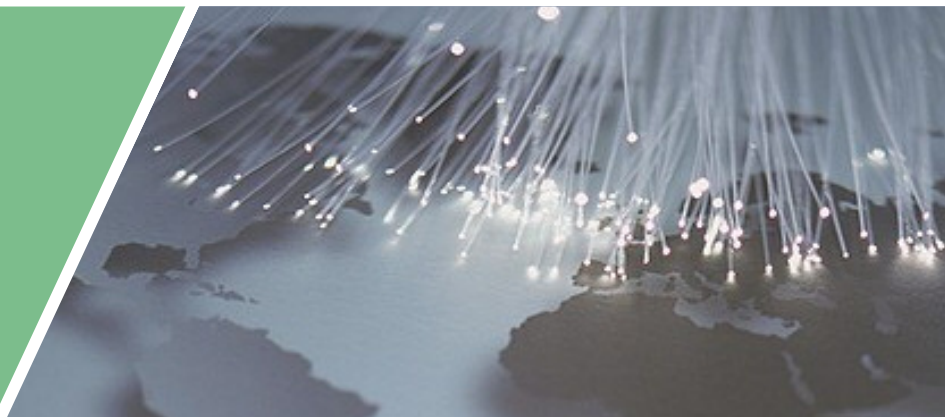


panorama

Été 2013

coface

Panorama Risque Pays



SOMMAIRE

/02 Qu'est devenu le « business model » italien ?

Par Guillaume Baqué,
Jérémy Daltin, Julien Marcilly
et Yves Zlotowski

/10 Evaluations risque pays et argumentaires

/12 Guide Coface risque pays Actualisation été 2013

- Afrique du sud
- Chine
- Chypre
- Côte d'Ivoire
- Equateur
- Irlande
- Japon
- Philippines
- République tchèque
- Slovaquie
- Tunisie
- Turquie

Vous trouverez dans ce panorama une étude sur l'économie italienne, qui analyse l'articulation entre les questions macro et microéconomiques. La croissance y paraît très vulnérable (la contraction du PIB en 2012 a été brutale et le pays restera en récession en 2013, à -1,7% selon Coface), et notre expérience de paiement sur les entreprises plus détériorée que dans le reste de l'Europe. Cette fragilité des entreprises italiennes n'est pas seulement le résultat des faibles performances macroéconomiques du pays (dues à une baisse continue de la productivité et une faiblesse de l'innovation), mais aussi à d'autres facteurs. La péninsule se caractérise en effet par un tissu d'entreprises marqué par une forte intensité en TPE, très fragiles au plan financier. Les retards de paiement pratiqués par la sphère publique, qui sont récurrents et bien plus élevés que dans le reste de l'Europe, contribuent à expliquer le comportement de paiement des entreprises. Ainsi, le « business model » italien, traditionnellement caractérisé par des entreprises dynamiques, exportatrices et très tournées vers l'industrie, est entré dans une crise aiguë.

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 concernés - dont l'Afrique du sud, l'Irlande, le Japon ou la Tunisie - et de ceux qui sont sous le feu de l'actualité à l'instar de la Turquie.

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.

Qu'est devenu le « business model » italien ?

Par Guillaume Baqué, Jérémie Daltin, Julien Marcilly et Yves Zlotowski

Achevé de rédiger le 6 juin 2013

L'histoire économique italienne a montré que le pays était capable de renaissances spectaculaires : miracle industriel des années 1950 et 1960, tertiarisation réussie dans les années 1980 après le choc pétrolier de 1979. Aujourd'hui encore, le « business model » italien a de beaux restes. C'est par exemple une des économies les plus industrialisées de la zone euro : la valeur ajoutée du secteur manufacturier est encore de près de 16% du PIB (contre moins de 12,5% en France) et l'emploi manufacturier représente 18% de l'emploi total (contre moins de 11% en France). La péninsule comptait en 2011 plus de 205 000 entreprises exportatrices, contre 117 000 en France. Comment alors réconcilier ces indéniables points forts avec deux dynamiques préoccupantes ? Les performances macroéconomiques italiennes depuis la crise font apparaître un pays excessivement vulnérable, prompt à afficher de très amples récessions (en 2009 et à nouveau en 2012). L'autre tendance inquiétante est plus micro-

économique : le comportement de paiement des entreprises se dégrade davantage que dans les autres économies européennes. Alors, comme par le passé, l'économie italienne peut-elle être le théâtre d'un nouveau « miracle » ?

Cette étude montre que la fragilité de la croissance italienne est liée à des facteurs de long terme, accumulés ces dix dernières années. Son commerce extérieur, même s'il est diversifié et bien spécialisé, présente également des faiblesses et ne pourra pas, à lui seul, tirer l'Italie de l'ornière. La macroéconomie dégradée est en partie à l'origine du comportement de paiement des entreprises italiennes, mais en partie seulement. D'autres facteurs jouent. En effet, la présence excessive de PME fragiles et les retards de paiement de la sphère publique concourent aux spécificités italiennes.

L'ITALIE EN RECESSION PROFONDE

Une demande interne en berne

Le PIB italien a enregistré sa 7^{ème} baisse consécutive au 1^{er} trimestre 2013 et continuera sans doute de se replier au moins au cours des deux prochains. Il devrait ainsi reculer de 1,7% en 2013 (après un repli de 2,4% en 2012).

Un net repli de la consommation des ménages

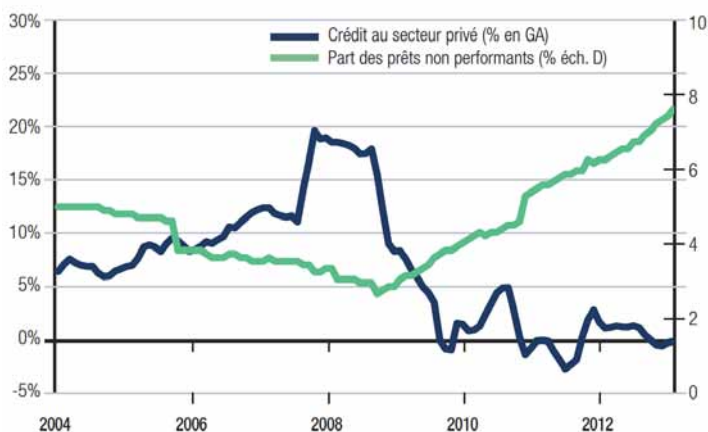
La contraction persistante de la demande interne est la principale explication de cette récession. La consommation des ménages reste pénalisée par la baisse marquée du revenu disponible des ménages (-5,5% sur un an au 4^{ème} trimestre 2012 en termes réels). Des salaires toujours gelés dans la fonction publique et un taux de chômage élevé (12% en avril 2013) plaident pour une poursuite de cette tendance dans les mois à venir. L'annulation par le nouveau gouvernement de la hausse du taux de TVA, initialement prévue pour le 1^{er} juillet prochain, est le seul facteur favorable à la consommation des ménages à court terme. Ménages qui, face à ces incertitudes élevées, continuent d'épargner. Leur taux d'épargne se maintient au-dessus de 11% depuis le début de l'année 2011. A titre de comparaison, il a reculé de 12 à 8% dans le même temps en Espagne. Les ménages italiens n'ont donc pas rogné sur leurs économies pour maintenir leur consommation dans ce contexte de baisse de revenus. Ils sont pourtant les plus riches de la zone euro après la Belgique, leur patrimoine net⁽¹⁾, représentant 182% du PIB à fin 2012, contre 132% en Allemagne et 137% en France. Et environ 65% aux États-Unis !

