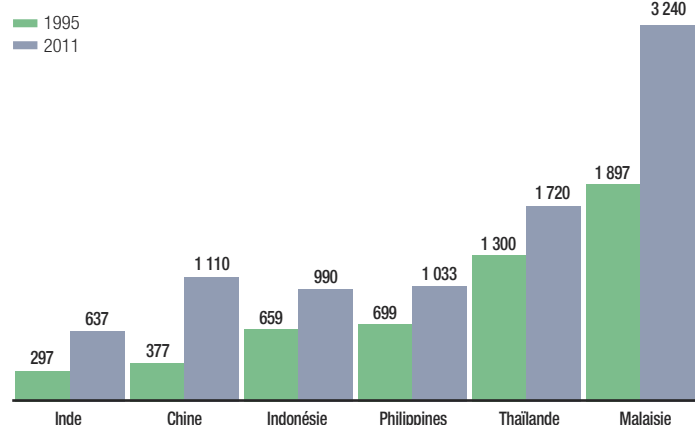
GRAPHIQUE 2
Taux de croissance annuel moyen de la consommation des ménages (1995-2012)



Sources : Datastream, Coface

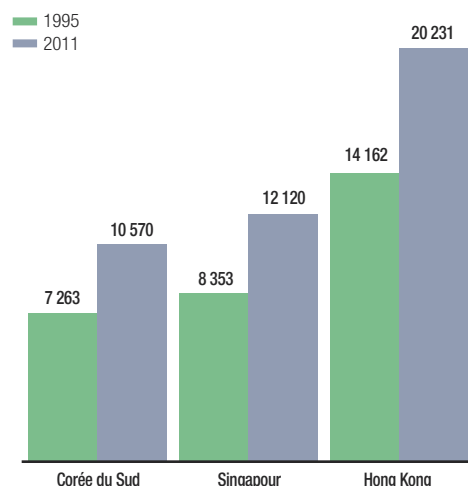
Cette augmentation de la consommation par habitant a été particulièrement marquée en Chine où elle a presque triplé (+194%) depuis 1995, si bien qu'elle dépasse désormais celle des Philippines et de l'Indonésie (voir graphiques 3.1 et 3.2). L'Inde confirme ce rattrapage des pays les moins avancés au cours de cette période : la consommation par habitant y a plus que doublé (+114%). Les progressions dans les autres pays sont plus modestes : +45% environ en Corée, à Hong Kong et à Singapour. Alors que la consommation par habitant à Hong Kong était 38 fois plus importante qu'en Chine en 1995, elle est aujourd'hui « seulement » 18 fois supérieure.

GRAPHIQUE 3.1
Consommation par habitant en dollars en 1995 et 2011



Source : Banque mondiale

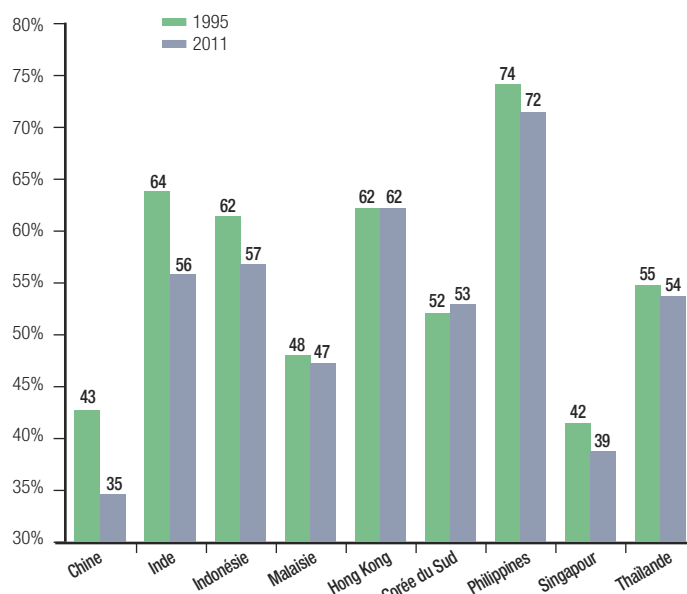
GRAPHIQUE 3.2
Consommation par habitant en dollars en 1995 et 2011



Source : Banque mondiale

Malgré cette tendance haussière, la part de la consommation privée dans le PIB a baissé (voir graphique 4). Ce paradoxe apparent s'explique par le niveau de développement des pays en question. En dehors de la Corée, de Singapour et de Hong Kong, ce sont des pays à revenu intermédiaire dont le processus de rattrapage économique nécessite un taux d'investissement élevé. Autrement dit, l'investissement progresse plus vite que la consommation. Une fois ce processus d'industrialisation et d'urbanisation achevé, la part de la consommation privée dans le PIB augmente. Dans la zone euro, la consommation représentait 62% du PIB en 2011 et 71% aux Etats-Unis. Hormis les Philippines (notamment en raison des transferts des travailleurs expatriés représentant 9% du PIB en 2012), peu de pays émergents de la région s'approchent aujourd'hui de ces niveaux.

GRAPHIQUE 4
Part de la consommation dans le PIB en Asie



Sources : Datastream, Coface

Une consommation qui devrait continuer d'augmenter à moyen terme...

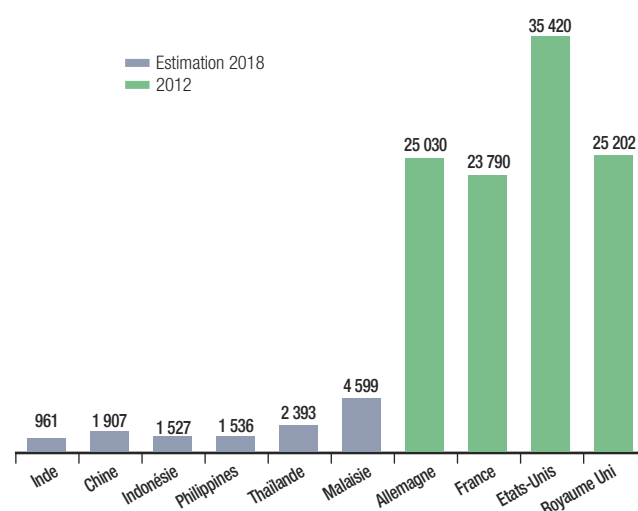
En prenant pour hypothèse les prévisions de croissance du PIB de Coface pour 2013 et 2014 puis celles du FMI pour les années suivantes, nous anticipons que la consommation par habitant augmentera sensiblement dans les pays de la région d'ici 2018. Mais les niveaux atteints resteront très éloignés de ceux observés dans les économies avancées (voir graphique 5). En 2018, la consommation par habitant en Chine sera 19 fois inférieure à celle des Etats-Unis en 2012 (37 pour l'Inde, 23 pour l'Indonésie et les Philippines, 15 pour la Thaïlande et 8 pour la Malaisie). Ce rattrapage largement incomplet plaide donc pour sa poursuite à plus long terme, et une augmentation significative de la taille de la classe moyenne dans ces pays.

... et de favoriser l'essor des classes moyennes

Cet essor de la consommation se traduit effectivement par l'expansion de la classe moyenne. Parmi les définitions de cette classe (voir encadré), nous retenons ici celle des ménages ayant accès à la propriété pérenne (voiture, maison, commerce), qui ont donc un revenu journalier compris entre 10 et 100 dollars.

La classe moyenne chinoise ⁽⁴⁾, qui représente aujourd'hui 150 millions de personnes, pourrait atteindre 500 millions d'ici à 2020 et 1 milliard (soit 70% de la population) en 2030. Elle rassemble aujourd'hui en Inde 50 millions d'individus (5% de la population totale), sans doute 200 millions en 2020 et 475 millions en 2030 ⁽⁵⁾. En Indonésie, la taille de la classe moyenne aura quasiment doublé d'ici 2020, passant 74 à

GRAPHIQUE 5
Consommation par habitant en 2018 en Asie



Sources : Banque mondiale, prévisions Coface

141 millions. La part de celle-ci dans la population devrait passer de 12 à 22% en Thaïlande au cours de la même période, et de 9 à 22% aux Philippines. Au total, la classe moyenne de la région Pacifique, qui comportait 525 millions de personnes en 2009, atteindrait 1,7 milliard en 2020 et 3,2 milliards en 2030 d'après le PNUD ⁽⁶⁾.

COMMENT DÉFINIR LA CLASSE MOYENNE

La classe moyenne est un concept relativement vague qui peut être résumé par « la capacité à mener une vie confortable ⁽²⁾ ». Pour la définir plus précisément, il convient d'utiliser des critères objectifs ou subjectifs.

■ **Critères objectifs** : La classe moyenne peut être définie en termes relatifs ou absolus. D'après la Banque mondiale, il s'agit de ménages ayant un revenu annuel supérieur à 1036 dollars. De leur côté, Banerjee & Duflo (2008) estime qu'une personne appartient à la classe moyenne si sa consommation quotidienne est comprise entre 5 et 10 dollars. Le Programme des Nations Unis pour le Développement (PNUD) considère quant à lui que ce sont ceux qui ont accès à la propriété pérenne (voiture, maison, commerce) ; il s'agit de ménages ayant un revenu journalier compris entre 10 et 100 dollars. Du côté des termes relatifs, Easterly (2000) et Birdsall, Graham et Pettinato (2000) définissent la classe moyenne comme la population dont le revenu est compris entre 0,75 et 1,25 fois le revenu médian du pays et dont la consommation se répartit entre

les 20^{ème} et 80^{ème} percentiles. Ravallion (2009) choisit une approche hybride en définissant une classe moyenne des pays en développement (dont le revenu est compris entre le seuil de pauvreté médian des pays en développement et le celui des Etats-Unis) et celle des pays occidentaux (revenu au-dessus du seuil de pauvreté des Etats-Unis).

■ **Critères subjectifs** : Au-delà des revenus, il existe également des critères psychologiques et sociologiques permettant de définir la classe moyenne. Tandis que le PIB/habitant des indonésiens est plus de 6 fois inférieur à celui des sud-coréens, 81% de la population indonésienne considèrent appartenir à la classe moyenne alors que ce ratio est de 74% chez les sud-coréens. De la même manière, les PIB/habitant de l'Inde et du Vietnam sont proches mais 51% d'Indiens se disent être de la classe moyenne contre seulement 14% au Vietnam ⁽³⁾. Enfin, certains considèrent l'appartenance à la classe moyenne au regard de critères socioprofessionnels et d'éducation.

(2) Homi Kharas and Geoffrey Gertz, « The New Global Middle Class: A Cross-Over from West to East », In « China's Emerging Middle Class: Beyond Economic Transformation », Chapter 2, Washington, DC: Brookings Institution Press, 2010

(3) « The rise of Asia's middle class », Silk Road Associates, mai 2013.

(4) Source : Ernst&Young, qui reprend la définition de la classe moyenne du PNUD.

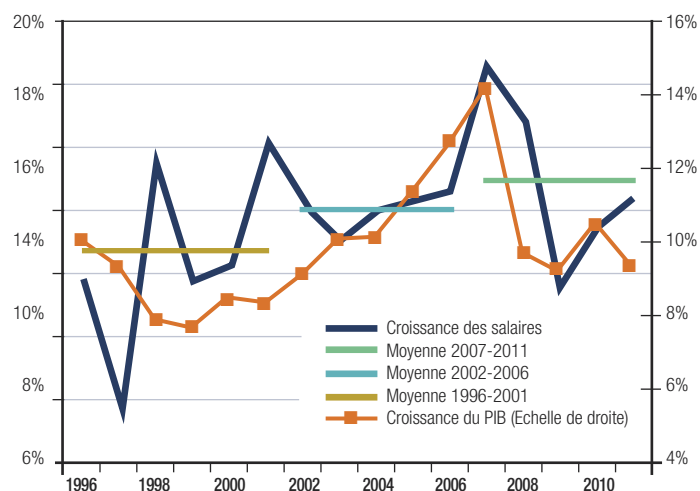
(5) Cette estimation varie en fonction des prévisions de croissance et dépendra également des politiques mises en œuvre

(6) Programme des Nations Unis pour le Développement

Le développement économique et les évolutions démographiques à l'origine de l'essor de la consommation

Cette expansion de la consommation est d'abord liée à celle des revenus des ménages qui résulte de la croissance soutenue du PIB. La croissance du chiffre d'affaires et des profits des entreprises leur ont permis d'augmenter les salaires au cours des quinze dernières années en Asie. Le graphique 6 illustre cette tendance haussière de la croissance des salaires dans le cas de la Chine.

GRAPHIQUE 6
Croissance des salaires en Chine



Source : NBS

La baisse tendancielle de l'inflation a aussi contribué à augmenter le pouvoir d'achat des ménages : l'inflation annuelle moyenne a reculé de 15,1% à 4,4% entre 1994 et 2012 en Asie émergente⁽⁷⁾. Ce repli résulte en premier lieu de politiques économiques plus efficaces mises en œuvre après la crise de 1997-98, et plus particulièrement de politiques monétaires ciblant spécifiquement l'inflation.

Les évolutions démographiques permettent aussi de mieux comprendre l'augmentation continue des dépenses des ménages. Le vieillissement démographique observé dans les pays de la région explique en partie l'augmentation de la consommation de leurs ménages. D'après la théorie du cycle de vie, les classes de population non-actives (c'est-à-dire les moins de 15 ans et les plus de 65 ans) ont des taux d'épargne moins élevés que ceux des actifs. Le vieillissement coïncide donc avec une hausse de la consommation des ménages, dans la mesure où il se traduit par une augmentation de la part d'inactifs dans la population totale. De nombreuses études vérifient empiriquement cette théorie, dont celle de la Banque asiatique de développement⁽⁸⁾ : le ratio de dépendance des personnes âgées⁽⁹⁾ d'un pays est positivement corrélé avec la part de la consommation privée dans le PIB, même si l'effet est moindre dans les pays asiatiques que dans le reste des pays émergents. Une augmentation d'un point de ce ratio de dépendance est ainsi associée à une hausse de 0,2 point de la part de la consommation privée dans le PIB.

L'urbanisation a aussi un effet positif sur la consommation des ménages. Par exemple, la part de la population habitant dans une zone urbaine a continuellement augmenté au cours des dix dernières années en Chine, pour atteindre près de 53% en 2012. Or les ménages urbains sont en moyenne plus riches que les ruraux. D'après les données officielles, le revenu moyen d'un habitant urbain est 3,1 fois plus élevé que celui d'un habitant en zone

rurale en 2011⁽¹⁰⁾. Outre cet écart de revenu, l'habitation en zone urbaine donne un meilleur accès aux biens de consommation ainsi qu'aux services. Alors que 97% des ménages urbains chinois sont équipés d'un réfrigérateur, le ratio n'atteint que de 45 en zone rurale. L'écart est encore plus marqué pour les ordinateurs (71% des ménages urbains mais seulement 10% des ménages ruraux)⁽¹¹⁾. Cette tendance à l'urbanisation se vérifie aussi dans les autres pays de la région : le taux d'urbanisation est par exemple passé de 28 à 32% entre 2001 et 2011 en Inde.

Dans ce contexte, les autorités chinoises ont annoncé vouloir atteindre un taux d'urbanisation de 60% d'ici 2020, afin d'accélérer la croissance de la consommation des ménages et ainsi le rééquilibrage de la croissance chinoise. Cet exemple illustre par ailleurs la volonté de gouvernements de la région de favoriser l'essor de la consommation privée.

Des politiques publiques pour accélérer le processus

Malgré ce processus endogène d'augmentation des revenus des ménages résultant du développement économique des pays asiatiques, certains d'entre eux ont mis en œuvre des politiques de soutien à la consommation des ménages afin d'accélérer l'amélioration du niveau de vie de leur population, notamment depuis 2010. Encore une fois, la Chine en est l'exemple le plus significatif : en 2011 et 2012, les salaires minimums y ont augmenté de plus de 20% par an en moyenne.