Un accès au crédit difficile

Les ménages et entreprises souffrent aussi d'un accès restreint au crédit. Les craintes quant à la soutenabilité de la dette publique expliquent le maintien des taux des prêts bancaires

à des niveaux élevés malgré la politique monétaire très expansionniste de la Banque centrale européenne (BCE). Bien que le taux directeur en Allemagne et en Italie soit le même, le taux d'intérêt moyen (pour un prêt à un ménage ou une entreprise d'une maturité allant de 1 à 5 ans) est presque le double en Italie (proche de 6%, contre 3% en Allemagne). Cette mauvaise transmission de la politique monétaire à l'économie réelle provoque une contraction du crédit bancaire au secteur privé, qui pénalise à la fois les investissements des entreprises et des ménages. Le niveau élevé des prêts non performants et la volonté des banques d'améliorer la qualité de leur portefeuille expliquent cette parcimonie des établissements bancaires en matière d'octroi de crédit. Parcimonie qui affecte, la trésorerie des entreprises (notamment les PME) et leur capacité d'investissement (voir page 7).

GRAPHIQUE 1 :
Crédit au secteur privé en Italie



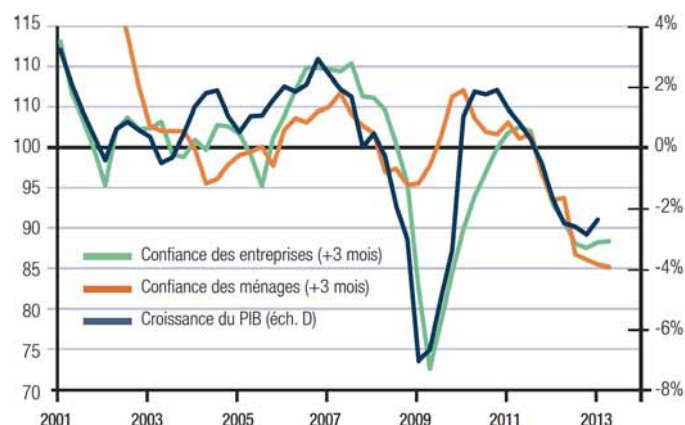
Source : Banque d'Italie

(1) Le patrimoine net des ménages s'obtient en soustrayant la valeur de la dette des ménages à celle de leur patrimoine.

Enfin, la faiblesse de la demande interne n'est pas compensée par le commerce extérieur. Si ce dernier a contribué positivement à la croissance par le biais d'un repli des importations et de performances satisfaisantes du côté des exportations (voir page 4), il n'a pu compenser l'effet de la contraction de la demande interne.

Dans ce contexte, les indicateurs avancés de la croissance tels que la confiance des entreprises et celle des ménages indiquent un prolongement de la récession au moins jusqu'au 3^{ème} trimestre 2013 inclus⁽²⁾.

GRAPHIQUE 2 :
Croissance et indices de confiance



Source : Istat

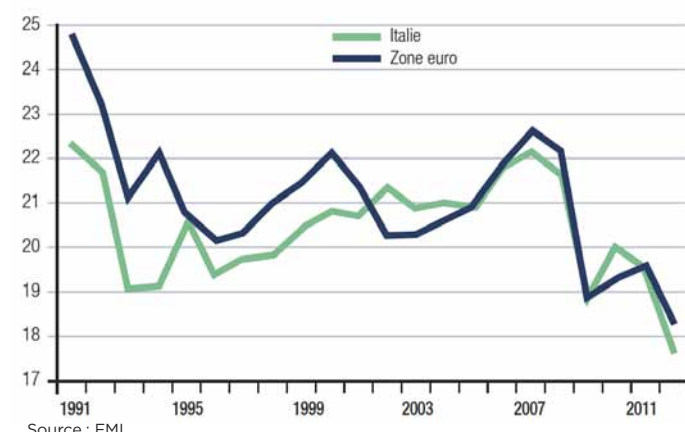
Faible croissance potentielle, qui sont les coupables ?

Mais ces faiblesses temporaires de l'activité, en partie liées à la crise mondiale de 2008-2009, ne doivent pas faire oublier des vulnérabilités structurelles inhérentes à l'économie italienne. Ses performances médiocres ne sont pas nouvelles : la croissance italienne a été inférieure d'un point en moyenne à celle de la zone euro depuis 10 ans.

Le coupable n'est pas le manque de capital...

Trois composantes expliquent la croissance économique de long terme d'un pays : la croissance du capital, celle du travail et celle de la productivité. Le premier n'est clairement pas à l'origine de l'écart persistant de croissance entre l'Italie et la zone euro. Le niveau et l'évolution du taux d'investissement en Italie n'est-il pas très proche de celui de la zone euro dans son ensemble depuis 20 ans ?

GRAPHIQUE 3 :
Taux d'investissement en Italie



Source : FMI

... mais le faible taux d'emploi...

Le manque de croissance trouve d'abord son origine dans le faible taux d'activité. Le taux d'emploi est parmi les plus faibles des économies développées (56,9% en 2011, contre 72,6% en Allemagne, 63,8% en France et 66,6% aux États-Unis). Si celui des hommes est proche de la moyenne des pays de l'OCDE, le taux d'emploi des femmes est particulièrement faible (46,5% seulement), tout comme celui des seniors.

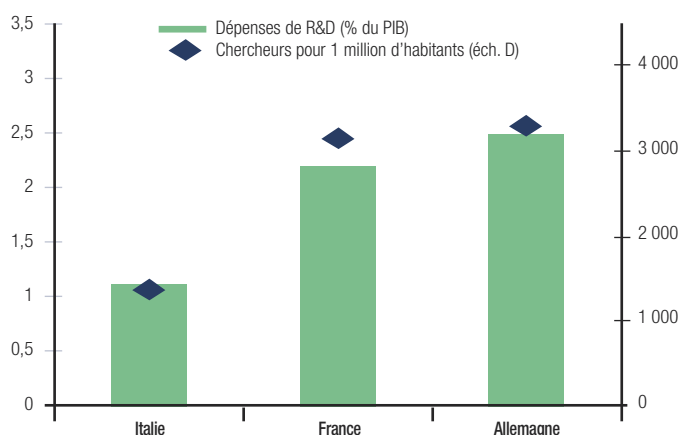
...et le manque d'innovation

Outre ce facteur démographique, la lenteur de la croissance de long terme s'explique par de faibles gains de productivité dont l'origine est multiple.

D'après la BCE (2007)⁽³⁾, la mollesse de la croissance potentielle en Italie (1,3% seulement contre 2,2% pour la zone euro dans son ensemble entre 1991 et 2004) provient de la faible croissance de la productivité (0,7 point par an contre 1,4 en zone euro). Or, d'après cette étude, le niveau de la contribution de la productivité à la croissance est positivement corrélé à celui des dépenses en recherche et développement (R&D). Ces dépenses n'ont été que de 1,1% du PIB par an entre 1996 et 2010 en Italie, soit moins de la moitié des taux allemand et français. De la même manière, le nombre de chercheurs (par million d'habitants) est nettement inférieur (voir graphique 4).

En dehors de ce manque d'effort en matière de R&D, la faiblesse des investissements directs étrangers joue probablement un rôle, l'IDE étant un instrument de diffusion de l'innovation entre pays. Or les entrées d'IDE n'ont atteint que 0,9% du PIB en moyenne depuis 1995 (contre 1,3% en Allemagne et 2,2% en France).

GRAPHIQUE 4 :
Indicateurs de R&D dans la zone euro



Source : Eurostat

Rôle ambigu de la dette publique

Le niveau élevé de la dette publique italienne est souvent présenté comme étant une des causes de la faible productivité du pays. La dette publique a en effet augmenté de plus de 40 points au cours des 25 dernières années, pour atteindre près de 130% du PIB en 2013. En théorie, elle peut avoir provoqué un effet d'éviction sur l'investissement privé : une dette publique élevée attire une grande partie de l'épargne et limite donc les ressources disponibles pour le secteur privé. La hausse des taux d'intérêt des obligations d'État associée à la dette publique élevée a un effet négatif sur l'investissement privé via la hausse des taux des prêts bancaires et celles des obligations d'entreprises. Mais force est de constater que la réalité de cet effet d'éviction est contestable. Certes, les taux

(2) Après la contraction du PIB de 0,5% en glissement trimestriel au 1^{er} trimestre, nous prévoyons une baisse de 0,3% au 2^{ème} trimestre, un recul de 0,1% au 3^{ème} avant un rebond de 0,1% au 4^{ème} trimestre.

(3) Voir notamment Muasher M. (2013), Freedom and Bread Go Together, dans le numéro spécial consacré aux pays du Moyen-Orient « The Middle-East: Focus on the Future », Finance & Development, March 2013.

d'intérêt des obligations d'État sont aujourd'hui à un niveau élevé et les conditions de crédit des banques resserrées (voir page 2), mais c'est un phénomène récent. L'écart entre le taux d'intérêt des obligations d'État à 10 ans de l'Italie et celui de l'Allemagne n'a pas dépassé 0,25% en moyenne entre 2000 et 2008, tandis que la dette publique italienne était déjà nettement supérieure. Le niveau et la tendance commune du taux d'investissement en Italie et en zone euro confirment (voir graphique 3) que ce niveau élevé de dette n'a pas pénalisé l'investissement jusqu'en 2008.

En outre, cette dette publique nécessite en théorie un excédent budgétaire primaire élevé pour compenser la charge de la dette. Or il est susceptible d'être atteint au détriment de dépenses publiques favorisant la croissance. Mais une fois encore les chiffres ne corroborent pas cette idée : les dépenses

d'investissement de l'État italien ont atteint 1,8% du PIB par an en moyenne entre 1995 et 2013, un niveau comparable à celui de la zone euro (1,9%) et même supérieur à celui de l'Allemagne (1,7%) où la croissance a pourtant été nettement plus élevée. Malgré un niveau de dette publique supérieur à celui de ses voisins, l'investissement public est donc resté à un niveau similaire.

Ainsi, un taux d'activité relativement bas et surtout de faibles gains de productivité liés à un manque d'innovation semblent être à l'origine de la faiblesse de la croissance italienne. Un des canaux de transmission entre ces faibles gains de productivité et la croissance réside dans le commerce international. En effet, les problèmes de compétitivité actuels, qui pénalisent les exportations italiennes, sont en partie le reflet de ces faibles gains de productivité.

LES EXPORTATIONS : QUEL RÔLE POUR L'ACTIVITÉ ET LES ENTREPRISES ? ⁽⁴⁾

Entre 2002 et 2010, le commerce extérieur a tiré la croissance italienne vers le bas. En moyenne elle a retiré 0,3 point à la dynamique du PIB quand, durant la même période, elle en retranchait 0,4 à la croissance française. Parallèlement, et sans surprise, le commerce extérieur a eu une contribution positive à la dynamique allemande (même en intégrant le choc externe négatif de 2009), soit de +0,5 point en moyenne annuelle, sur la période étudiée. Toutefois, le redressement récent du solde commercial italien donne quelque espoir. En effet, depuis le premier trimestre 2011, le commerce extérieur a amorti (certes de manière bien modeste) le choc récessif de la demande interne. Bien entendu, les deux dynamiques internes et externes sont étroitement liées : l'écroulement de la consommation et de l'investissement entraînent une forte compression des importations. Mais si on met de côté cette mécanique attendue de l'ajustement, les exportations ont été assez dynamiques. Depuis le point bas de 2009 (année de la récession et de la grande contraction du commerce mondial), les exportations italiennes ont augmenté de 26% en valeur et de 11,3% en volume. Ainsi le pays enregistre-t-il un excédent commercial depuis le dernier trimestre 2011. Celui-ci atteint presque 19 milliards d'euros en 2012 et le FMI prévoit 41,3 milliards en 2013. Cette prévision paraît optimiste : la décélération allemande (13% des ventes, 1^{er} partenaire) et la récession française (11,6% des exportations, second partenaire) pourraient peser sur les performances de la péninsule. Même si à court terme, la croissance ne vient pas des partenaires européens, les Italiens peuvent-ils compter sur le dynamisme de leurs exportations, au moins sur les marchés dynamiques plus lointains ?