De telles politiques publiques ont été instaurées dans d'autres pays de la région, comme en Malaisie ou en Thaïlande ces dernières années. Par exemple en Thaïlande⁽¹²⁾, l'augmentation de plus de 35% du salaire minimum après les grandes inondations de fin 2011, a bénéficié à environ 30% des salariés du secteur privé. Conjugué au programme de subvention pour les producteurs de riz, cette politique a pour but d'augmenter le pouvoir d'achat de la population. En Malaisie, un salaire minimum a été instauré pour la première fois le 1^{er} janvier 2013. D'autres mesures d'augmentation des transferts sociaux et subventions ont été décidées en 2011 et 2012. Au total, 20 pays d'Asie ont instauré ou augmenté leur salaire minimum entre le début de l'année 2012 et mi-2013⁽¹³⁾. Ces différentes mesures jouent bien entendu un effet positif sur le salaire moyen : en Thaïlande, la hausse du salaire minimum explique le bond de 21% du salaire moyen en 2012 (contre 4,4% en moyenne entre 2007 et 2011). L'effet de l'instauration d'un salaire minimum en Malaisie devrait être similaire cette année, dans la mesure où environ 30% de la main d'œuvre devrait en bénéficier.

Ces politiques de soutien de la consommation des ménages répondent à deux objectifs possibles qu'il convient de distinguer. Le premier est de rééquilibrer la croissance à moyen terme pour la rendre moins dépendante des exportations et de l'investissement des entreprises. Le second objectif est de soutenir l'activité à court terme en cas de choc d'activité (récession des économies développées ou les inondations en Thaïlande) ou en raison d'élections à venir (comme en Malaisie en 2013).

Outre ces mesures, l'expansion de la consommation a aussi été permise par un accès plus facile aux prêts bancaires. Cet essor du crédit fait aujourd'hui émerger des risques grandissants liés à un endettement excessif des ménages dans certains pays de la région.

(9) Rapport entre le nombre de personnes de 65 ans ou plus et celles ayant de 20 à 64 ans.

(10) Source : Bureau national des statistiques chinois.

(11) Source : Bureau National des Statistiques chinois

(12) Une hausse du salaire minimum unifié à 300 bahts par jour correspond à une augmentation allant de +35% à +58% selon les provinces. Elle a d'abord été mise en œuvre dans 7 provinces en avril 2012, puis dans le reste du pays en janvier 2013.

(13) Source : Nations Unies.

(7) Source : FMI.

(8) Estrada G., Park D. et Ramayandi A. (2011) : « Population Aging and Aggregate Consumption in Developing Asia », document de travail 282, octobre.

2/ DES MÉNAGES ASIATIQUES DE PLUS EN PLUS ENDETTÉS

Si l'expansion tendancielle de la consommation des ménages dans les pays d'Asie émergente témoigne avant tout de leur développement économique qui leur permet d'avoir des revenus plus élevés, elle résulte aussi d'un meilleur accès au crédit. Cet accès facilite en premier lieu l'achat de biens de consommation durables, grâce aux financements obtenus par l'emprunt. Il favorise aussi l'investissement immobilier. La hausse des prix des logements induite génère enfin des effets richesse positifs sur la consommation des ménages⁽¹⁴⁾. Mais si cet essor des prêts bancaires octroyés aux ménages est bénéfique pour la croissance, il peut aussi générer des risques macroéconomiques accrus, notamment dans le cas où il irait de pair avec un endettement excessif des ménages.

Une dette excessive pèse sur les dépenses des ménages

La crise des « subprimes » aux Etats-Unis et ses conséquences sur l'économie mondiale illustrent ce risque. Par exemple, la récession de 2009 au Royaume-Uni et en Espagne s'explique dans une large mesure par la dette élevée des ménages et la bulle immobilière associée. Un niveau de dette des ménages trop élevé peut en effet affecter l'activité économique de diverses manières. Au-delà d'un certain seuil les ménages prennent conscience que la hausse prolongée de leur dette augmente son service, ce qui limite d'autant leurs capacités d'achat et d'investissement en immobilier. Cela provoque une baisse de la consommation ainsi qu'un repli des prix immobiliers, qui amplifie le tassement de la consommation des ménages. Les ménages deviennent vulnérables à un retournement du marché immobilier : si la hausse des prix de l'immobilier a des effets positifs sur la consommation des ménages, leur baisse la pénalise. Les études de référence visant à mesurer la taille de ces effets richesses ont été réalisées par Case et Shiller⁽¹⁵⁾. D'après leurs travaux, la baisse des prix de l'immobilier de 35% entre 2005 et 2009 aux Etats-Unis est associée à un recul de la consommation des ménages de 3,5% (soit un effet de transmission d'environ 10%). La littérature existante confirme l'existence de tels effets richesse dans le cas des pays asiatiques. D'après une étude de Peltonen et al. (2009)⁽¹⁶⁾ réalisée en utilisant des données de 8 économies asiatiques de 2000 à 2008⁽¹⁷⁾, une hausse (ou une baisse) de 10% des prix de l'immobilier correspond à une augmentation (ou une diminution) de la consommation des ménages de 0,4% en moyenne (soit un effet de transmission de 4%, c'est-à-dire plus faible qu'aux Etats-Unis).

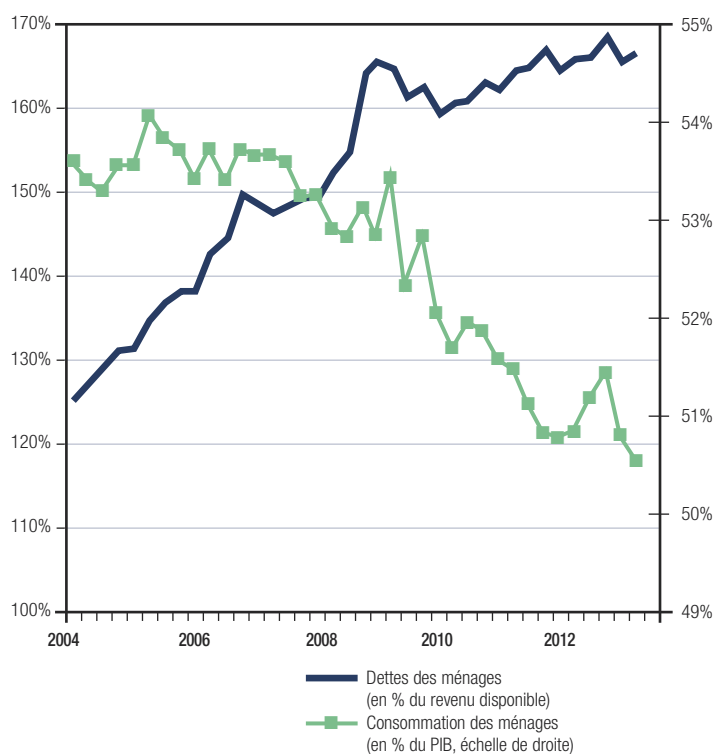
En outre, si le niveau d'endettement des ménages est trop élevé, la banque centrale perd de son indépendance dans ses décisions de politiques monétaires, dans la mesure où un durcissement de celles-ci pourrait augmenter la charge de la dette des ménages, et engendrer des défauts de paiements de certains d'entre eux. L'exemple de la Corée du Sud le confirme : malgré la hausse marquée de l'inflation et une croissance dynamique en 2010-2011, la Banque de Corée n'a pas augmenté son taux directeur, de peur de rendre encore plus vulnérables les ménages les plus endettés (souvent en partie à taux variables).

Corée, Malaise, Thaïlande et Singapour sont les plus à risque

La Corée est un cas d'école en matière de risque lié à l'endettement excessif des ménages dans les pays émergents : le niveau de cette dette y est en effet très élevé et a augmenté de 125% en 2003 à 166% en 2012 relativement au revenu disponible. Pour rappel, celui des Etats-Unis était de l'ordre de 130% en 2008, c'est-à-dire le pic atteint avant que le processus de désendettement des ménages américains ne débute. Et comme aux Etats-Unis avant 2008, le corollaire de cette dette des ménages élevée est un taux d'épargne faible : 2,7% en 2011 (contre environ 20% en moyenne au milieu des années 1990). Au-delà de ce niveau de dette des ménages coréens, sa structure est aussi un facteur de risque : la part des prêts immobiliers à taux variables atteint 55% en 2012, contre seulement 10% aux Etats-Unis en 2009.

Le risque de tassement prolongé de la consommation des ménages résultant de leur surendettement semble donc relativement élevé en Corée à l'heure actuelle. Le graphique suivant le confirme : la baisse de la consommation des ménages relativement au PIB a débuté lorsque la croissance de la dette des ménages a accéléré et a dépassé 160% en 2008. Même si cette dernière n'a pas beaucoup augmenté depuis, la consommation continue de se tasser, une charge de la dette élevée limitant les dépenses de consommation.

GRAPHIQUE 7
Dette et consommation des ménages en Corée



Sources : Datastream, Coface

(14) L'effet richesse mesure ici l'effet positif sur la consommation des ménages résultant d'un regain d'optimisme lié à une augmentation de la valeur de leur patrimoine immobilier et/ou financier.

(15) Case K., Quigley J. et Shiller R. (2012) : « Wealth Effects Revisited 1975-2012 », document de travail de la fondation Cowle n° 1884, décembre.

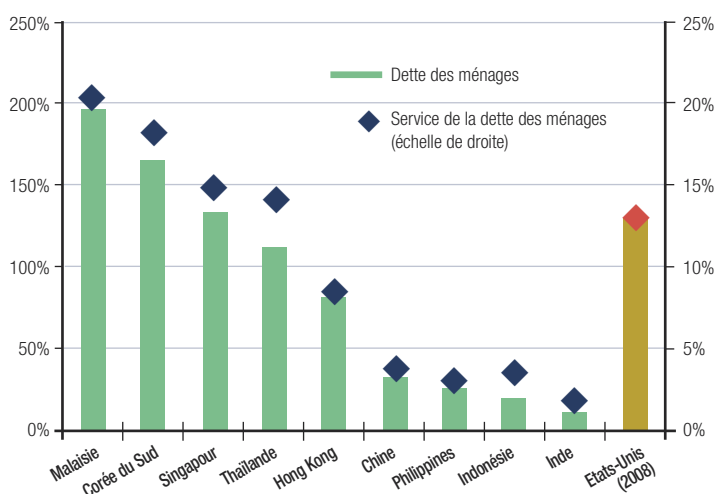
(16) Peltonen T., Sousa R. et Vansteenkiste I. (2009) : « Wealth Effects in Emerging Market Economies », document de travail de la Banque centrale européenne n° 1000, janvier.

(17) Chine, Hong Kong, Corée, Indonésie, Malaisie, Singapour, Taïwan et Thaïlande.

Au-delà du cas d'école coréen, d'autres pays sont exposés au risque d'ajustement de leur croissance lié à un endettement excessif des consommateurs. Au regard de cet indicateur de ratio de dette des ménages sur revenu disponible, la Malaisie semble particulièrement à risque (196% à fin 2012). Viennent ensuite Singapour et la Thaïlande (respectivement 134% et 112%). A Singapour, le nombre de personnes ayant contracté au moins deux prêts immobiliers a augmenté de 78% entre 2008 et 2012⁽¹⁸⁾. A l'autre bout de l'échelle, les ménages chinois, indiens, indonésiens et philippins sont relativement peu endettés (moins de 35%).

Il résulte de ces niveaux élevés d'endettement un service de la dette important. Celui-ci est susceptible de peser sur la consommation des ménages et donc sur l'activité. Même si aucune donnée officielle n'est disponible, nous estimons⁽¹⁹⁾ que le service de la dette des ménages représente en moyenne 20% environ de leur revenu en 2012 en Malaisie, 18% en Corée, 15% à Singapour et 14% en Thaïlande. Dans ces quatre pays, ce niveau est supérieur à celui des Etats-Unis en 2008 (proche de 14%), avant que le processus de désendettement des ménages ne débute (environ 10% en 2012⁽²⁰⁾). En outre, il a augmenté dans tous ces pays entre 2011 et 2012 (sauf en Corée). A l'inverse, le poids moyen du service de la dette dans les revenus des ménages reste faible en Chine, en Inde, en Indonésie et aux Philippines (inférieur à 4% en 2012), puisque leur niveau d'endettement est relativement faible.

GRAPHIQUE 8
Dette des ménages en Asie (en % revenu disponible)



Sources : banques centrales, Banque mondiale, Coface

Bien entendu ces chiffres sont des moyennes nationales. Les ménages les plus vulnérables subissent une charge de la dette plus élevée, même si encore une fois peu de données sont disponibles pour le confirmer. Par exemple, 5 à 10% des ménages consacrent plus de 60% de leur revenu mensuel au remboursement de leur(s) emprunt(s) à Singapour d'après la banque centrale locale. Dans le cas où les taux d'intérêt augmenteraient de 3 points de pourcentage, 10 à 15% des ménages seraient alors particulièrement à risque. En Corée, les ménages les plus pauvres sont aussi les plus exposés au risque de surendettement : la dette des ménages des 20% les moins riches atteint 184% de leur revenu disponible en 2012, soit 18 points de plus que la moyenne nationale⁽²¹⁾.

(18) Source : Credit bureau Singapour

(19) Sources : Banque mondiale, banques centrales et calculs des auteurs. Nous avons utilisé les données de la Banque Mondiale concernant les taux des prêts bancaires moyens octroyés au secteur privé et pris pour hypothèse que la maturité moyenne des prêts aux ménages était de 18 ans dans tous les pays de la région.

Ces risques liés au surendettement des ménages sont susceptibles d'avoir un effet négatif sur la croissance à moyen terme. Cet ajustement peut d'abord être graduel, comme l'illustre l'exemple de la Corée : au-delà d'un certain niveau, la dette pèse sur les dépenses de consommation des ménages en augmentant la part de leur budget alloué à son remboursement (voir graphique 7 page 6). Mais cet impact sur l'activité peut aussi être brutal et se traduire par une récession marquée. Les exemples des Etats-Unis ou encore de l'Espagne en 2009 en sont des exemples.

Outre des vulnérabilités internes accrues, cet endettement excessif peut engendrer des déséquilibres externes. Une forte augmentation prolongée du crédit au secteur privé favorise en effet une détérioration de la balance courante en stimulant la demande interne et donc les importations. Dans ce contexte, la détérioration marquée des balances courantes en Indonésie (en déficit en 2012 pour la première fois depuis 1997), en Malaisie ou en Thaïlande (excédent en baisse de respectivement 9 et 7 points de pourcentage relativement au PIB entre 2009 et 2012) trouve en partie son origine dans l'essor du crédit au secteur privé. Par ailleurs, cette détérioration des comptes courants rend ces pays plus vulnérables aux financements externes volatils et donc aux risques de sorties de capitaux et de brusques dépréciations du taux de change à moyen terme. Les dépréciations marquées de bon nombre de devises émergentes au cours de l'été 2013 en sont l'illustration.

Pour résumer, les risques macroéconomiques liés à l'endettement excessif des ménages peuvent être aggravés dans le cas où le pays en question souffre aussi de déséquilibres externes (matérialisés par un déficit courant qui se dégrade) et/ou d'un système bancaire vulnérable. Le tableau ci-dessous synthétise notre évaluation des risques en la matière. Il en ressort que les pays pour lesquels le risque lié à la dette des ménages est élevé ne souffrent pas, dans une large mesure, de vulnérabilités externes ou bancaires. Malgré la baisse sensible des soldes courants de la Corée, de Singapour et de la Malaisie en partie liée à un crédit domestique dynamique, ceux-ci restent en effet en excédent. Seul le solde courant de la Thaïlande est désormais proche de l'équilibre. Dit autrement, le risque de crise de change à moyen terme lié à cet endettement trop important des ménages reste relativement faible. A l'inverse, dans les pays souffrant des vulnérabilités externes les plus marquées (Inde et dans une moindre mesure Indonésie), les ménages sont généralement peu endettés.

TABEAU 1
Evaluations des risques liées à la dette des ménages

	Dette des ménages	Compte courant	Secteur bancaire
Chine	●	●	●
Corée	●	●	●
Hong Kong	●	●	●
Inde	●	●	●
Indonésie	●	●	●
Malaisie	●	●	●
Philippines	●	●	●
Singapour	●	●	●
Thaïlande	●	●	●

● Risque modéré ● Risque moyen ● Risque élevé

Source : Coface

(20) Source : Réserve fédérale américaine.

(21) Source : Banque de Corée

Seuls remèdes : des taux d'intérêt plus élevés et des règles prudentielles plus strictes

Pour l'heure, cette tendance haussière de la dette des ménages ainsi que celle de la part du revenu que ces derniers consacrent à son remboursement ne se sont pas encore traduites par une montée significative des créances douteuses (au moins dans les pays pour lesquels de tels chiffres sont disponibles). La part des prêts aux ménages non-performants n'excède pas 1% en Corée en janvier 2013 (0,8% un an plus tôt) et aux Philippines, ce ratio baisse (7% à fin 2012, contre 9,3% fin 2009). Néanmoins, afin de faire face au risque que fait peser sur l'activité et les banques locales l'endettement excessif des ménages, le gouvernement coréen a annoncé en février 2013 la création d'un fonds de sauvetage permettant aux banques de se séparer d'une partie de ces créances douteuses (en acceptant cependant une décote significative sur la valeur de ces créances).