Des atouts non négligeables

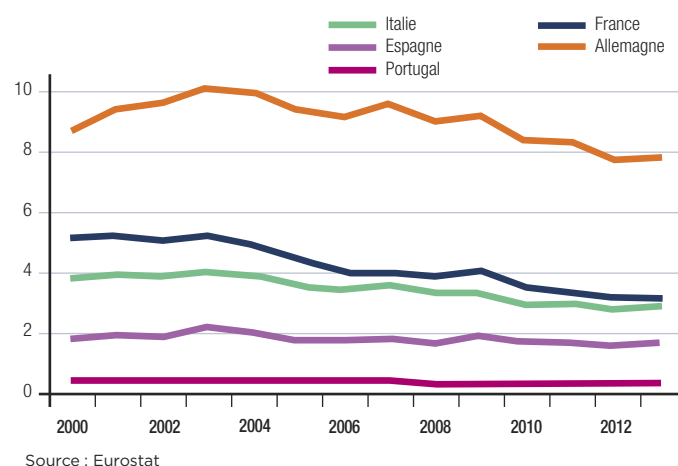
Après l'Allemagne, l'Italie est la plus industrialisée des économies européennes, avec une spécialisation relativement variée. Elle est restée surtout un grand exportateur net de machines et équipements (plus de 18% du total des exportations de biens). Les métaux et produits métallurgiques ⁽⁵⁾ (13%) présentent un solde positif, du seul fait des métaux transformés ⁽⁶⁾. Les textiles -vêtements, produits du cuir (11%) -restent un point fort du pays qui maintient également un solde positif (mais stable) dans les équipements électriques et les meubles. L'Italie peut donc s'appuyer sur deux dynamiques complémentaires. Avec un fort positionnement dans la mécanique et la métallurgie transformée, elle peut accompagner le boom de l'investissement dans les pays émergents.

Une telle spécialisation est pertinente dans le contexte de priorité pour les grands projets d'infrastructures mais aussi pour le développement des secteurs qui utilisent les métaux travaillés, telles que la construction et l'automobile. Infrastructures, logements et automobiles constituent aujourd'hui des priorités pour les modèles de croissance russes, brésiliens, turcs ou indiens. Mais l'effet « *made in Italy* » est un atout important pour accompagner la forte demande des classes moyennes, avides de produits de luxe « différenciant », vendus par les grandes marques italiennes. Pour un marché comme la Chine, où la demande de produits de mode a doublé entre 2010 et 2012, l'Italie est d'ores et déjà bien positionnée. Sa part de marché est de 20% pour le vêtement et 25% pour la chaussure.

De fortes pertes de parts de marché

Les performances observées montrent que les entreprises italiennes n'ont pas suffisamment pris le wagon des émergents, et perdent d'importantes parts de marchés depuis la création de l'euro (bien qu'elles ne soient pas significativement pires que celles de ses voisins). Sa part de marché dans les exportations mondiales est passée de 3,8% à 2,8% entre 2000 et 2012. L'Italie fait mieux que la France - en dynamique - qui est passée de 5,1% contre 3,2%. Néanmoins, les performances allemandes restent comparativement remarquables avec une part de marché qui, même si elle s'effrite, reste de 7,8% en 2012 (contre 8,6% en 2000).

GRAPHIQUE 5 :
Part de marché dans les exportations mondiales (en %)



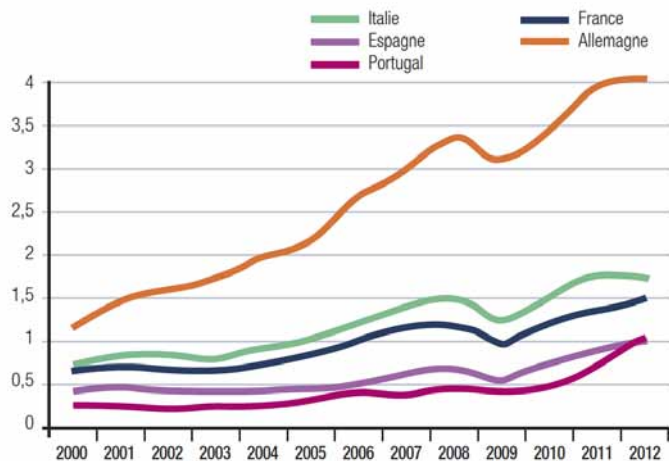
(4) Partie réalisée avec la participation de Rémy Carasse.

(5) Ces données sont tirées de The European Crisis and Changes in Italy's Model of Specialisation, Summary of the Report for 2011-2012. Italy in the World Economy, ITALIA, Agenzia per la Promozione all'estero et l'internazionalizzazione delle imprese italiane, National Statistical System, Ministry of Economic Development. July 2012.

(6) L'Italie importe depuis la zone hors-UE des lingots et des produits semi-travaillés (des métaux bruts à faible valeur ajoutée) que l'industrie italienne transforme. Ainsi, le pays exporte-t-il massivement des produits longs (rail, poutrelles, ronds à béton) qui servent à l'industrie pétrolière et du BTP. Le pays exporte également des laminés plats qui servent à l'industrie automobile, à l'emballage et à l'électroménager. Ce segment des métaux s'inscrit toutefois en recul en 2012.

Au total, l'impact « macroéconomique » des pays émergents pour l'Italie n'est pas assez significatif. Les exportations de biens à destination des BRICS rapportées au PIB représentent 1,7% (1,5% en France) contre légèrement plus de 4% pour l'Allemagne. On voit dans le graphique 6 ci-dessous que cette part a augmenté dans le cas italien mais en ligne avec la dynamique française. A nouveau, la dynamique est nettement plus favorable s'agissant de l'Allemagne.

GRAPHIQUE 6 :
Exportations de biens vers les BRIC (% du PIB)

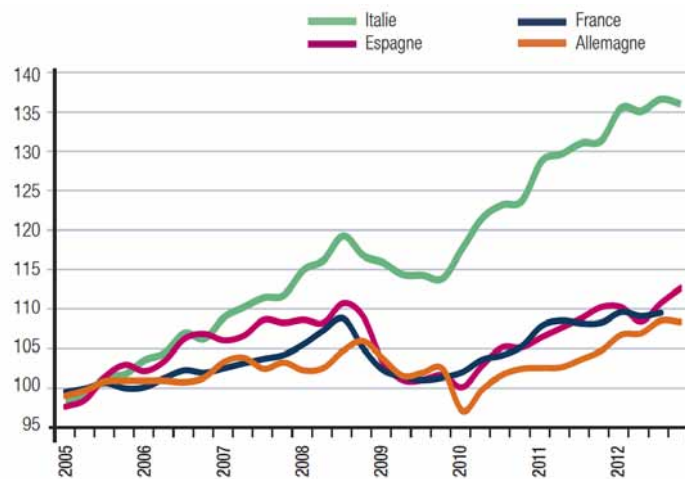


Source : Eurostat

Un potentiel insuffisamment exploité

Pourquoi le potentiel italien est-il insuffisamment exploité ? Il s'agit tout d'abord d'un problème de compétitivité prix. En général, la sensibilité aux prix des exportations constitue un indicateur de l'importance de la valeur ajoutée associée aux exportations : plus les biens sont sophistiqués, plus l'élasticité aux prix est faible car la qualité du produit permet de maintenir des prix élevés (et donc des marges bénéficiaires confortables). De fait, l'élasticité prix des exportations italiennes est un obstacle : relativement au taux de change réel effectif, Natixis ⁽⁷⁾ l'établit à 0,7 point, bien supérieure aux grandes économies industrielles exportatrices (0,3 pour l'Allemagne et 0,1 pour le Japon). On note que l'Italie est moins sensible aux effets prix que ses concurrents français et espagnols (élasticité de 1,1 pour les deux). Néanmoins, les exportations italiennes ont vu leurs prix considérablement augmenter et ce bien plus que dans le cas des autres économies de la zone euro, qui subissent pourtant le même effet taux de change. Entre 2005 et 2012, les prix unitaires à l'exportation en Italie ont augmenté de presque 36% contre 9,3% en France et de 8,2% pour l'Allemagne.