Mais pour éviter la création a posteriori de tels fonds de sauvetage susceptibles de fragiliser le secteur bancaire, les autorités locales n'ont d'autre choix que de prendre des mesures préven-

tives, à savoir des politiques monétaires plus restrictives et/ou des règles prudentielles plus strictes. La banque centrale de Malaisie a par exemple décidé, en juillet dernier, de limiter les maturités maximums d'un prêt immobilier à 35 ans (contre 45 auparavant) et à 10 ans pour ceux à la consommation. Cette mesure complète celles mises en œuvre en 2010 (comme l'apport minimum requis pour l'achat d'une 3^{ème} résidence) et 2011 (restrictions d'émissions de cartes de crédit) et dont les effets sur l'expansion de l'endettement des ménages se sont avérés décevants. Des mesures similaires ont été décidées en Thaïlande ou encore à Singapour, mais aussi dans des pays ne souffrant pas d'endettement excessif des ménages. Ainsi, il existe depuis janvier 2013 des restrictions à l'octroi de cartes de crédit en Indonésie⁽²²⁾. Dans une certaine mesure, l'instauration de taxes foncières en Chine en 2011 s'inscrit aussi dans cette logique.

Cet endettement croissant des ménages asiatiques dans les pays précédemment cités trouve aussi son origine dans les spécificités de comportement d'épargne dans les pays de la région.

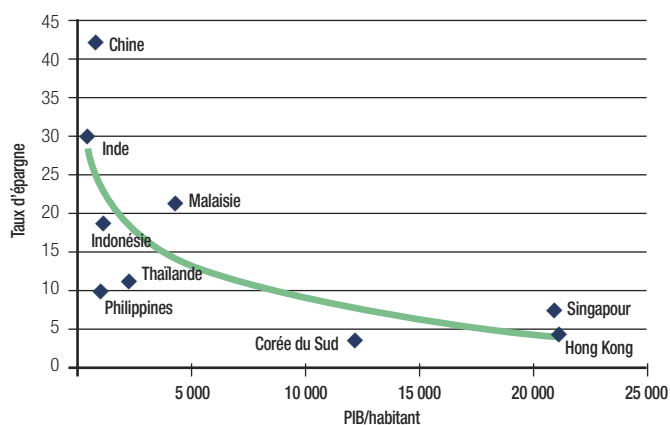
3/ UNE CONSOMMATION PLUS INDIVIDUALISTE

De fortes disparités dans les comportements d'épargne en Asie

L'arbitrage épargne/consommation dépend de facteurs économiques, mais également psychologiques. Pour les auteurs classiques, la propension à épargner serait une fonction croissante du taux d'intérêt. Un taux d'intérêt élevé inciterait à diminuer sa consommation présente afin d'augmenter son revenu⁽²³⁾. Tandis que les keynésiens⁽²⁴⁾ considèrent que le niveau d'épargne dépend du niveau de revenu. Pour eux, l'épargne serait un résidu. Celle-ci correspondrait à ce qu'il reste après que le ménage ait consommé. D'après cette théorie, l'épargne augmente lorsque le revenu des ménages augmente. Le taux d'épargne serait donc également fonction du niveau de développement. Plus le pays est avancé (plus son PIB/habitant est élevé), plus le taux d'épargne devrait être important. Néanmoins, la conception keynésienne de l'épargne ne se vérifie pas en Asie émergente. Le niveau de développement n'est donc pas le seul facteur expliquant le taux d'épargne.

En Chine, en Inde et en Indonésie, on constate une hausse tendancielle du taux d'épargne. En effet, à mesure que leur revenu augmente, les ménages ont tendance à épargner une part plus importante de leur revenu. La Chine est l'exemple le plus significatif, le taux d'épargne y est passé de 30% en 1995 à plus de 40% en 2012. En outre, le taux d'épargne est passé de 20% à 30% en Inde tandis qu'en Indonésie, il est désormais de 19% contre 6% en 1999. En Thaïlande et aux Philippines, le taux d'épargne est structurellement plus bas (respectivement 11 et 10%). Il a tendance à diminuer dans les économies asiatiques dites « avancées »⁽²⁵⁾. A Hong Kong, il est ainsi passé de 8% à 4% entre 1995 et 2012.

GRAPHIQUE 9
Taux d'épargne et PIB/Habitant en Asie

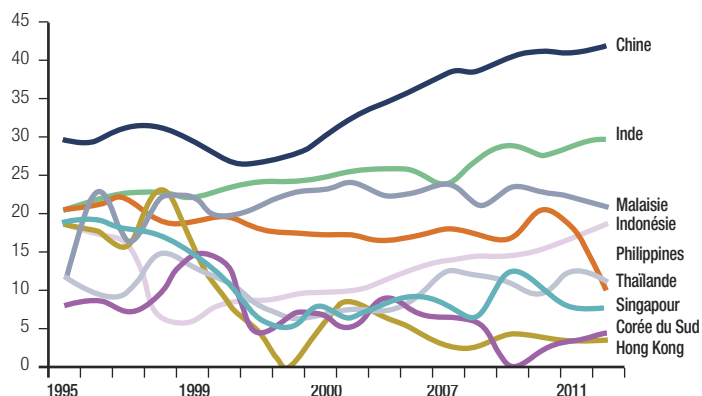


Sources : Banque mondiale, Oxford Economics

(22) Nombre maximum de cartes par personne ainsi qu'un âge et un salaire minimum.

(23) L'épargne réagit positivement à une augmentation du taux d'intérêt en abaissant le prix d'une consommation future par rapport à celui d'une consommation présente : épargner aujourd'hui pour consommer plus demain.

GRAPHIQUE 10
Taux d'épargne en Asie



Source : Oxford Economics

(24) « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », John Maynard Keynes, 1936.

(25) Hong Kong, Singapour, Corée du Sud

Par ailleurs, les motifs de l'épargne seraient également rationnels. Dans les pays aux systèmes de protections sociales peu performants, les ménages ont tendance à épargner davantage afin de s'assurer contre les risques relatifs à la santé, au chômage ou à la retraite. D'où les mesures prises en Chine pour améliorer le niveau de protection sociale et donc limiter l'épargne de précaution. Une loi d'assurance sociale pour les entreprises privées est par exemple entrée en vigueur en 2011.

Mais au-delà de ces théories expliquant l'arbitrage consommation/épargne, des facteurs culturels et psychologiques expliquent la décision de consommation. En effet, alors que le système social sud-coréen était très peu développé jusqu'au milieu des années 1990, la croissance de la consommation des ménages a augmenté de 7,1% par an en moyenne entre 1970 et 1996. Et les ménages sud-coréens sont aujourd'hui très endettés malgré un niveau de protection sociale toujours relativement faible (voir partie 3).

De la même manière, les consommateurs sont très attentifs à la qualité des produits achetés en Thaïlande. Ils sont enclins à consommer des produits même si leur prix excède leur pouvoir d'achat. Cela explique en partie pourquoi les ménages thaïlandais n'hésitent pas à avoir recours à l'endettement pour acheter les biens de leur choix (voir partie 2).

Consommer : un acte qui tend à devenir plus individuel

Une fois leurs décisions de dépenser prises, les individus consomment de manière différente. En effet, l'attitude du consommateur est fortement influencée par sa culture. Par exemple, la proportion des ménages possédant une radio, une télévision et un réfrigérateur est nettement plus élevée aux Philippines qu'en Inde, pourtant dans la même classe de revenus⁽²⁶⁾. De nombreuses analyses de ces différences dans le cas de l'Asie ont été faites. Plusieurs d'entre elles évoquent notamment l'importance possible du rapport au groupe pour expliquer des dépenses de consommation qui seraient relativement moins individualistes⁽²⁷⁾ en Asie.

Mais au-delà de ces théories discutables, des évolutions récentes tendent au contraire à mettre en exergue les similitudes de comportements de consommation avec ceux observés aux Etats-Unis et en Europe. Le succès des marques de luxe en Asie s'explique, comme ailleurs, en partie par la volonté des individus d'affirmer leur réussite et leur pouvoir d'achat par rapport à leur groupe. L'effet Veblen⁽²⁸⁾, selon lequel plus le prix d'un bien augmente, plus sa consommation augmente, semble donc se vérifier dans cette région. L'achat d'un bien au prix élevé est en effet un symbole de pouvoir, de richesse et de statut social. Ce constat est bien entendu également observé dans d'autres régions.

De plus, la génération née après 1980 (notamment en Chine) tend à se comporter de façon relativement plus individualiste. Cette modification des comportements en Chine provient en partie de la politique de l'enfant unique, mais également de l'élévation du niveau de vie. La Chine connaît actuellement la même évolution qu'au

Japon, à Taïwan et en Corée du Sud. L'industrialisation rapide, le recul des étapes de la vie⁽²⁹⁾, la modification de la structure des ménages⁽³⁰⁾ et l'augmentation rapide du niveau de vie modifient la société chinoise, les ménages aspirent désormais à un mode de vie plus occidentalisé. Ils consomment et consommeront davantage pour eux même que pour leur groupe.

Ce changement se traduit en premier lieu par des dépenses accrues des ménages. Une étude réalisée en 2007 auprès de 6 000 personnes révèle que les chinois consacrent 9,8 heures par semaine au « shopping », contre 3,6 pour les américains⁽³¹⁾. De plus, l'essor de la consommation en Chine et le développement de la classe moyenne est à relier à l'accès à la propriété. Au fur et à mesure des réformes de privatisation des logements, les ménages ont cherché à acquérir leur logement. Cela est devenu une priorité, symbole de la richesse et de l'appartenance à la classe moyenne. L'accès à la propriété a également permis aux ménages chinois de s'enrichir. Cette tendance a dans une certaine mesure été aussi observée en Corée auparavant. Les ménages coréens avaient tendance à acheter de grandes voitures, signe de réussite et de richesse. Désormais, ils préfèrent davantage les voitures plus confortables, plus agréables à conduire car cet achat répond maintenant à des critères individualistes. Ces deux exemples illustrent donc la tendance à l'individualisation des comportements de consommation dans certains pays de la région.

(26) « Key indicators for Asia and the Pacific », Asian Development Bank, 2010

(27) « Consumer behaviour in Asia », Euro-Asia Research Series, INSEAD EURO-ASIA CENTER, Février 1995

(28) « Théorie de la classe de loisir », Thorstein Veblen, 1899

(29) L'âge du premier enfant est passé de 24 à 27 ans en 10 ans en Chine - « Meet the 2020 Chinese Consumer » Mac Kinsey Consumer & Shopper Insight », mars 2012

(30) Le nombre de personne par ménage est passé de 2,8 en 2000 à 2,5 en 2010. Aujourd'hui, 50% des ménages sont composés d'une seule génération, 40% de deux générations et seulement 10% des ménages hébergent 3 générations - « Meet the 2020 Chinese Consumer », Mac Kinsey Consumer & Shopper Insight », mars 2012

(31) « Les caractéristiques et enjeux de l'émergence de la classe moyenne chinoise : vers l'édification d'un nouveau profil chinois », Lisa Chassin, 2011

4/ L'ESSOR DE LA CLASSE MOYENNE DYNAMISE LES SECTEURS DU TOURISME, DES PRODUITS HAUT DE GAMME ET DE L'AUTOMOBILE

Bien que notre analyse ne soit pas exhaustive, nous avons identifié trois secteurs d'activités clés de certaines économies asiatiques susceptibles de connaître des évolutions radicales suite aux changements économiques décrits dans les parties précédentes. Nous nous intéressons notamment à leur dynamique ainsi qu'aux risques auxquels ils sont exposés.

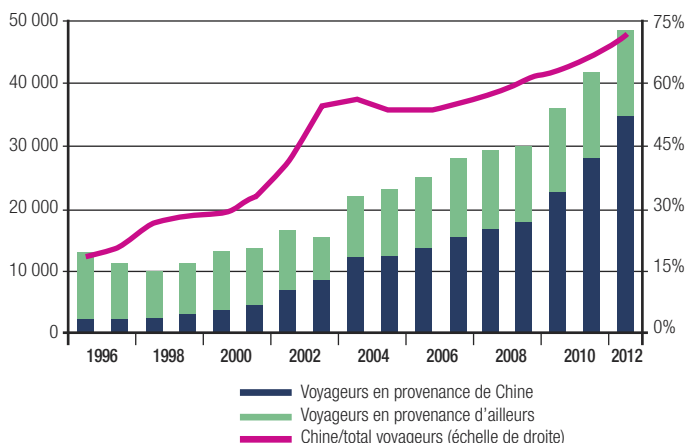
Afflux massifs de voyageurs chinois en Asie

Selon l'ITB World Travel Trends Report, l'Asie a été un moteur essentiel de la croissance du tourisme au cours des deux dernières années : l'augmentation des voyages internationaux a atteint 6% en 2011 et 7% en 2012⁽³²⁾. Ces activités liées au tourisme continueront leur progression au cours des années à venir en raison de la forte croissance de la Chine et d'autres économies. Dans cette section, nous examinons les répercussions du développement de ces pays asiatiques sur le secteur du tourisme.

Dynamique

Le secteur du tourisme à Hong Kong bénéficie grandement de la croissance économique chinoise depuis sa restitution à la Chine en 1997 et grâce à sa proximité et ses liens avec ce pays. Entre 1997 et 2012, le nombre annuel de visiteurs en provenance de la Chine continentale est passé de 2,4 à 35 millions, soit un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 19,7 %. L'augmentation porte non seulement sur le nombre de visiteurs, mais aussi sur le montant des dépenses à Hong Kong au cours des visites. Ainsi le TCAM des dépenses des visiteurs chinois qui ont séjourné à Hong Kong a été de 17,4 % sur la période 2002-2012. De plus, les Chinois continentaux ont les dépenses par tête les plus élevées.

GRAPHIQUE 11
Nombre de touristes étrangers à Hong Kong (en milliers)



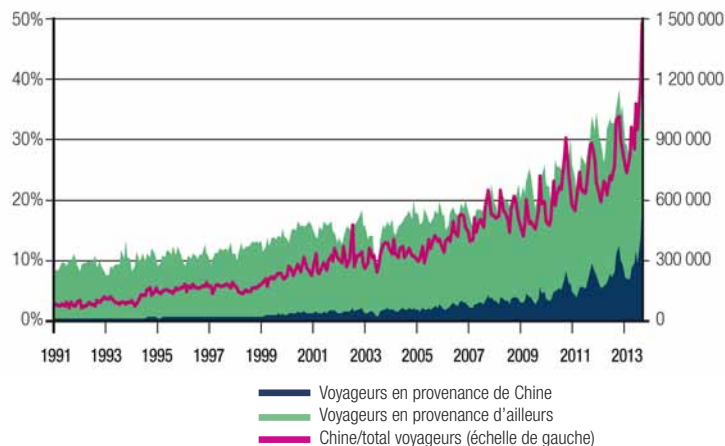
Sources : CEIC, Hong Kong Tourism Board, Coface

De même, la proximité de Macao avec la Chine représente pour la région un atout déterminant pour bénéficier pleinement de la croissance chinoise. De plus, grâce à son industrie légale du jeu, son secteur touristique tire parti de l'engouement des chinois pour les jeux de hasard. Le taux d'occupation des hôtels est d'environ 80 % depuis la reprise qui a suivi la crise de 2008/2009, ce malgré

l'augmentation du nombre d'hôtels dans la ville. Le chiffre d'affaires de l'industrie du jeu à Macao a été supérieur à celui de Las Vegas pour la première fois en 2007 et son TCAM s'est établi à 27,1 % au cours des douze dernières années, malgré la volatilité de sa croissance. Un tel essor n'aurait pas été possible sans celui de l'économie chinoise.

Le nombre total de visiteurs en Corée a plus que doublé entre 2002 et 2012, et le chiffre d'affaires généré par le tourisme est passé de 5,9 milliards USD à 14,2 milliards USD au cours de cette même période. Le nombre de visiteurs chinois en Corée a plus que quintuplé entre 2002 et 2012, passant de 540 000 à plus de 2,8 millions. Comme le montre le graphique ci-dessous, en 2013, la proportion de visiteurs chinois a rapidement augmenté, puisqu'ils représentent à présent 47 % de l'ensemble des visiteurs du pays.

GRAPHIQUE 12
Nombre de touristes étrangers en Corée du Sud



Sources : CEIC, Korea National Tourism Organization, Coface

Risques à surveiller

L'environnement économique international reste une variable clé – susceptible d'exercer un effet tant positif que négatif – pour les secteurs liés au tourisme. De plus, la force du renminbi (RMB) aura un rôle de soutien pour les activités liées au tourisme. Depuis le début du processus de libéralisation de la devise chinoise en 2005, le dollar s'est déprécié de 30 % par rapport au renminbi. Cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir. En revanche, la politique chinoise à l'égard du tourisme extra-continentale a un effet néfaste – particulièrement dans le cas de Macao – bien qu'il paraisse peu probable que, à court terme, le gouvernement prenne des mesures restrictives à son encontre.

Préférence des chinois pour les marques haut de gamme et « soif de l'or » en Inde

L'essor de la classe moyenne en Asie – qui n'éprouve sans doute pas de difficultés à satisfaire ses besoins de base – devrait être favorable au secteur des biens de consommation haut de gamme. Cette tendance devrait avoir un impact significatif sur le marché intérieur chinois et sur le marché de l'or en Inde.

(32) ITB World Travel Trends Report 2012/2013

Dynamique

Selon McKinsey, les dépenses des chinois en « sacs, chaussures, montres, bijoux et prêt-à-porter haut de gamme » représenteront plus du tiers des dépenses mondiales consacrées à de tels articles d'ici à 2015⁽³³⁾. En effet, la classe moyenne supérieure (disposant d'un revenu annuel compris entre 16 000 et 34 000 dollars), dont la taille progressera de 22,4 % par an entre 2012 et 2022, stimulera la demande en articles haut de gamme. Ces données corroborent les informations que nous avons recueillies lors de nos conversations avec quelque 30 professionnels installés à Shanghai et Pékin. Ceux-ci ont tendance à présenter les caractéristiques suivantes :

- soumis à des contraintes financières, ils préfèrent acheter moins d'articles mais plus chers (*voir partie 3*) ;
- à choisir entre des produits similaires, ils préfèrent acquérir des produits de marques étrangères plus chers.

Risques à surveiller

Toutefois, la hausse de la demande des produits haut de gamme ne croîtra pas de façon radicale d'une année sur l'autre. Toutes les politiques chinoises ne sont pas favorables au marché des biens de consommation haut de gamme. Depuis la prise de fonction de l'administration Xi-Li en mars, le gouvernement est déterminé à réprimer la corruption. Cette position pourrait avoir des effets préjudiciables sur le secteur des biens de consommation haut de gamme, dans la mesure où les hauts fonctionnaires et les dirigeants d'entreprises d'État se montrent plus prudents lorsqu'il s'agit d'acheter ou de recevoir des cadeaux onéreux. Par exemple, lorsque la Commission de discipline centrale a interdit l'utilisation de fonds publics pour l'achat de « gâteaux de lune », divers médias chinois ont affirmé que la vente des gâteaux de lune haut de gamme avait fortement chuté⁽³⁴⁾.

Si la consommation de produits haut de gamme en Inde n'est pas aussi élevée qu'en Chine, l'attrait des Indiens pour l'or est bien connu. L'Inde est d'ailleurs le premier consommateur d'or, tant en termes de bijouterie que de demande totale. Selon les statistiques du World Gold Council de juin 2013, l'Inde représente 30 % de la demande mondiale.

TABLEAU 2
Demande mondiale d'or par pays (en % du total)

	Bijouterie	Investissement total en lingots et pièces	Total
Inde	30,0%	27,0%	28,8%
Chine	28,5%	22,3%	25,9%
Total mondial	100,0%	100,0%	100,0%

Source : World Gold Council

En raison de l'inflation élevée qui touche le pays, la demande d'or et de bijoux en or restera forte à court terme, d'autant plus que la roupie s'est dépréciée de 16 % entre mai et le 20 septembre. Il existe, toutefois, un risque de repli de la demande à moyen terme du fait

des effets préjudiciables sur la richesse de la dévaluation de la roupie. Qui plus est, en août, le gouvernement indien a relevé de 8 à 10 % la taxe d'importation sur l'or. Ce niveau de taxation, s'il est maintenu, freinera la demande d'or.

Les constructeurs automobiles à l'assaut des routes en Chine

Dynamique

L'essor de la classe moyenne a un impact positif sur le secteur de l'automobile, notamment en Chine. Selon une étude réalisée par Economist Intelligence Unit, l'achat et l'entretien d'une voiture sur 3 ans sont trois fois plus coûteux à Shanghai qu'ils ne le sont à New York pour une voiture et une utilisation similaires⁽³⁵⁾. Pourtant, le TCAM des ventes automobiles s'est établi à 19,5 % entre 2002 et 2012. La solidité de la croissance de la demande résulte des effets positifs du revenu et des richesses entraînés par la progression des revenus et du prix des biens immobiliers au cours des dix dernières années (*voir partie 1*). Les constructeurs automobiles chinois ont significativement bénéficié de ces évolutions. Selon Katsuhiko Sasuga⁽³⁶⁾ (2011), les constructeurs chinois sont dépendants des transferts de capacités des sociétés étrangères. Du fait de la progression des co-entreprises et partenariats entre constructeurs chinois et étrangers dans les années 2000, la Chine a bénéficié de la technologie des sociétés étrangères qui s'y installaient.

D'aucuns s'inquiètent de l'effet délétère que pourrait avoir sur les constructeurs japonais cette montée en puissance des constructeurs chinois. Toutefois, la segmentation et la différenciation des produits dans la région demeurant fortes, les automobiles fabriquées par les grandes marques japonaises sont significativement différentes de celles produites par leurs concurrents chinois. Pour faciliter la compréhension du secteur, on peut utiliser le prix de vente moyen (PVM) comme différenciateur des produits⁽³⁷⁾. Or, sur l'année qui s'est terminée en mars 2013, le PVM de Toyota et de Honda s'est établi à respectivement 165 372 RMB et 163 614 RMB. En 2012, le PVM des constructeurs chinois Dongfeng Motor et BYD a été respectivement de 126 675 RMB et de 111 557 RMB. Même si l'éventail des modèles engendre des différences dans les PVM, de tels écarts de prix signifient que les constructeurs japonais et chinois ne sont pas en concurrence directe.

Par ailleurs, les données historiques mettent en évidence que les fluctuations des taux de change sont un facteur déterminant pour les performances des constructeurs japonais. La force du renminbi est donc un facteur bénéfique pour ces derniers. L'un des trois axes de la politique mise en œuvre par le Premier ministre japonais Shinzo Abe en 2013 était en effet un yen faible. Le 11 septembre 2013, le yen s'était déprécié de plus de 24 % par rapport au renminbi chinois depuis que M. Abe a remporté l'élection de la présidence du parti Libéral démocrate, le 26 septembre 2012. Si la stratégie d'un yen faible prévaut, toutes choses étant égales par ailleurs, elle dotera l'industrie automobile japonaise d'un puissant atout.

(33) Dominic Barton, Yougang Chen, and Amy Jin, « Mapping China's Middle Class, » McKinsey Quarterly, June 2013

(34) <http://english.cntv.cn/program/china24/20130918/101477.shtml>

(35) <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2013/04/daily-chart-2>

(36) Katsuhiko Sasuga, « The Impact of the Rise of Chinese and Indian Automobile Industries » in *The Scale of Globalization. Think Globally, Act Locally, Change Individually in the 21st Century*, p. 286-291. Ostrava, University of Ostrava, 2011.

(37) Dans ce contexte, le TCAC est calculé de la façon suivante : TCAC = Revenus/nombre de véhicules vendus.

Risques à surveiller

L'exposition au marché chinois de constructeurs automobiles japonais et étrangers comporte des risques. Ainsi, le 23 août, selon l'agence de presse officielle chinoise Xin Hua News, le ministre du Commerce chinois a annoncé vouloir améliorer la réglementation sur les ventes d'automobiles face au nombre croissant de plaintes sur « la fixation de prix exorbitants pour les voitures étrangères »⁽³⁸⁾. Ces changements de réglementation constitueront sans doute une source d'incertitudes pour les acteurs du secteur automobile présents en Chine.

Un autre élément potentiellement néfaste pour l'industrie automobile est la volonté du gouvernement chinois de réduire la pollution. La Chine a été le premier producteur mondial de dioxyde de carbone en 2009 avec 25,4 % de la production totale⁽³⁹⁾. Associé au trafic dense des grandes villes, ce phénomène pourrait être un frein pour l'activité. Dans ce contexte, les dirigeants chinois ont pris des mesures visant à lutter contre la pollution. L'une d'entre elles, directement liée à l'industrie automobile, consisterait à limiter le nombre de nouvelles immatriculations dans les grandes métropoles comme Pékin et Shanghai. Une telle limitation du nombre de véhicules achetés est envisagée dans huit grandes villes : Tianjin, Shenzhen, Hangzhou, Chengdu, Shijiazhuang, Chongqing, Qingdao et Wuhan⁽⁴⁰⁾.

Enfin, un accès au crédit facilité pour les consommateurs pourrait avoir un effet positif sur le secteur automobile en Chine. Comme décrit dans la partie 2, la dette des ménages chinois est relativement faible. Le financement des automobiles en Chine ne constitue qu'une infime proportion du portefeuille de prêts, soit 261,5 milliards RMB ou 2,5 % du total des prêts à la consommation. Il ne s'agit donc que d'une activité naissante, ce que confirme un rapport de Deloitte et Minsheng Bank en 2012⁽⁴¹⁾. Mais d'un autre côté, les banques pourraient aussi ralentir le processus d'approbation de prêts automobiles, l'encours total de crédit au secteur privé étant jugé excessif par les autorités, ce qui aurait pour effet de réduire les achats de véhicules par les consommateurs ayant besoin d'un financement. De telles mesures de restriction du crédit constituent des risques majeurs pour le secteur automobile, à la fois pour les constructeurs étrangers et chinois.

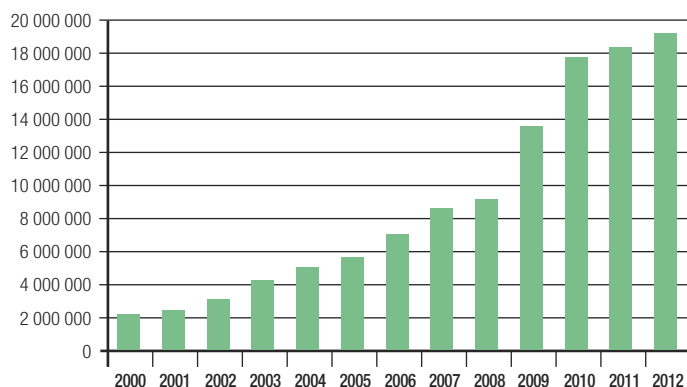
Conclusion

La croissance dynamique en Asie, hors Japon, depuis la crise de 1997-98 est allée de pair avec une expansion marquée de la consommation des ménages. Cette tendance, qui a touché tous les principaux pays de la région (mais pas de manière uniforme), a des conséquences économiques et sociales importantes, puisqu'elle s'est notamment traduite par l'essor de classes moyennes.

Malgré cette forte expansion passée du niveau de vie, cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochaines années, les perspectives économiques des pays asiatiques restant favorables et la plupart de ces derniers restant loin des niveaux des économies avancées en matière de consommation par habitant. Les secteurs tels que l'automobile, les biens de consommation haut de gamme ou encore le tourisme continueront donc de profiter à plein de la poursuite de ce processus dans les années à venir.

Mais gare à l'excès d'optimisme : ces perspectives favorables ne doivent pas faire oublier les risques croissants liés à l'endettement excessif des ménages. Ces risques sont, selon nous, particulièrement élevés en Corée, en Malaisie, à Singapour et en Thaïlande. Le poids du remboursement de la dette dans le revenu des ménages y est en effet aujourd'hui plus élevé qu'il ne l'était aux Etats-Unis en 2008, c'est-à-dire au commencement de la crise des « subprimes ». Il est également supérieur à celui observé chez les ménages espagnols en 2012, où il est largement responsable de la récession profonde du pays. Si ces comparaisons ne signifient pas nécessairement qu'une crise d'une ampleur comparable est imminente dans ces pays, cela plaide au moins pour une modération de la consommation des ménages au cours des années à venir.

GRAPHIQUE 13
Vente d'automobiles en Chine



Sources : CEIC, China Association of Automobile Manufacturers, Coface

(38) http://news.xinhuanet.com/english/china/2013-08/23/c_132657611.htm

(39) <http://image.guardian.co.uk/sysfiles/Guardian/documents/2011/02/10/CarbonWeb.pdf?guni=Graphic:in%20body%20link>

(40) <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-10/china-passenger-vehicle-deliveries-rise-9-3-amid-cash-crunch.html>

(41) Deloitte Automotive Practice et Min Sheng Bank, 2012 China Auto Finance Report

MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS RISQUE PAYS

Reclassements, levées de surveillance négative ou mises sous surveillance positive

Pays	Actuelle évaluation pays	Nouvelle évaluation pays
Etats-Unis	A2	A2↗

Etats-Unis : A2↗

- La croissance du PIB est forte et devrait s'accroître en 2014 (1,5% en 2013 et 2,2% en 2014). Les indicateurs conjoncturels avancés sont bien positionnés.
- La marge et la rentabilité des entreprises américaines augmentent alors que leur niveau d'endettement est peu élevé (55%, 85% en zone euro) même si la croissance dans quelques secteurs est toujours anémique (matériaux de construction, cuivre, papier).
- La consommation privée est le principal moteur de la croissance. Point positif, elle croît plus sainement qu'avant la crise à un rythme annuel de 2% contre 3,8%. Le taux de chômage est en baisse (7,3% en septembre) et la croissance du revenu est constante (+2,2% sur 1 an en juillet) favorisant les dépenses des ménages. En outre, le taux d'épargne est maintenant de 4,4%, soit 2% inférieur à 2011, ce qui signifie la fin du désendettement des ménages.
- La fermeture du gouvernement (« government shutdown ») a surpris mais ne devrait pas avoir d'effet significatif sur l'activité sous réserve qu'elle ne se prolonge pas sur le long terme. Cependant, les incertitudes liées au plafond de la dette publique américaine restent élevées et le risque de son non relèvement n'est pas à exclure. Dans ce scénario de risque, la demande privée pourrait être significativement affectée. Néanmoins, notre scénario principal à ce stade est que cette impasse devrait être évitée in extremis, si bien que la consommation privée et l'investissement resteraient robustes malgré d'éventuelles nouvelles coupes budgétaires.

Déclassements, levées de surveillance positive ou mises sous surveillance négative

Pays	Actuelle évaluation pays	Nouvelle évaluation pays
Brésil	A3	A3↘
Thaïlande	A3	A3↘

Brésil : A3↘

- La croissance est et restera lente, avec 2,3% attendu pour cette année et 2,9% pour la suivante. La probabilité que nous devions revoir à la baisse le dernier chiffre est élevée.
- La hausse des taux d'intérêt, dans le sillage de celle du Selic susceptible d'atteindre près de 10% à la fin de l'année, va entraver toute reprise significative.
- La consommation des ménages, principalement basée sur le crédit, est beaucoup moins porteuse. Le service de la dette des ménages atteint 21% de leur revenu (16% en 2005), tandis qu'aux Etats-Unis, il n'est que de 10%. La hausse des taux d'intérêt va ajouter à la charge. Les ménages ainsi que les banques deviennent plus prudents. Les industries et le commerce qui reposent sur la consommation comme l'automobile, les appareils électroménagers, l'électronique de loisirs, pourraient (si ce n'est pas déjà le cas) souffrir.
- L'investissement des entreprises ne compensera pas la méforme de la consommation. La hausse des taux et des prix gonflés pour les composants et machines importés, en raison de la dépréciation du real, ajoutés à la fiscalité et des coûts de production (énergie et main-d'œuvre) toujours élevés ne vont pas inciter les entreprises à accélérer leurs investissements.
- L'investissement dans les infrastructures, absolument nécessaire, pourrait être lent à décoller. Les ressources publiques sont centrées sur les dépenses courantes. Les investisseurs privés sont préoccupés par l'interventionnisme de l'Etat, la bureaucratie et les coûts élevés de construction et d'exploitation.
- La dépréciation (15% entre mai et début septembre 2013) pèse sur les entreprises qui se sont endettées en devises étrangères pour financer leur développement dans les « bonnes » années, sans mentionner les acheteurs de biens importés facturés en devises étrangères.
- Et, finalement, et pas le moindre, les retards de paiement ont augmenté considérablement au cours des derniers mois.