GRAPHIQUE 7 :
Valeur unitaire des exportations (en dollar, base 100 = 2005)

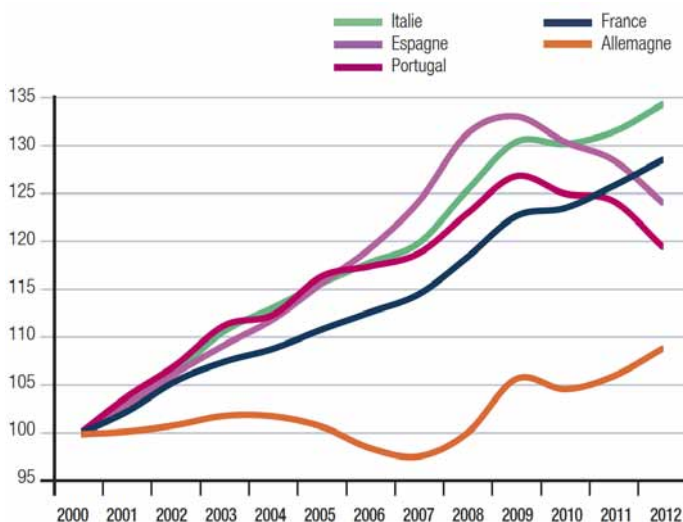


Source : FMI

Il faut interpréter ces données avec prudence dans la mesure où plusieurs facteurs peuvent expliquer une telle tendance. Les prix des métaux transformés ont été fortement affectés par celui des métaux de base, qui ont augmenté de plus de 100% entre 2005 et 2011. En outre, une partie des produits italiens est chère précisément parce qu'ils appartiennent au segment du luxe. Toutefois, l'ampleur du différentiel met en avant un problème spécifique de rigidité des prix en Italie. Ajoutons que depuis le premier trimestre 2012, les prix italiens à l'exportation se stabilisent.

La « rigidité » des prix évoquée est le résultat de la dynamique défavorable des coûts internes. En effet, les coûts unitaires du travail ont augmenté très fortement - de +35% entre 2000 en 2012- soit la plus forte hausse des grandes économies de la zone euro. La dynamique des coûts unitaires sur la même période a été de 28% et 9% respectivement pour France et l'Allemagne. En outre, depuis 2009, une baisse des coûts unitaires a été enregistrée en Espagne et au Portugal (et également en Grèce et en Irlande), renversement de tendance que l'on n'observe ni pour l'Italie ni pour la France. Ainsi, il n'y a pas d'amélioration à ce stade visible de la compétitivité coût.

GRAPHIQUE 8 :
Coûts unitaires du travail (base 100 = 2000)

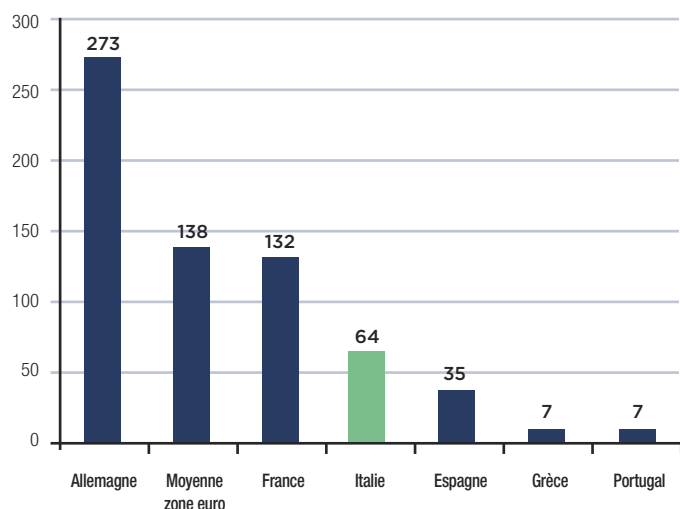


Source : Eurostat

Dans le cas italien, une baisse des coûts pourrait renforcer les capacités de financement de la modernisation des exportations. Car l'enjeu de la R&D est majeur pour l'Italie. En effet, les indicateurs plus qualitatifs de compétitivité-qualité mettent en avant des lacunes en matière de capacité d'innovation. Les dépenses de recherche et développement du secteur privé, rapportées au PIB, sont modestes et nettement inférieures à celles de l'Allemagne et de la France (voir graphique 4). Le nombre de robots industriels en 2011 acheté en Allemagne a été de 19 500 en 2011 contre 5 091 en Italie et 3 058 pour la France. L'innovation mesurée par l'intensité des brevets déposés est nettement plus faible que pour l'Allemagne mais également la France, un indicateur essentiel pour juger de la capacité du pays à monter en gamme. Nous illustrons avec le graphique ci-dessous le relatif désavantage italien avec le nombre de brevets par milliers d'habitants déposés à l'office européen des brevets.

(7) Artus P. (2013) Qu'y-a-t-il de particulier dans les pays où l'élasticité-prix des exportations en volume (de la demande pour les produits industriels du pays) est faible ? ; Natixis, Flash Economie, Recherche Economique, n°395, 24 mai.

GRAPHIQUE 9 :
Nombre de brevets déposés auprès de l'OEB
(2011,/milliers d'habitants)



Source : Eurostat

On en conclut que l'affaiblissement financier des entreprises italiennes pèse considérablement : elles n'ont plus les moyens de financer la modernisation de leurs exportations et sur ce type d'indicateur, le pays est moins bien positionné que la France. La péninsule semble être entrée dans un cercle vicieux dans lequel la perte de compétitivité compresse les marges, et bloque toute amélioration de la compétitivité et donc la restauration des marges.