Thaïlande : A3↘

Le pays est entré en récession, l'économie thaïlandaise ayant reculé de 1,7% au premier trimestre 2013 et de 0,3% au second trimestre. Les exportations restent faibles, la Thaïlande subissant le ralentissement de la Chine (premier client du pays). La consommation privée - principale composante du PIB - continue de ralentir. Les ménages sont très endettés (80% du PIB), contraignant les marges de manœuvre des autorités monétaires. Par ailleurs, plusieurs projets d'infrastructures sont retardés alors que les effets du précédent plan de relance s'amenuisent. Sur le plan politique, les divisions restent vives malgré les efforts de réconciliation opérés par Yingluck Shinawatra (premier ministre).



Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**

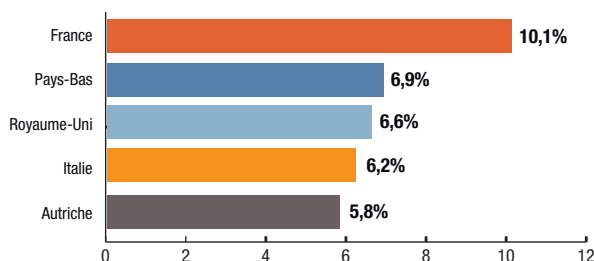
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	3,3	0,7	0,6	1,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,1	2,0	1,6	1,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,8	0,1	0,1	0,3
Solde courant / PIB (%)	6,2	7,0	7,0	7,0
Dettes publiques / PIB (%)	80,0	81,2	78,5	75,7

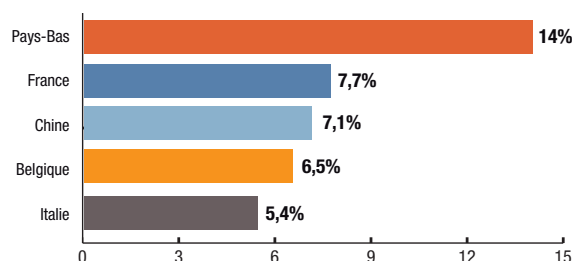
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Poursuite de la reprise

La reprise de l'activité entamée en 2013 se poursuivra en 2014. Elle reposera, moitié-moitié, de nouveau sur la consommation des ménages et, élément novateur, sur le redémarrage de l'investissement des entreprises. La contribution des échanges extérieurs à la croissance sera encore nulle, exportations et importations augmentant dans des proportions équivalentes. La consommation des ménages profitera d'une nouvelle progression de l'emploi. Immigration et augmentation de l'emploi des femmes permettront à la population active de croître. Le revenu disponible devrait progresser de plus de 3% (plus de 1% inflation déduite) grâce aux augmentations salariales obtenues dans les négociations de branches, mais aussi en raison de la diminution des cotisations pour la retraite, de l'augmentation du seuil de non-imposition et de l'abattement pour enfant à charge obtenus en 2013. Les revenus financiers devraient progresser parallèlement à la remontée des taux d'intérêt. L'investissement en équipement des entreprises devrait reprendre progressivement après trois années atones. Les décideurs sont rassérénés par l'amélioration de la conjoncture générale et profiteront de conditions de crédit toujours favorables. La construction de bâtiments commerciaux et publics devrait enregistrer une vive reprise. La construction de logements devrait rester bien orientée, notamment dans les grandes métropoles et les régions attirant le plus les immigrés comme la Bavière, le Bade-Wurtemberg, la Hesse ou Berlin. Les exportations qui constituent plus de la moitié du PIB devraient profiter de la consolidation de la reprise américaine (7% des ventes) et des pays européens non membres dans la zone euro (20%), ainsi que de la résilience de la croissance chinoise (6%). Les biens d'équipement et les produits intermédiaires constituent respectivement 45 et 30% des exportations, la Chine absorbant 10% des premiers et 5% des seconds. Beaucoup dépendra donc du contenu en investissement de la croissance mondiale. De plus, il ne faut pas attendre une forte progression dans la mesure où la zone euro qui absorbe encore 37% des exportations ne devrait bénéficier que d'une faible croissance.

Des comptes publics et extérieurs solides

Malgré l'allègement des prélèvements et l'augmentation des transferts sociaux, les recettes progresseront plus rapidement que les dépenses. L'accélération de la croissance les augmentera mécaniquement, tandis qu'elle réduira les prestations versées aux chômeurs. De plus, le bas niveau des taux servis sur la dette allemande allège aussi la dépense. Un léger excédent des comptes publics est attendu et la dette diminuera en proportion du produit intérieur. Cependant, un allègement de la dette grecque et/ou une aide supplémentaire à des banques en difficulté remettraient en cause ces prévisions. Mais, d'ores et déjà, l'objectif d'assainissement des comptes publics fédéraux (déficit structurel maximal de 0,35%) contenu dans le dispositif du « Schuldenbremse » ou frein à l'endettement intégré à la Constitution en 2009 est déjà atteint.

Le compte courant restera largement excédentaire grâce au massif excédent commercial (5 à 6% du PIB). La balance des services est équilibrée, le déficit touristique étant compensé par l'excédent sur les services aux entreprises. La balance des revenus est légèrement excédentaire, les revenus tirés des investissements à l'étranger dépassant les transferts des immigrés vers leurs pays d'origine. Ce large excédent courant est consacré à l'acquisition d'importants actifs à l'étranger (investissements directs, actions, obligations), mais aussi à l'accumulation par la Bundesbank, mais de moins en moins depuis 2013 avec l'amélioration de la confiance, de créances sur ses consœurs des pays en difficulté de la zone euro. Neuf années successives d'excédent courant proche ou supérieur à 6% ont permis au pays d'accumuler des actifs extérieurs dépassant largement les engagements extérieurs du pays.

Une situation économique et politique éclaircie

Après avoir souffert d'une conjoncture morose du printemps 2012 à l'hiver 2013, tant à l'exportation que sur le marché domestique, les entreprises profitent depuis le printemps 2013 d'une conjoncture externe et interne en amélioration. Les impayés devraient donc diminuer en 2014. Par ailleurs, les élections de septembre 2013 passées, la nouvelle coalition dirigée par Angela

Merkel (CDU) va pouvoir s'atteler à divers problèmes. En plus des enjeux européens, on peut citer la solidarité financière entre les Länder, la baisse de la population, l'insuffisance des structures dédiées à la petite enfance, la dégradation des infrastructures et de l'enseignement au détriment de la productivité, l'introduction d'un salaire minimum alors que les emplois peu payés et précaires représentent un quart du total et le financement du passage de 25 à 80% d'énergie renouvelable d'ici 2050.

Points forts

- Solide base industrielle (1/4 du PIB)
- Haute qualité contribuant à la compétitivité et à la rentabilité
- Présence importante sur les marchés émergents (1/3 des exportations)
- PME (Mittelstand) exportatrices à assise familiale et régionale
- Intégration de l'Europe centrale et orientale dans le processus productif
- Importance des ports de Hambourg, Bremerhaven et Kiel
- Système institutionnel favorisant la représentativité et le consensus

Points faibles

- Vieillesse des infrastructures
- Déclin démographique partiellement compensé par immigration
- Manque d'ingénieurs et de capital-risque
- Faible taux d'emploi des femmes
- Forte dépendance aux marchés mondiaux, notamment européens
- Poids majeur de l'industrie automobile
- Retard persistant, mais se comblant, des Länder orientaux
- Coût élevé de l'énergie



Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**

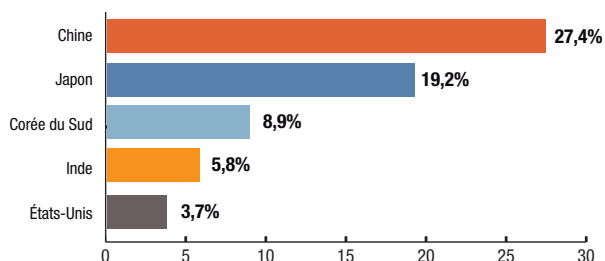
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	2,4	3,7	2,5	2,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,4	1,7	2,2	2,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,2	-2,9	-1,1	-1,3
Solde courant / PIB (%)	-2,3	-3,9	-2,4	-3,1
Dettes publiques / PIB (%)	24,1	27,2	27,6	26,7

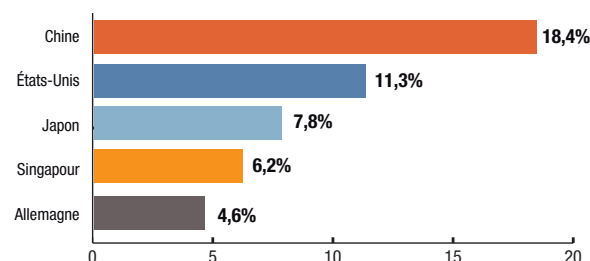
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

L'investissement et la consommation moteurs de la croissance en 2014

La croissance a ralenti en 2013, en ligne avec le fléchissement des cours des matières premières, corrélé à l'atonie de la conjoncture internationale et au tassement de l'activité en Chine. Sur le plan domestique, la consommation des ménages a également ralenti face à l'environnement international dégradé.

Le changement de majorité, conséquence des élections générales de septembre 2013, a conduit les libéraux à diriger le pays. Le nouveau Premier ministre Tony Abbott a promis de libéraliser le pays et de favoriser l'investissement. Les premières mesures prises iront donc en direction des entreprises. T. Abbott va abolir la taxe carbone et l'impôt sur les bénéfices des exploitants miniers. Début 2013, Le Bureau for Resources and Energy Economics confirmait que 18 grands projets d'investissements dans la mine et l'énergie, d'une valeur totale de 149 Mds AUD (9% du PIB), avaient été repoussés ou abandonnés depuis un an (extension des mines d'uranium et de cuivre d'Olympic Dam, construction d'un terminal pour les exportations à Port Hedland...). L'investissement contribuera donc positivement à la croissance en 2014. La consommation des ménages continuera d'être un moteur de la croissance en 2014. La baisse à 2,5 % du taux directeur de la Reserve Bank of Australia (RBA) en août 2013 aura des effets positifs sur les finances des ménages, notamment en allégeant le service de leur dette immobilière majoritairement contractée à taux variables. En conséquence, le revenu disponible croîtra légèrement, alimenté également par une meilleure orientation des salaires réels. Toutefois, l'augmentation sensible du chômage en 2013 (5,8% en août 2013, +0,7 p% sur 1 an) affecte la confiance des ménages qui épargnent beaucoup plus qu'avant la crise (10,5% de leur revenu contre 3,5% auparavant) et préfèrent se désendetter (plus de 150% du revenu disponible). En effet, l'activité se réduit dans le secteur manufacturier. Ford a annoncé la fermeture de deux usines en raison de coûts de production deux fois plus élevés qu'en Europe. Le secteur des

services (tourisme, éducation) continue de souffrir d'un désavantage de compétitivité-prix dû à la parité élevée de la devise australienne.

Exportations handicapées par la parité élevée du dollar

Le déficit courant australien devrait s'accroître en 2014. Du côté des importations, les récentes mesures du gouvernement favoriseront la demande de machines et biens d'équipements. Du côté des exportations, l'activité des secteurs miniers (charbon et minerai de fer) et énergétique (gaz de charbon et gaz naturel) est largement dépendante de la demande en provenance de la Chine (21% pour les biens et services, 60% pour le fer). La demande chinoise adressée aux produits australiens ralentira à nouveau. La parité élevée du dollar australien face au dollar américain malgré une politique monétaire expansionniste pèse sur la compétitivité prix. Par ailleurs, la Chine affiche une volonté de diversifier ses fournisseurs afin de conserver une forte capacité de négociation des prix. Afin de renforcer sa compétitivité et son attractivité, l'Australie cherche à signer des accords de libres échanges avec ses principaux partenaires commerciaux (Chine (1^{er}), Japon (2^e, 12% des échanges), Corée du Sud (4^e, 5,5%).

Le niveau de dette publique (27%) est faible comparativement aux autres pays développés (75%). Le nouveau gouvernement possède donc des marges de manœuvre pour soutenir la demande interne. Dans ce contexte, les recettes fiscales pourraient décélérer en 2014.

Un changement de majorité

Elu en septembre 2013, Tony Abbott est le 28^e premier ministre australien. Avec 88 sièges sur 150 à la Chambre des représentants, la coalition libérale possède une large majorité. Ce dernier succède aux Travaillistes qui se sont divisés à quelques mois des élections. En effet, Julia Gillard, première ministre jusqu'en juin 2013 a subi les effets de la mise en place de la taxe carbone, qui combinée à une forte baisse du cours des matières premières, a fragilisé l'économie. A moins de trois mois des élections, la première ministre a été débarquée par son camp, au profit de l'ancien premier ministre Kevin Rudd.

Tony Abbott a fait de la lutte contre l'immigration clandestine (essentiellement iraniens) l'une des priorités de sa campagne.

Sur le plan international, l'Australie est partagée entre deux enjeux. Sur le plan économique, elle cherche à se rapprocher des Etats membres de l'ASEAN. Sur le plan diplomatique, elle va rester très proche des Etats-Unis compte tenu de la montée en puissance de la Chine dans la région Asie Pacifique.

Points forts

- Proximité géographique avec l'Asie émergente
- Ressources minières
- Dette publique modérée
- Système bancaire solide
- Démographie dynamique
- Particularités géographiques qui favorisent le tourisme

Points faibles

- Vulnérabilité au cycle des matières premières et à la demande chinoise
- Endettement important des ménages (plus de 150% du revenu disponible)
- Pénurie de main-d'œuvre qualifiée
- Forte exposition aux risques naturels
- Forte disparité entre les Etats fédérés



Pays **A3**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme **RISQUE ASSEZ FAIBLE**

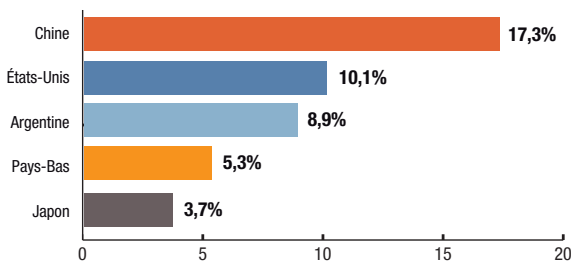
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	2,7	0,9	2,3	2,9
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,5	5,8	6,1	5,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-2,5	-3,2	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-2,1	-2,4	-3,5	-2,9
Dette publique / PIB (%)	68,0	68,0	67,0	66,0

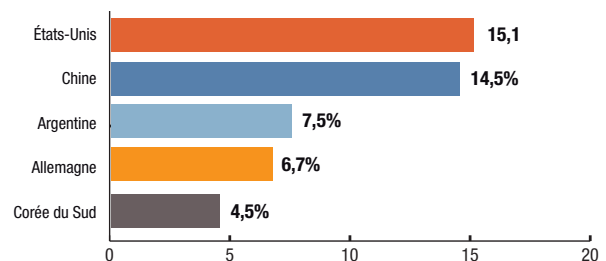
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Encore une croissance modérée

En 2014, la croissance restera modérée. Longtemps source principale de croissance, la progression de la consommation sera modeste. Les créations d'emploi seront moins nombreuses. Le crédit, carburant essentiel de la consommation, ralentira du fait de la circonspection des banques et des ménages dont le service de la dette (déjà 21% de leur revenu) sera alourdi par le relèvement des taux d'intérêt. L'investissement est susceptible d'accélérer si les concessions pour la construction et l'exploitation d'infrastructures de transport trouvent preneurs auprès d'investisseurs étrangers. La construction devrait encore bénéficier du financement public du logement social et de l'achèvement des équipements pour la Coupe du monde et les Jeux Olympiques. Les exportations pourraient profiter de la reprise des États-Unis (11% des ventes), du frémissement européen (16%) et de la résilience chinoise (17%). Les exportations pétrolières augmenteraient avec la mise en exploitation de nouveaux gisements et la fermeté des cours. Cependant, la stabilisation des prix des matières premières (49% des ventes avec le minerai de fer, le soja, les céréales, le café et le sucre) ne permet pas d'espérer une franche reprise. La significative dépréciation du real enclenchée en mai 2013 ne redonnera de la compétitivité qu'aux exportations de biens manufacturés comme l'automobile, l'avionique, l'acier, la pâte à papier, le jus d'orange ou la viande.