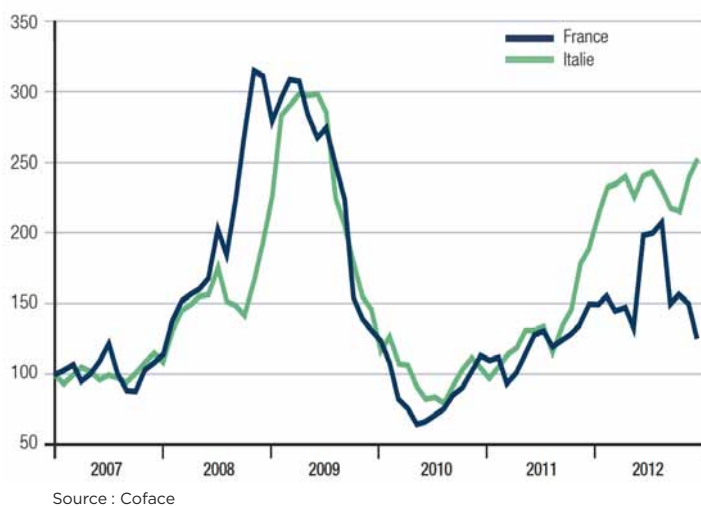
Les entreprises italiennes ont un acquis indéniable, mais manquent de moyen pour accroître ou même maintenir les positions fortes qu'elles détiennent dans certains segments. Plus prosaïquement, le facteur « export » est discriminant en matière de fragilité financière. Selon une enquête de la banque Intesa Sanpaolo⁽⁸⁾, sur la base d'un échantillon de 57 081 entreprises du secteur manufacturier entre 2008 et 2011, la contraction du chiffre d'affaires est nettement plus réduite quand une entreprise a une activité à l'exportation. Dans un tel cas de figure, la réduction du chiffre d'affaires a été de 4% contre plus de 7% pour les entreprises uniquement présentes sur le marché intérieur. Exactement comme pour la macroéconomie, l'exportation n'est pas la panacée pour les entreprises (même pour les exportateurs, le chiffre d'affaires se contracte !), mais au moins a-t-elle l'avantage d'alléger le très violent ajustement en cours de la demande interne.

PERFORMANCES ÉCONOMIQUES DE L'ITALIE ET COMPORTEMENT DE PAIEMENT

La hausse des impayés signe de la deuxième vague de la crise

Au cours de la crise mondiale de 2008-2009, Coface a enregistré une dégradation des comportements de paiements des entreprises italiennes. A contrario, le retour de la croissance en 2010 a été concomitant avec une diminution des déclarations de sinistres revenues à leurs niveaux d'avant crise. La deuxième vague de la crise, à partir de mi-2011, a engendré une recrudescence des incidents de paiement.

GRAPHIQUE 10 :
Évolution du montant des impayés enregistrés par Coface
(base 100 = janv. 2007, moyenne mobile 3 mois)

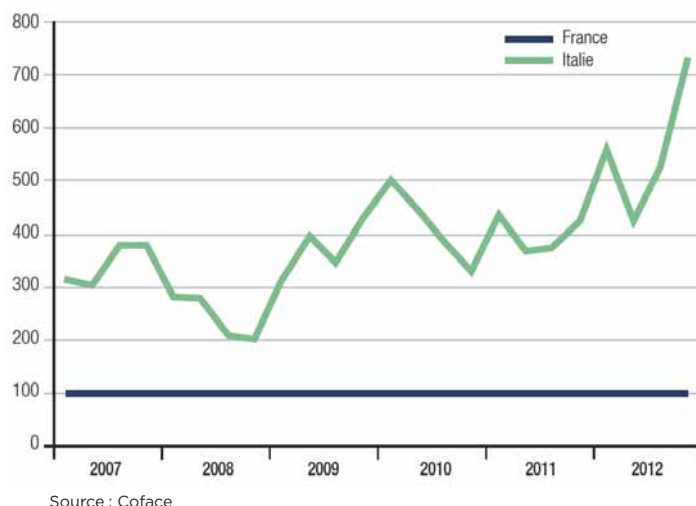


Source : Coface

Alors que par le passé, les impayés en France et en Italie évoluaient de manière comparable, une déconnexion s'opère depuis l'été 2011. Cette période, marquée par une recrudescence de l'instabilité politique en Italie, marque le début d'une décroissance prolongée et d'une divergence accrue des performances macroéconomiques avec l'Allemagne, mais aussi avec la France.

Au-delà de cette tendance de court terme, le taux d'impayés en Italie est historiquement plus élevé que dans l'hexagone ou encore qu'outre-Rhin. S'il était sept fois plus élevé que celui de la France au quatrième trimestre 2012, il était déjà trois fois supérieur six ans auparavant.

GRAPHIQUE 11 :
Évolution du taux d'impayés⁽⁹⁾ enregistré par Coface
(base 100 = France)



Source : Coface

(8) Présentation de G. De Felice, Chief Economist de la banque Intesa Sanpaolo, au colloque risque pays Coface à Milan, le 29 mai 2013.

(9) Ratio entre la somme sur trois mois du montant des impayés et la moyenne de l'encours sur la même période.

La croissance faible n'explique pas à elle seule le comportement de paiement des entreprises italiennes

Les performances économiques de l'Italie expliquent-elles le fait que le comportement de paiement des entreprises italiennes soit systématiquement moins bon que d'autres pays plus vertueux tels que la France ? Le cas échéant, est-ce l'unique facteur ?

Pour répondre à ces deux questions, nous étudions dans un premier temps la relation entre le taux d'impayés et le taux de croissance trimestriel du PIB en France, en Italie, et en Allemagne. Ainsi, nous estimons la relation suivante pour chacun des individus :

$$tximpayés_{i,t} = \alpha_i + \beta_i pib_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

TABEAU 1
Résultats des régressions individuelles entre taux d'impayés et taux de croissance du PIB

Taux d'impayés	α_i	β_i	P-value*	R ² **
France	0,32	-0,18	0,00	0,68
Italie	1,06	-0,25	0,00	0,29
Allemagne	0,58	-0,16	0,00	0,46

* Permet de vérifier la significativité des variables. La p-value est la plus petite des valeurs de α pour lesquelles la décision serait de rejeter H_0 . α est la probabilité de rejeter à tort l'hypothèse H_0 ; α est aussi appelé risque de première espèce, ou niveau du test.

** Le coefficient de détermination mesure la part de la variance de Y expliquée par le modèle

L'analyse économétrique souligne trois points. Premièrement, tous les coefficients associés aux taux de croissance sont significatifs et négatifs, mettant ainsi en évidence une relation inverse entre le taux de croissance et le taux d'impayés dans les pays considérés. Dit autrement, les impayés augmentent lorsque la croissance du PIB baisse. Deuxièmement, les élasticités estimées sont très proches. Enfin, les constantes diffèrent assez nettement.

Dans un second temps, il convient de déterminer si la relation entre ces deux variables peut-être jugée identique pour tous les pays ou s'il existe, au contraire, des spécificités individuelles⁽¹⁰⁾. Les tests d'égalité des coefficients confirment ainsi que la sensibilité du taux de sinistralité aux variations de l'activité peut être considérée identique pour la France, l'Allemagne et l'Italie.

Bien que les élasticités ne soient pas significativement différentes, les constantes diffèrent selon les pays. Ainsi, il existe des effets individuels incluant les spécificités structurelles du pays, autres que la croissance. Or, l'effet individuel associé à l'Italie est le plus élevé. En d'autres termes, si la croissance italienne était identique à celle de ses voisins, le taux d'impayés n'en demeurerait pas moins plus élevé.

Les performances économiques de l'Italie ont donc un impact sur son comportement de paiement. Sa faible croissance depuis 2007 n'est pas le seul facteur expliquant que le taux d'impayé soit à ce point supérieur à celui de l'Allemagne ou de la France. D'autres facteurs sont donc susceptibles de jouer un rôle dans l'évolution du comportement de paiement des entreprises italiennes.

UN TISSU D'ENTREPRISES ITALIENNES FRAGILE SUR LE PLAN FINANCIER

Entreprises italiennes : une rentabilité moyenne mais en fort recul

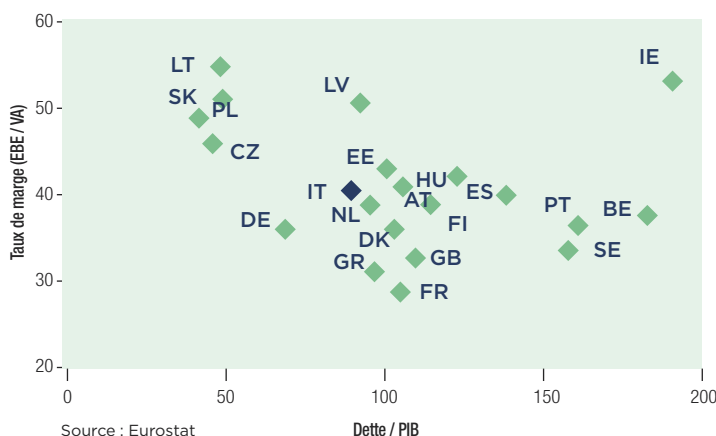
Une photographie des principaux ratios financiers moyens des entreprises italiennes montre qu'elles sont fragiles mais qu'elles ne se différencient pas de manière significative des autres entités du vieux continent. Tout d'abord, les marges et l'endettement des entreprises italiennes restent dans la moyenne européenne. En revanche, la capacité d'autofinancement⁽¹¹⁾ s'est durablement inscrite en dessous de celles de ses homologues européens. Ceci signifie qu'elles sont dépendantes des prêts bancaires et donc pénalisées par le durcissement des conditions de crédit (voir page 2).

Des entreprises faiblement endettées mais à la rentabilité affaiblie

Le niveau d'endettement des entreprises italiennes (88% du PIB à fin 2012) est stable depuis 2008 et dans la moyenne européenne. Le taux de marge des entreprises⁽¹²⁾, quant à lui, se situe à 39% en 2012 (40% pour la moyenne de l'UE). Les entreprises italiennes sont dans une situation légèrement plus favorable que la France avec des ratios d'endettement et de marges respectivement de 108% et 28%.

En dynamique toutefois, la situation italienne est préoccupante. Les marges se sont considérablement dégradées depuis 2000. Leur baisse (-17%), est la plus importante dans l'Union européenne⁽¹³⁾. Sur cette même période les marges en Allemagne ont progressé (+10%) et celle de la France se sont dégradées (-9%).

GRAPHIQUE 12 :
Profits et dette des entreprises non financières, moyenne entre 2009 et 2012 dans l'Union européenne⁽¹³⁾ (% du PIB)



Source : Eurostat

(10) Sur le plan économétrique cela revient à appliquer une procédure de test d'homogénéité emboîté. Nous utilisons ici la procédure développée par Hsiao (1986) et concluons à un modèle de panel à effets individuels. L'application du test de Hausman (1978) nous conduit à retenir comme spécification finale un modèle à effets individuels aléatoires.

(11) Epargne / formation brute de capital fixe (FBCF)

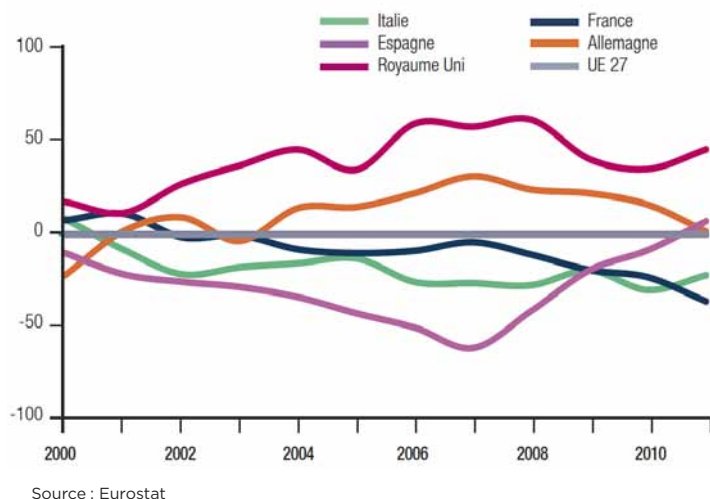
(12) Excédent brut d'exploitation (EBITDA) / VA (Gross profit)

(13) Hors Bulgarie, Chypre, Malte et Roumanie

Une capacité d'autofinancement tendancielle faible

Ces tensions sur les marges ont réduit la capacité des entreprises à autofinancer leurs investissements, ce qui a accentué leur dépendance au crédit bancaire. Depuis 2001, l'Italie présente un taux d'autofinancement qui se maintient sous la moyenne de l'Union européenne (graphique 13 ci-dessous). Dès lors, le resserrement du crédit au secteur privé (une réduction des encours de crédit observable depuis octobre 2012 en rythme annuel, voir graphique 1) entretient les tensions sur la trésorerie des entreprises.

GRAPHIQUE 13 :
Taux d'autofinancement (base 100 = UE 27)

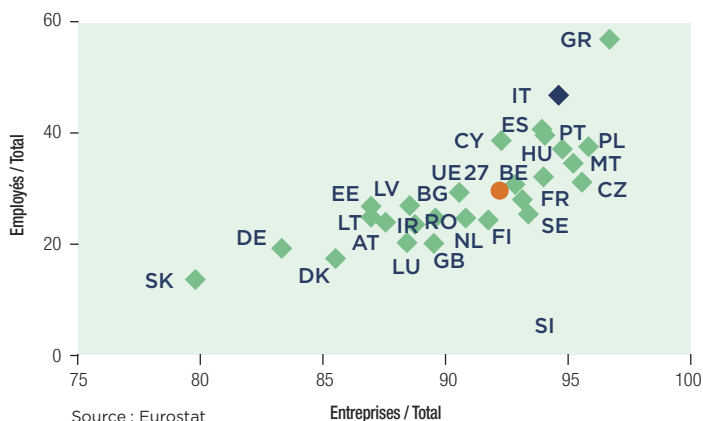


Si l'accès au crédit joue un rôle dans les difficultés actuelles des entreprises, un facteur plus structurel constitue un élément clé : le poids substantiel des TPE.