Les comptes publics continuent de se dégrader, mais restent sous contrôle

Le maintien d'une politique budgétaire accommodante, dans la perspective des élections d'octobre 2014, s'accompagnera d'un nouveau creusement du déficit public et diminution de l'excédent primaire (c.a.d. service de la dette exclu). Les réductions d'impôts accordées aux ménages et aux entreprises s'accumulent depuis 2012. Les dépenses courantes, l'essentiel du budget, avec les salaires et les allocations sociales indexées sur l'inflation, augmentent rapidement. Malgré un rattrapage, les subventions aux prix du carburant vont augmenter, l'écart entre les prix domestique et international (30% à août 2013) risquant de s'accroître. Avec cette détérioration,

la dette publique (67%, mais 34% nette des créances) ne diminuera pas. Toutefois, sa faible part extérieure réduit le risque de dérapage.

Poursuite du resserrement de la politique monétaire

A l'opposé de la politique budgétaire, la politique monétaire pourrait encore être resserrée (taux directeur supérieur à 10% en 2014 ?) pour lutter contre les fortes tensions inflationnistes. La banque centrale est aussi susceptible de prolonger ses interventions sur le marché des devises afin d'atténuer une nouvelle dépréciation du real susceptible de les renforcer. L'importance des causes structurelles de l'inflation limitera l'efficacité de cette politique. Par ailleurs, la monnaie doit conserver la confiance des investisseurs étrangers, car les entreprises ont besoin d'attirer les capitaux étrangers pour pallier à l'insuffisance de l'épargne domestique monopolisée par la sphère publique. Aussi, si le real évolue librement, la banque centrale intervient lorsque ses fluctuations (à la hausse ou à la baisse) sont trop marquées.

Des comptes extérieurs solides que la dépréciation du real améliorera

La dépréciation du real stoppera le creusement du déficit courant. L'excédent commercial, en diminution depuis 2008, au point de presque disparaître en 2013, retrouvera des couleurs avec des exportations manufacturières dynamisées et des importations découragées. Les échanges de services et de revenus (tourisme, dividendes, intérêts) resteront largement déficitaires. Cependant, la dépréciation diminuera la contrepartie en devises des dividendes rapatriés par les sociétés étrangères et incitera les brésiliens à restreindre leurs voyages à l'étranger. Le déficit courant sera financé aux 3/4 par les investissements directs étrangers, le solde par les investissements étrangers dans la dette brésilienne. Le poids de la dette extérieure est modeste (15% du PIB), mais en progression. La part des débiteurs publics s'est nettement réduite au profit du secteur privé. Elle est largement couverte par les réserves de change qui représentent un an et demi d'importations. De plus, compte tenu des créances détenues par le Brésil sur l'étranger, le pays est créancier net.

Un potentiel de croissance obéré par les carences structurelles

Le Brésil bénéficie de ressources abondantes et d'une industrie diversifiée, mais dont l'exploitation est entravée par le manque d'infrastructures et de main-d'œuvre qualifiée, l'interventionnisme étatique et la bureaucratie. Les coûts des entreprises augmentent plus rapidement que leur productivité, les contraignant à augmenter leurs prix pour conserver leur rentabilité, mais au détriment de leur compétitivité. Des mesures protectionnistes et fiscales ont été adoptées afin de les soulager. La pression fiscale demeure toutefois forte. Le ralentissement de la consommation fragilise les industries et le commerce qui en dépendent : électroménager, automobile, électronique... La dépréciation du real pèse aussi sur les entreprises dont l'endettement en devises s'est accru.

Points forts

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

Points faibles

- Manque de main-d'œuvre qualifiée / système éducatif lacunaire
- Carences dans les infrastructures (transport, énergie)
- Insuffisance de l'investissement (18% du PIB)
- Coûts de production (salaires, énergie, logistique, crédit) élevés
- Dépense publique élevée et peu efficiente
- Dette publique et service de la dette élevés
- Corruption prospérant sur inégalités



Pays **C**
Environnement des affaires **A3**

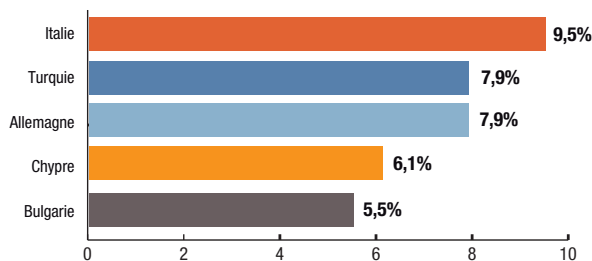
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	-7,1	-6,4	-4,0	-0,6
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,1	1,0	-0,8	-0,4
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,6	-6,3	-4,4	-3,5
Solde courant / PIB (%)	-9,9	-3,4	-0,8	0,8
Dettes publiques / PIB (%)	170,3	156,9	175,8	177,2

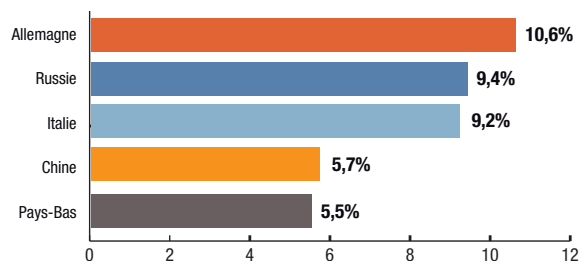
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Le pays pourrait subir, en 2014, sa septième année de récession

Le rythme de contraction de l'activité a ralenti en 2013 du fait du raffermissement de la demande européenne et de meilleures performances à l'exportation. La demande intérieure est demeurée faible. La consommation privée reste contrainte par un chômage massif - bien que ce dernier ait amorcé une légère baisse - et la réduction des salaires - qui atteindra, cumulée, près de 20% fin 2014. Il en est de même pour la consommation publique, en raison de la baisse des dépenses programmée dans l'accord conclu avec le FMI et l'UE, et pour l'investissement, qui pâtit de la faiblesse de la confiance des entreprises, du bas niveau d'utilisation des capacités de production et du manque de liquidité. La récession devrait se poursuivre sur la première partie de 2014, l'amorce d'une reprise étant envisageable vers la fin de l'année, les ventes à l'étranger continuant d'accélérer et l'investissement bénéficiant d'un renforcement de la confiance du secteur privé. Les exportations pourraient commencer à tirer parti des gains de compétitivité permis par la baisse des coûts salariaux si la demande étrangère ne ralentit pas et si les financements commerciaux reprennent. Les comptes extérieurs pourraient même devenir excédentaires en 2014, les importations continuant, pour leur part, à se contracter.

Des entreprises durement affectées par la crise, un secteur bancaire convalescent

Le tissu économique demeure fragile. Les entreprises restent confrontées à une baisse de leurs carnets de commandes, une pression fiscale accrue, un assèchement du crédit et un allongement des délais de paiement de leur clientèle. De nombreux établissements ont dû fermer leurs portes et licencier. Le crédit bancaire, dont dépendent surtout les PME, continue à se contracter même s'il reste positif dans les services et se stabilise dans la construction. Le secteur bancaire est tout juste entré en convalescence. Les dépôts se sont redressés depuis mi-2012 mais demeurent très en deçà de leur niveau d'avant crise. Le secteur a toutefois moins

recours aux liquidités de la BCE. La restructuration de la dette souveraine grecque a engendré de lourdes pertes et la récession se traduit par une dégradation marquée de la qualité des portefeuilles bancaires. La restructuration du secteur est cependant en voie d'achèvement : le Fonds de stabilité financière grec a procédé à la recapitalisation des quatre principaux établissements de crédit, qui concentrent désormais 96% des dépôts totaux, et la plus grande partie des autres banques ont fait l'objet de plans de résolution.

Vers un troisième plan d'aide ?

Après la mise en place d'un premier plan de sauvetage international de 110 milliards d'euros en mai 2010, le pays a dû recourir à un second plan en mars 2012, intégrant un financement additionnel de 130 milliards d'euros et un programme d'échange à prix décoté de la dette souveraine grecque détenue par le secteur privé. En novembre 2012, la zone euro et le FMI ont consenti à la Grèce un nouvel allègement d'environ 40 milliards d'euros par le biais d'une combinaison de mesures (nouveaux délais de remboursement et baisse des taux sur certains crédits déjà octroyés, rachat par le gouvernement grec de la dette encore détenue par les créanciers privés). Le ratio de la dette publique n'a cependant que faiblement reculé et s'est remis à croître en 2013. Des incertitudes pèsent toujours sur le déroulement futur du programme conclu avec la « troïka », les sujets de friction restant nombreux (réforme de la fonction publique, privatisations, refonte du système fiscal notamment). La mise en place d'un troisième plan d'aide s'avère pourtant nécessaire. L'hypothèque des élections législatives en Allemagne étant levée, la négociation d'un nouvel accord, une fois l'audit des réformes en cours réalisé, paraît probable. Reste à savoir si cette rallonge sera accompagnée d'une décote de la dette grecque détenue par les créanciers officiels.

Un climat politique et social difficile

La victoire du centre-droit aux élections législatives de juin 2012 et le soutien parlementaire des socialistes et d'un parti de gauche modéré ont rassuré les investisseurs, permettant de dissiper en grande partie les craintes d'une sortie de la Grèce de la zone euro.

La coalition a été réduite aux deux principales formations en juin 2013 suite au départ du petit parti de la Gauche démocratique, provoqué par la fermeture de l'audiovisuel public. Le gouvernement de coalition demeure majoritaire au parlement mais reste fragile, tiraillé entre les exigences des bailleurs de fonds (notamment la mise en œuvre de la réforme de la fonction publique) et la nécessité de prévenir une explosion sociale. Avec l'aggravation de la situation économique, le soutien aux formations populistes et nationalistes s'est renforcé.

Points forts

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

Points faibles

- Entrée dans la crise, suite à un gonflement des dettes publique et privée, avec des déséquilibres budgétaires et extérieurs parmi les plus importants de la zone euro
- Faiblesse des institutions publiques, se traduisant notamment par une forte évasion fiscale
- Taille réduite de l'industrie, faible contenu technologique des exportations (produits alimentaires et chimiques)
- Environnement des affaires handicapé par la lourdeur de la bureaucratie
- Tensions sociales entretenues par la rigueur budgétaire et un chômage massif

Pays **A4**Environnement des affaires **B**Cotation moyen terme **RISQUE ASSEZ FAIBLE**

Principaux indicateurs économiques

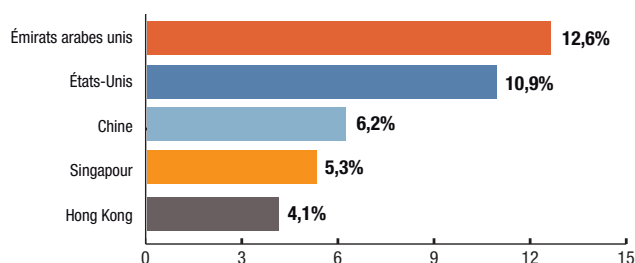
	2011/12	2012/13	2013/14 (e)	2014/15 (p)
Croissance PIB (%)	6,2	5,0	5,0	5,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,9	7,8	7,2	7,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-8,1	-7,1	-7,4	-7,3
Solde courant / PIB (%)	-4,2	-3,9	-3,6	-2,7
Dette publique / PIB (%)*	65,0	65,6	64,6	64,6

(e) : estimation (p) : prévision

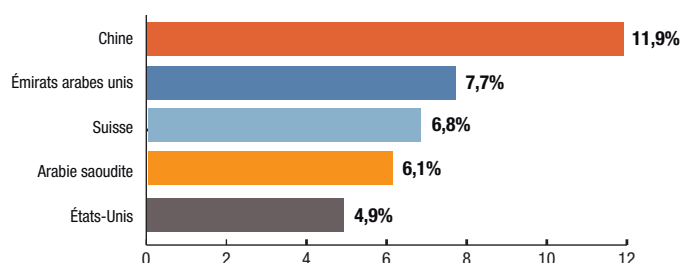
* Comprend dette publique fédérale et des collectivités locales

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Reprise modérée de la croissance et ouverture du marché des capitaux

La croissance a ralenti en 2012/2013 sous l'effet du tassement de la demande interne. Une légère reprise est attendue en 2013/2014. La possible mise en place de réformes structurelles relatives au marché de l'énergie, à la facilitation des démarches pour les projets d'infrastructures, de même que celles relatives au marché des capitaux laissent entrevoir de meilleures perspectives. En outre, le dynamisme des services sert toujours la croissance, notamment dans la haute technologie. De plus, les exportations bénéficieront de la baisse de la roupie et d'une légère reprise mondiale. Enfin, la consommation, principal moteur de la croissance devrait continuer à croître à un rythme modéré grâce à l'augmentation du revenu disponible des ménages liée aux soutiens budgétaires. L'inflation a ralenti en 2013 grâce aux cours modérés des produits manufacturés et du pétrole mais reste à un niveau élevé (l'inflation était de 5,8% en août 2013). Le risque d'inflation importée sera important en 2014, la facture énergétique du pays déjà importante sera pénalisée par la faiblesse de la roupie.

Persistance des déficits jumeaux et dépréciation de la roupie

Le déficit budgétaire au niveau local et fédéral a été réduit en 2012/13. Il devrait se stabiliser mais rester substantiel en 2013/14 malgré la volonté d'assainissement des comptes publics caractérisée par une refonte du système de subventions, une hausse de la pression fiscale et la réorientation de la dépense vers l'investissement. Néanmoins, le montant des subventions devrait rester élevé malgré la réforme. De plus, l'agenda politique (élections législatives en mai 2014) explique, en partie, la hausse sensible des dépenses sociales. Le parti du Congrès a réussi à faire adopter son programme de sécurité alimentaire (1,5% du PIB) consistant à subventionner l'achat de riz et de céréales. La recapitalisation des banques publiques et l'appui à Discom, opérateur public d'électricité, alimenteront aussi l'endettement public.

En 2013/2014, le déficit courant devrait continuer à s'améliorer grâce à la progression des exportations. Toutefois, l'importance des importations de pétrole, d'or et de charbon empêche toute réduction significative. Par ailleurs, la balance des services et les transferts soutiennent l'amélioration du compte courant. L'augmentation attendue des IDE, liée aux réformes sur la libéralisation du marché de la distribution, devrait améliorer la couverture du déficit par les capitaux longs. En outre, la réduction de la taxe sur la détention d'obligations d'entreprises libellées en roupie pourrait contribuer à relâcher les pressions sur la roupie. La devise indienne a subi une dépréciation de 26% entre mai et début septembre 2013 imputable aux annonces faites par la Réserve Fédérale américaine sur un changement de politique monétaire mais également aux faiblesses internes de l'Inde. Ainsi, les autorités ont mis en place de nombreuses mesures pour enrayer cette baisse (hausse des taux directeurs, taxes sur les importations de métaux...). Les banques publiques, qui représentent les 3/4 de l'actif bancaire et portent le financement des secteurs non profitables, affichent une détérioration de la qualité de leurs portefeuilles d'actifs. Enfin, la dépréciation de la roupie viendra peser sur les entreprises endettées en devise et risque également de peser sur la qualité des actifs. Toutefois, l'entrée en vigueur des réglementations Bâle III en avril 2013 devrait renforcer le système financier.

Environnement des affaires difficile

En 2012/13, le Congrès Trinamool quittait l'UPA, Alliance Progressiste Unie, coalition conduite par le Congrès National Indien, en désaccord sur les réformes visant à ouvrir le secteur de la distribution aux investissements étrangers. Le vote de la loi malgré l'hostilité des détaillants locaux répond à l'objectif d'attirer les investissements pour soutenir la croissance et freiner la dépréciation de la roupie. Mais, les multinationales étrangères ne peuvent pénétrer le marché qu'en passant des accords de franchise : elles ne peuvent détenir plus de 49% de leur filiale indienne.

Les dissensions, la défaite aux élections régionales et l'affaiblissement de l'UPA au parlement suscitent des spéculations sur des élections générales anticipées avant la fin de la législature actuelle en mai 2014. Début 2013 a été marqué par des tensions frontalières avec le Pakistan. L'environnement des affaires pâtit de lacunes persistantes : corruption élevée, approvisionnement énergétique déficient. Les entreprises de taille moyenne souffrent des contraintes structurelles et réglementaires.

Points forts

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

Points faibles

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



Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme **RISQUE ÉLEVÉ**

Principaux indicateurs économiques

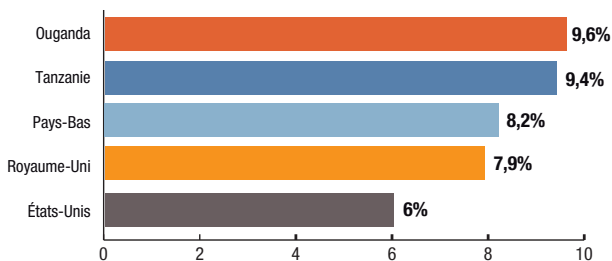
	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,4	4,7	5,8	6,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	14,0	9,4	5,0	5,3
Solde budgétaire / PIB (%)*	-5,1	-5,3	-4,6	-4,0
Solde courant / PIB (%)	-9,8	-11,0	-8,7	-6,9
Dettes publiques / PIB (%)*	48,5	48,2	47,9	47,3

(e) : estimation (p) : prévision

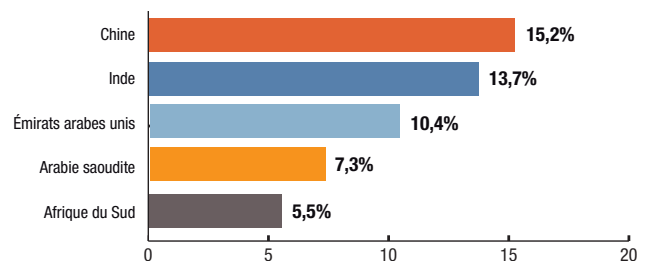
* Comprend dette publique fédérale et des collectivités locales

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Une croissance stimulée par la consommation privée

Le Kenya est la première économie d'Afrique de l'Est. En 2013, l'activité a repris en lien avec un assouplissement de la politique monétaire. En 2014, la croissance sera soutenue, notamment en raison des investissements liés à la découverte de pétrole et de gaz fin 2012. Les investisseurs seront en outre confortés par la bonne tenue des élections générales de mars 2013. La consommation privée (79% du PIB) demeurera le principal moteur de la croissance sous réserve que l'inflation reste modérée. Celle-ci est en effet très dépendante des prix de l'alimentation et donc des conditions climatiques. La baisse du principal taux directeur de la banque centrale incitera à la consommation. Ainsi le crédit aux ménages et aux entreprises continuera de croître en 2014. De plus, la taille croissante de la classe moyenne favorise les dépenses privées.

Le secteur primaire demeurera robuste et son activité est renforcée par l'ouverture d'une grande mine de titane fin 2013. Le secteur des services, l'un des plus attractifs du continent, est porté par les télécommunications et les services financiers. En juillet 2013, le kényan Equity Bank et Airtel Kenya, filiale du groupe indien de télécommunications Bharti Airtel, ont conclu un partenariat qui permettra le développement du commerce mobile. Par ailleurs, le secteur touristique devrait connaître une année 2014 défavorable liée aux craintes d'attentats. Elles font suite à l'attaque d'un groupe islamiste terroriste somalien contre un centre commercial du 21 au 24 septembre 2013.

Un déficit budgétaire en légère diminution

Le déficit budgétaire kényan devrait baisser légèrement en 2014. L'harmonisation de la TVA a permis une hausse des revenus en 2013. En outre, le pays devrait mener en 2014 une réforme fiscale (hausse de la taxe sur les revenus du capital). Les axes prioritaires de dépenses sont la construction d'infrastructures, comme le port en eaux profondes de Lamu (3,5 Mds\$, 8,5% du PIB), ainsi que l'éducation et la santé. Le niveau de dette reste soutenable, compte-tenu du soutien accru des partenaires internationaux.

Le développement du commerce régional participe à l'ajustement de la balance courante

Le déficit commercial du Kenya (20% du PIB) restera important, mais stable, tant que le pays n'aura pas entamé l'exploitation de ses gisements de titane, de pétrole et de gaz (2018-2020). Le poids de la facture énergétique est considérable puisqu'elle représente environ 10% du PIB. Les exportations sont toutefois dynamiques, portées par les secteurs du thé et de l'horticulture qui profitent d'une demande asiatique croissante ainsi que d'une intégration régionale renforcée au sein de la Communauté d'Afrique de l'Est. Toutefois, la plus forte intégration régionale du pays permet une augmentation des recettes liées aux services d'acheminement et une hausse des transferts des travailleurs frontaliers. En 2014, le déficit courant kényan diminuera légèrement. En outre, les nombreuses opportunités offertes par le Kenya attirent un nombre croissant d'investisseurs étrangers (IDE) (télécom, usines, exploitation des sols) qui permettent un financement plus stable du déficit courant. Le Kenya est le second pays récipiendaire d'IDE en Afrique subsaharienne derrière l'Afrique du Sud et devant le Nigéria.

Conséquence de l'afflux d'investisseurs et de la réduction du déficit courant, les pressions à la baisse sur le shilling diminuent et les réserves de change augmentent.

Les élections générales de mars 2013 ont été pacifiques

En décembre 2007, les élections présidentielles avaient conduit le pays au bord de la guerre civile, faisant 1300 victimes et 600 000 déplacés. En août 2010, une nouvelle constitution a été mise en place afin d'affirmer une séparation des pouvoirs plus évidente, de renforcer le pouvoir des comités locaux et de garantir la transparence des élections futures. En mars 2013, 6 élections ont eu lieu simultanément, dont les élections présidentielles. Objets de l'attention de la communauté internationale, elles se sont déroulées pacifiquement. Uhuru Kenyatta (The national Alliance) a été élu Président de la République dès le premier tour avec 50,07% des voix. Le résultat des élections a été brièvement contesté par le Premier ministre sortant et candidat, M. Odinga. Le candidat s'est

ensuite rangé derrière la décision de la Cour suprême qui a validé à l'unanimité des 6 juges le résultat de l'élection. Le Président s'est notamment fixé comme objectif, la protection des droits et libertés civiles, l'amélioration de la gouvernance, la lutte contre la corruption, la généralisation des accès à l'eau et à l'électricité.

Les risques d'attentats terroristes sont importants

Sur le plan extérieur, le maintien de forces kényanes dans le sud de la Somalie accroît le risque d'attaques terroristes sur le territoire kényan. Le 21 septembre 2013, le groupe islamiste somalien des Shebab a perpétré une attaque armée dans le plus grand centre commercial de Nairobi, perpétuant plus de 72 victimes.

Points forts

- Position stratégique entre l'Afrique de l'Ouest et l'Afrique de l'Est
- Rôle pivot dans la Communauté d'Afrique de l'Est, premier marché commun africain
- Agriculture diversifiée (maïs, thé, café, horticulture)
- Performance des télécommunications et des services financiers
- Dynamisme de la démographie et émergence d'une classe moyenne
- Adoption d'une nouvelle constitution

Points faibles

- Forte dépendance de la production agricole aux conditions climatiques
- Infrastructures insuffisantes pour absorber le développement économique
- Pauvreté répandue
- Gouvernance en amélioration mais corruption persistante



Pays **C**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme **RISQUE ÉLEVÉ**

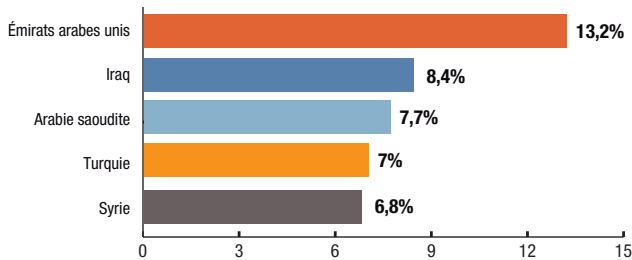
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	1,8	0,9	0,5	2,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,7	4,6	6,5	7,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-8,5	-9,7	-8,5	-8,0
Solde courant / PIB (%)**	-13,1	-12,8	-13,2	-10,0
Dettes publiques / PIB (%)	136,5	140,5	140,0	135,0

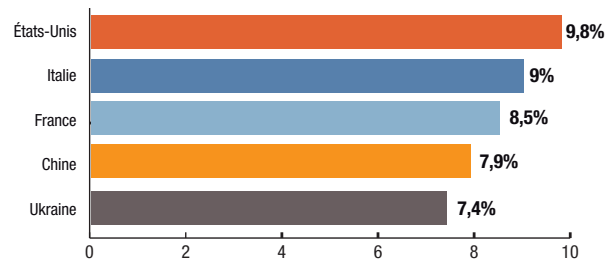
(e) : estimation (p) : prévision
* hors dons ** dons inclus

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Situation économique toujours tributaire d'un environnement politique local et régional critique

Les très fortes tensions politiques internes sont aggravées par la prolongation de la guerre civile dans la Syrie voisine, qui entraîne un afflux important de réfugiés en provenance de ce pays. Dans ce contexte, la coalition gouvernementale formée mi 2011 a éclaté fin mars 2013, à l'instigation du Hezbollah, puissant groupe politique armé chiite et pro syrien. Un gouvernement intérimaire a été constitué - dirigé par le sunnite modéré Tammam Salam - aucun accord n'ayant encore pu être trouvé entre les deux principaux blocs politiques libanais, l'Alliance du 14 Mars (censément pro-occidentale, dirigée par l'ancien premier ministre Saad Hariri) et le Mouvement du 8 Mars dominé par le Hezbollah. De fait, les élections législatives prévues en juin 2013 ont été reportées, le Parlement ayant prolongé son mandat jusqu'en 2014. La croissance devrait rester très faible en 2013, en raison à la fois de l'impact négatif de l'instabilité politique intérieure sur la consommation privée et l'investissement, mais aussi des troubles croissants en Syrie. L'activité pourrait légèrement repartir en 2014, sous réserve toutefois que les tensions géopolitiques s'atténuent dans la région, car l'économie libanaise - dans laquelle les services jouent un rôle prépondérant - y est très sensible. Traditionnellement, les ressortissants des États arabes de la zone, et plus particulièrement du Golfe, sont les principaux utilisateurs de services du pays, via notamment le tourisme, et les principaux intervenants dans les placements immobiliers.

Persistance d'une dérive des déficits jumeaux et d'une dette publique excessive et extérieure très lourde

L'importance et la persistance des déficits budgétaires - en raison notamment d'intérêts représentant environ la moitié des recettes fiscales - nécessiteraient la mise en œuvre de réformes en attente pour assainir les finances publiques, notamment une hausse de la TVA et l'élargissement de son assiette, la modernisation de l'administration et la reconstruction de l'entreprise

publique Electricité du Liban. Toutefois, l'élaboration des politiques économiques est freinée par des intérêts divergents au sein d'instances gouvernementales précaires. De plus, les élections législatives ayant été reportées, toute avancée est exclue durant la période à venir. Par ailleurs, aux déficits structurels des comptes publics et aux problèmes chroniques d'un secteur public pléthorique et fortement subventionné, s'ajoute encore le coût de la reconstruction depuis la guerre civile pour expliquer une dette publique très élevée, dont le caractère difficilement soutenable est tempéré toutefois par la prépondérance de la part interne en monnaie locale. Au plan extérieur, l'économie souffre d'une base exportatrice étroite, comme l'atteste un déficit commercial structurel, imputable aux importations de pétrole, de matières premières et de produits agricoles. Toutefois, l'excédent des services et transferts devrait encore contribuer à contenir partiellement le très important déficit courant et les flux de capitaux provenant de la diaspora et des pays du Golfe devraient permettre de le financer. Néanmoins, le poids de la dette extérieure va demeurer très lourd (autour de 85% du PIB), d'autant qu'elle est principalement à court terme (environ 83% du total). En outre, en raison des fortes turbulences politiques, des fuites de capitaux ne sont pas exclues, mais, dans une telle situation, le Liban pourrait tirer sur ses importantes réserves de change - représentant plus d'un an et demi d'importations - et bénéficier probablement du soutien financier de pays « amis ».

Système bancaire solide, mais surexposé au risque souverain

Les banques libanaises restent solidement capitalisées, liquides et rentables, avec des créances douteuses contenues. Les dépôts devraient continuer d'augmenter, modérément, compte tenu de taux de rémunération attractifs et de la confiance que le système bancaire et l'ancrage de la livre libanaise au dollar inspirent aux déposants (locaux, diaspora, résidents du Golfe). Les banques continuent, toutefois, de privilégier le financement d'une bonne part des

besoins de l'Etat par rapport à l'octroi de crédits au secteur privé. Elles restent ainsi surexposées au risque souverain et sont également vulnérables du fait de la forte dollarisation des dépôts, de leur exposition à l'immobilier et de l'instabilité dans la région. Par ailleurs, les entreprises libanaises montrent traditionnellement une forte résilience à des chocs politiques majeurs et elles se sont jusqu'ici toujours efforcées de payer, même dans des situations critiques, étant par ailleurs précisé que l'environnement des affaires est relativement favorable comparativement à la plupart des autres pays de la région.

Points forts

- Soutien financier de la diaspora et de la communauté internationale, et fortes capacités de rebond
- Système bancaire robuste
- Découverte de gisements offshore de gaz naturel

Points faibles

- Fractionnement politique selon des critères confessionnels, entretenant un risque latent de guerre civile
- Forte exposition aux tensions géopolitiques régionales
- Divergences politiques freinant les réformes nécessaires pour assainir les comptes publics
- Dette publique très élevée



Pays **B**

Environnement des affaires **A2**

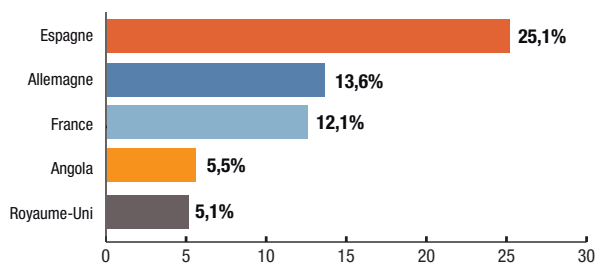
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	-1,3	-3,2	-2,1	0,1
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,6	2,8	0,6	1,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-4,4	-6,4	-5,6	-4,4
Solde courant / PIB (%)**	-7,0	-1,6	0,5	1,3
Dettes publiques / PIB (%)	108,3	123,6	132,6	134,3

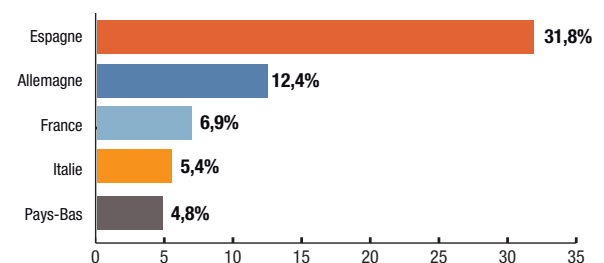
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Un retour timide de la croissance en 2014 ?

Le Portugal devrait tout juste sortir de la récession en 2014 après trois années consécutives de recul du PIB. Les exportations, qui bénéficient de gains de compétitivité liés à la baisse du coût du travail et du raffermissement de la demande européenne devraient demeurer la composante la plus dynamique du PIB en 2014. La demande intérieure, qui, à l'instar des exportations, a connu un rebond au 2^{ème} trimestre 2013, mais reste négative en glissement annuel, devrait demeurer contrainte par la poursuite du programme d'ajustement conduit sous la houlette de l'UE et du FMI. La solidité de la reprise dépendra pour beaucoup du comportement de la consommation (66% du PIB), qui reste handicapée par la hausse de la fiscalité, la baisse des revenus des ménages et un taux de chômage de l'ordre de 17%. Elle dépendra aussi de la bonne tenue de la conjoncture dans l'UE, qui absorbe 70% des exportations portugaises. L'investissement bénéficie, quant à lui, d'incitations fiscales. Le risque cependant de continuer à pâtir d'un resserrement prolongé du crédit et d'excès de capacité de production. Enfin, l'inflation devrait demeurer relativement faible du fait de la faiblesse de la demande intérieure et de la modération des prix des matières premières, en dépit d'une probable nouvelle hausse de la fiscalité indirecte.

Des entreprises toujours en difficulté

La récession a durement affecté les entreprises, déjà en situation de fragilité du fait d'une faible rentabilité, d'une faible capacité d'autofinancement et d'un important endettement. Les marges de ces dernières se redressent, toutefois, du fait de baisse des salaires et de la hausse du chômage mais les faillites continuent à augmenter dangereusement, affectant en priorité les PME tournées vers le marché intérieur et, s'agissant des secteurs d'activité, le commerce mais aussi l'artisanat industriel et le BTP. Les impayés enregistrés par Coface, ont atteint, pour leur part, un point culminant en 2012. Le secteur bancaire a relativement bien résisté à la crise et renforcé sa solvabilité ces dernières années. Il a toute-

fois vu sa rentabilité affectée du fait de la détérioration de la situation économique et de la nécessité de se désendetter.

Des déséquilibres interne et externe qui se résorbent

Une augmentation des salaires et de la consommation excessive et de faibles gains de productivité ont été à l'origine d'une perte importante de compétitivité, d'une augmentation des déficits et d'une progression marquée de l'endettement. La dette de l'Etat avoisine les 130% du PIB. Celles des ménages et des entreprises atteignent respectivement 91% et 166% de ce même agrégat, des taux parmi les plus élevés de la zone euro. Le processus de désendettement s'annonce donc long. Cependant, la tendance à l'érosion de la compétitivité s'est inversée, du fait de la baisse du coût unitaire du travail, et la progression des exportations, dans un contexte de baisse des importations, a permis l'apparition d'un excédent courant. Par ailleurs, parallèlement à l'assainissement budgétaire - les cibles ont été recalibrées à deux reprises mais le déficit primaire s'est en grande partie résorbé -, de nombreuses réformes de structure sont mises en œuvre : assouplissement du marché du travail, ouverture des marchés de produits et des professions protégées, privatisations, contrôle des coûts dans le secteur de la santé et amélioration du système judiciaire.

Une sortie de crise malgré tout plus difficile que prévu

Le Portugal a dû recourir à un plan d'aide de 78 Mds € de l'UE et du FMI en avril 2011. Cette assistance et les injections de liquidité de la BCE dans le secteur bancaire permettent de couvrir le besoin de financement extérieur du pays. En outre, l'amélioration des conditions de financement a permis au Trésor de commencer à émettre à nouveau sur le marché obligataire en 2013, éloignant la menace d'une restructuration de la dette publique. La fragilité du gouvernement a toutefois contribué à faire repartir les taux d'intérêt des emprunts

portugais à la hausse en juillet 2013. Bien que ces derniers se soient stabilisés depuis, ceci risque de compromettre la sortie de crise du pays, censé être totalement dégagé de la tutelle de la « troïka » à la mi-2014. La rigueur est de plus en plus mal acceptée par la population et la coalition de centre-droit au pouvoir, qui a failli éclater en juillet dernier, après la démission de deux poids lourds du gouvernement, reste fragile. Ce dernier demeure majoritaire mais les tensions grandissantes en son sein pourraient déboucher, à terme, sur des élections anticipées (les prochaines législatives sont normalement prévues en octobre 2015).

Points forts

- Infrastructures logistiques et de communication de qualité
- Attractivité touristique
- Début de diversification sectorielle et géographique, développement rapide de l'industrie agroalimentaire
- Absence de bulle immobilière et relativement bonne résistance du secteur bancaire
- Baisse des coûts unitaires du travail et effort de réforme

Points faibles

- Taille limitée de l'industrie manufacturière, spécialisation dans des secteurs à faible valeur ajoutée soumis à une forte concurrence internationale
- Insuffisance de l'effort d'innovation et manque de qualification de la main-d'œuvre
- Forte dépendance à la conjoncture européenne
- Niveau élevé de l'endettement privé et public
- Forte exposition des banques au risque souverain



Pays **A3**

Environnement des affaires **A3**

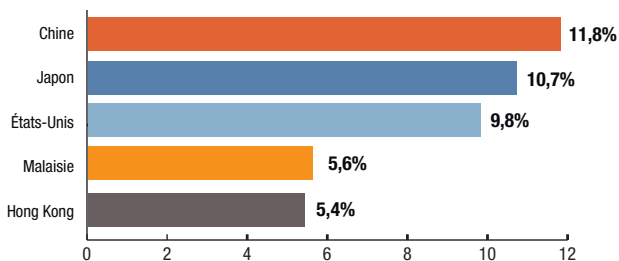
Cotation moyen terme **RISQUE ASSEZ FAIBLE**

Principaux indicateurs économiques				
	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	0,1	6,4	2,5	3,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,8	3,0	3,0	3,4
Solde budgétaire / PIB (%)*	-1,8	-4,5	-4,3	-4,2
Solde courant / PIB (%)**	1,7	0,7	0,4	0,2
Dette publique / PIB (%)	41,7	44,3	45,9	48,2

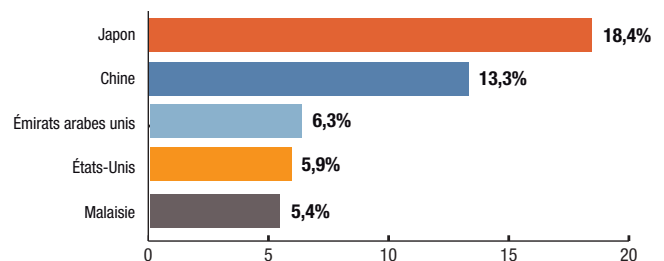
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Décélération de la croissance attendue en 2013

Après le rebond marqué de 2012, la croissance thaïlandaise a fortement ralenti en 2013. Le gouvernement avait mis en place, après son élection en juillet 2011 et les inondations de la même année, un ensemble de mesures - notamment une hausse de 35% du salaire minimum et des réductions d'impôts pour les ménages primo-accédants dans le domaine automobile et immobilier - visant à stimuler la consommation des ménages afin de réduire la dépendance du pays à la demande externe. Ces mesures ont conduit à une forte augmentation de l'endettement des ménages (80% du PIB) et leurs effets se réduisent tandis que le pays a souffert de la croissance faible dans les économies avancées. La croissance de la consommation des ménages a ralenti, tout comme les exportations.

En 2014, la croissance devrait se stabiliser. Celle-ci restera notamment contrainte par l'endettement des ménages. Des tensions grandissantes sont d'ailleurs à noter entre le gouvernement qui souhaite relancer la croissance et la banque centrale qui privilégie une politique monétaire moins accommodante. Par ailleurs, le pays continuera à souffrir de l'atonie de la demande externe et particulièrement du ralentissement chinois. En outre, le pays fait face à un déficit de main-d'œuvre qui pourrait conduire des entreprises à délocaliser leur activité ailleurs en Asie, notamment au Myanmar. Bien que le programme de dépenses du gouvernement prenne du retard (plan de 11,3 Mds USD), les secteurs du fer et de l'acier devraient continuer à bénéficier des dépenses d'infrastructure. Le tourisme, en provenance d'Asie, restera dynamique. En revanche, le secteur des matières premières (huile de palme, riz, caoutchouc et sucre de canne) continuera à souffrir de la baisse des cours.

Une situation financière satisfaisante

Après s'être creusé en 2012, le déficit budgétaire s'est légèrement amélioré en 2013 et devrait rester stable en 2014. Bien que certaines mesures de relance arrivent à leur terme, les dépenses publiques continueront de soutenir l'activité : investissement en infrastructures, hausse des salaires, programme de soutien au prix du riz, etc. Malgré ces mesures, l'endettement public devrait rester soutenable. La Thaïlande devrait donc toujours afficher un risque de défaut souverain contenu.

Sur le plan extérieur, le solde courant se dégrade en 2013 et 2014 en raison du faible dynamisme des exportations. En revanche, les investissements directs étrangers devraient afficher une forte croissance, la Thaïlande restant une base de production manufacturière privilégiée pour les industries automobiles et électroniques. Ces flux de capitaux stables devraient couvrir la majorité du besoin de financement. Néanmoins, le pays subit - comme les autres pays émergents - les effets de l'annonce de la sortie de la *Quantitative Easing III* de la Réserve Fédérale Américaine. Ainsi, le baht s'est déprécié de 11% entre fin avril et début septembre 2013 face au dollar. Une telle dépréciation renchérit le service de la dette libellée en devise (36,6% du PIB) mais rend également les exportations plus compétitives.

Enfin, le niveau confortable de réserves de change (6,8 mois d'importations en 2013) confère au pays une capacité de résistance satisfaisante en cas de retraits brutaux de capitaux. Par ailleurs, en dépit des lacunes persistantes en termes de supervision, le secteur bancaire thaïlandais s'est renforcé ces dernières années : baisse des créances douteuses, amélioration des ratios de solvabilité et de rentabilité. De plus, malgré le niveau élevé d'endettement des ménages, le niveau des créances douteuses reste inchangé.

Des divisions internes persistantes

Yingluck Shinawatra, premier ministre depuis la victoire du Puea Thai aux élections anticipées de juillet 2011 continue de faire face à une société profondément divisée et ses mesures populistes sont vivement critiquées par le Parti Démocrate. Les divisions politiques internes entre les pro-Thaksin et les partisans du Parti Démocrate devraient rester vives et l'intensité du clivage pourrait se renforcer à l'approche de la succession du Roi, Rama IX. Enfin, les velléités du Puea Thai de modifier la Constitution pour permettre un retour de Thaksin (frère de l'actuel premier ministre) pourraient raviver les tensions. Un processus de réconciliation est en cours, impliquant notamment Tony Blair, mais celui-ci est boycotté par l'opposition qui affirme qu'elle ne participera pas aux discussions tant que l'amnistie de Thaksin est discutée.

Points forts

- Production diversifiée et performante dans l'agriculture et l'industrie
- Montée en gamme dans les produits manufacturés
- Carrefour régional ouvert sur ses voisins dynamiques
- Renforcement du système bancaire

Points faibles

- Commerce extérieur thaïlandais dépendant de l'économie chinoise
- Insuffisantes réformes structurelles
- Climat des affaires marqué par les liens persistants entre le secteur privé et les milieux politiques
- Instabilité politique récurrente depuis 2006



Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme **RISQUE MODÉRÉ**

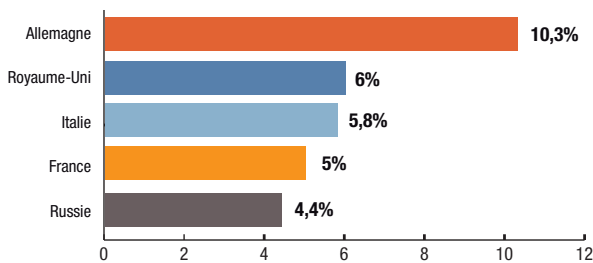
Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	8,5	2,2	3,5	3,9
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,5	8,9	7,5	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-0,4	-1,5	-2,2	-2,5
Solde courant / PIB (%)**	-10,0	-6,1	-6,7	-6,2
Dettes publiques / PIB (%)	39,2	36,8	35,0	33,0

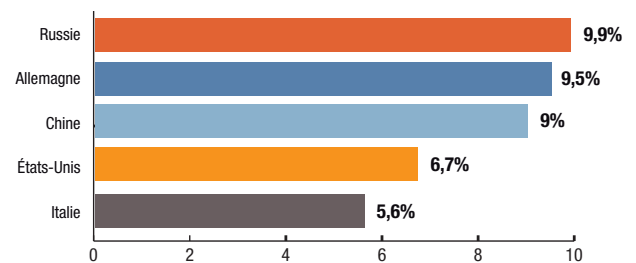
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Une croissance soutenue par la demande interne

En 2013, la croissance turque a bénéficié d'une accélération des dépenses publiques ainsi qu'une reprise de la consommation des ménages. Entamée fin 2012, la politique monétaire expansionniste de la banque centrale permet de soutenir la croissance du crédit (+24% en juillet 2013) et donc la consommation du secteur privé. En 2014, la croissance restera supportée par la demande interne. En effet, la consommation des ménages profite de la vitalité démographique qui accroît sensiblement la population active (+13% depuis 2010) tandis que le taux de chômage se stabilise en dessous de 10%. D'autre part, l'investissement public restera bien orienté à l'approche des élections présidentielles d'août 2014. Cependant, la faiblesse structurelle de l'investissement privé depuis 2012 fragilise le potentiel de croissance à long terme. A court terme, l'investissement bénéficiera aussi de la croissance dynamique du crédit. Côté secteur, les produits à haute valeur ajoutée (automobile, biens de consommation durables) et les activités de services liées au tourisme devraient bénéficier de la reprise de la demande européenne (60% des estivants). Enfin, l'inflation pâtira à court terme du renchérissement des produits importés lié à la dépréciation de la livre turque.

Des finances publiques sous contrôle mais des conditions de financement extérieur moins favorables

Le programme gouvernemental triennal à moyen long terme (MTP) a sensiblement amélioré les finances publiques grâce notamment à de nouveaux prélèvements. Ce programme prévoit un déficit public de 2,2% du PIB en 2013, avec un objectif de diminution graduelle jusqu'à 1,8% en 2015. A l'exception de 2009, le solde primaire (hors paiements des intérêts sur la dette) est historiquement en excédent. Ainsi, le déficit public actuel ne compromet pas la viabilité de la dette publique dont le niveau est modéré, sa maturité et sa dénomination en devise locale croissantes.

L'ampleur du déficit de la balance courante, deuxième plus élevé au monde en valeur après les États-Unis, demeure la principale vulnérabilité de l'économie turque. A court terme, les exportations bénéficieront de la reprise en zone euro (30% des exportations). Mais leur progression sera contrainte par les effets négatifs de l'inflation importée sur la compétitivité des prix liée à la dépréciation de la livre turque. Son financement est dépendant de capitaux volatils alors que la perspective du resserrement de la politique monétaire expansionniste américaine a engendré un retrait de capitaux au cours de l'été 2013 dans les grands pays émergents. La livre turque s'est ainsi dépréciée de 15% entre mai et septembre 2013. Mais cette dépréciation met à rude épreuve les entreprises turques fortement endettées en devises étrangères. En réaction la banque centrale est intervenue en vendant des devises étrangères, grâce à ses réserves satisfaisantes représentant 5 mois d'importations, mais les effets ont été modiques. L'enjeu consiste à rétablir la confiance dans les capacités de l'institution à contraindre l'inflation établie au dessus de la borne haute de 7% (objectif de 5% avec bande flottante de 2%). Un relèvement des taux d'intérêt semble donc inévitable pour ainsi restaurer la confiance des investisseurs.

Une année électorale décisive dans un contexte géopolitique tendu

En mai 2013, le gouvernement du premier ministre Erdogan a enduré trois semaines de manifestations. Fortement réprimandées par la police, les protestations se sont dissoutes et ce malgré l'hétérogénéité des manifestants (extrême gauche, kémalistes, alevites) las de la radicalisation des discours de l'AKP (pression sur les médias, la justice, les libertés individuelles). Le climat social reste tendu dans la perspective des élections présidentielles d'août 2014. L'opposition dispersée laisse champ libre au parti conservateur de l'AKP alors que M. Erdogan convoite le sommet de l'Etat, ne pouvant briguer un quatrième mandat à la tête du gouvernement. En marge des élections, un référendum sur la ratification d'une nouvelle constitution est envisageable. Cela permettrait, entre autres, d'octroyer des pouvoirs exécutifs accrus au président

dont le statut est actuellement honorifique. Par ailleurs, le processus de paix entamé en mai 2013 avec le parti des travailleurs du Kurdistan (PKK) demeure précaire. En septembre 2013, les rebelles ont annoncé interrompre leur retrait du territoire déplorant l'inertie des réformes sur la question kurde (lois sur les élections, droit à l'éducation en langue kurde, autonomie régionale). La fermeté du premier ministre est susceptible de fragiliser l'apaisement des relations avec le PKK. Enfin, les tensions géopolitiques sont exacerbées par le conflit syrien. La présence de 500 000 réfugiés et les exactions de militaires syriens sur le territoire turc (attentat à la bombe en mai 2013 dans une ville frontalière faisant 54 morts turcs, attaque d'un hélicoptère de l'armée syrienne en septembre 2013 dans l'espace aérien turc) demeurent un facteur déstabilisant majeur.

Points forts

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

Points faibles

- Épargne domestique insuffisante, déficit courant substantiel et forte dépendance aux capitaux étrangers
- Endettement extérieur des entreprises significatif qui accroît leur exposition au risque de change
- La question kurde demeure une source d'instabilité sociale et politique
- Stabilité géopolitique éprouvée par le conflit syrien
- Faible perspective d'avancée des négociations avec l'UE notamment en raison de la question chypriote