Les petites structures dominent le tissu italien

Plus précaires, les TPE pâtissent de sources de financements moins nombreuses. Leurs investissements, et donc la hausse potentielle de leur productivité, restent contraints et dépendants de ressources plus instables comme le crédit interentreprises. La distribution des entreprises italiennes est en effet très concentrée : celles dénombrant moins de 10 salariés représentent 95% des sociétés du pays et 46% de l'emploi total. L'Italie se détache de ses homologues européens aux côtés de la Grèce (graphique 14).

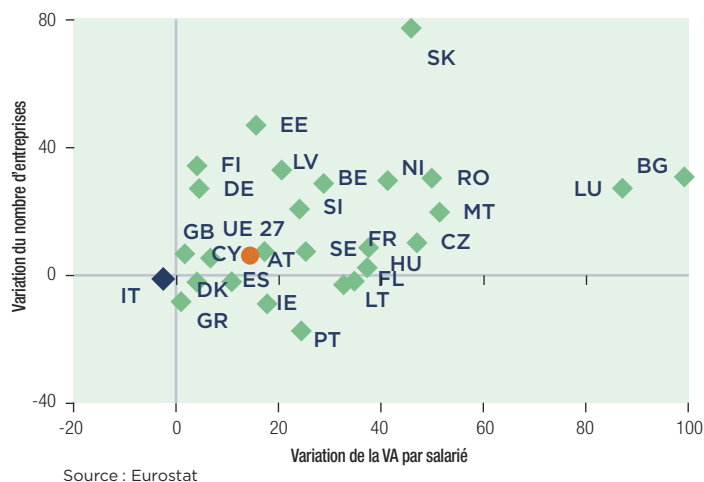
GRAPHIQUE 14 :
Distribution des entreprises de moins de 10 salariés dans l'Union européenne (% , 2012)



Il est communément admis que les structures les plus petites pâtissent d'un déficit de notoriété. Or, le prêteur est à même d'appréhender le risque entreprise selon l'information disponible. Il ne finance pas les débiteurs qu'il juge les plus fragiles ou renchérit ses taux d'intérêts. Le recours au crédit bancaire reste limité pour cette catégorie au profit du crédit interentreprises. En effet, selon les sondages effectués par la BCE ⁽¹⁴⁾, pour 87% des entreprises italiennes de moins de 10 salariés des obstacles s'opposent à l'obtention d'un prêt bancaire contre 80% en Espagne, 63% en France, 47% en Allemagne et 61% pour la moyenne des autres pays de la zone euro.

Les TPE italiennes ont connu une dégradation de la valeur ajoutée par salarié de 2,6% entre 2005 et 2012 (graphique 15), soit la plus forte de l'ensemble des pays européens tandis que leur nombre est resté stable sur la période (-0,8%). Cette situation témoigne d'une fragilité spécifique en Italie. De fait, cette surreprésentation de TPE, moins productives que leurs homologues européens, explique en partie les faibles gains de productivité du pays (voir page 2).

GRAPHIQUE 15 :
Variation de la valeur ajoutée par salarié pour les entreprises de moins de 10 salariés et variation du nombre d'entreprises de moins de 10 salariés entre 2005 et 2012 dans l'Union européenne (%)



L'endettement des collectivités locales et l'effet domino sur le secteur privé

Les grands donneurs d'ordres (publics ou grandes entreprises) contraignent financièrement les petites et moyennes entreprises présentes en bout de chaîne face à un allongement unilatéral des délais de paiements. En effet, le différentiel entre la durée moyenne de règlement des créances clients et fournisseurs permet de dégager soit un excédent soit un besoin de trésorerie. Ces retards sont également préjudiciables à la rentabilité et à la gestion financière des entreprises, dès lors qu'un financement externe est nécessaire pour amortir le besoin de trésorerie.

L'État, premier débiteur des entreprises italiennes ?

Les délais de paiement dans le secteur public dépassent amplement 150 jours, mais des délais de plusieurs années ne sont pas des phénomènes rares, notamment dans le secteur médical. Les arriérés accumulés par le secteur public auprès des entreprises privées s'évaluent à 91 milliards d'euros, soit 5% du PIB selon la Banque centrale italienne et 50% des arriérés publics au secteur privé à l'échelle européenne ⁽¹⁵⁾.

(14) « Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE) », Premier semestre 2009, Banque Centrale Européenne

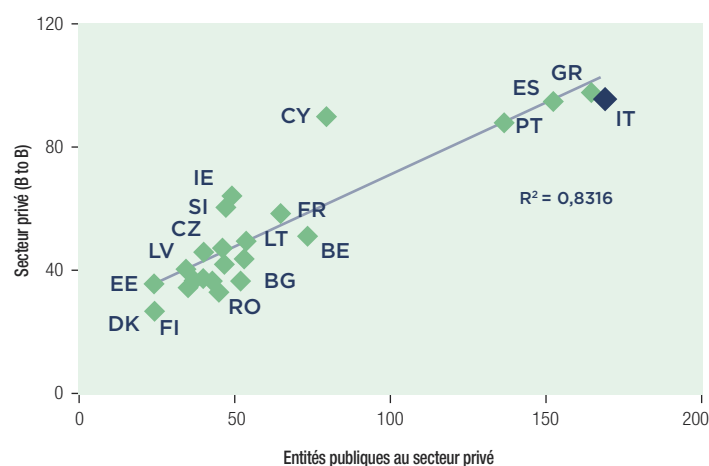
(15) « Regards sur l'économie italienne » (2013), Direction Générale du Trésor français service économique d'Italie 25 pays hors Luxembourg et Malte

Cette même étude indique que 4,9% des entreprises italiennes ont un arriéré avec l'administration publique, atteignant même 16% dans la construction.

Ainsi, les délais de paiement des institutions publiques peuvent se propager au secteur privé (effet « domino »). En 2012, les entreprises du secteur privé ont dû supporter de longs délais de règlement des administrations publiques, historiquement importants en Italie (170 jours), plus qu'en Grèce (159 jours), en Espagne (155 jours) et au Portugal (135 jours). A contrario, les entités publiques françaises payent désormais sous 60 jours, contre 70 en 2008.

L'observation des délais de paiements moyens sur les cinq dernières années de l'ensemble des pays européens ⁽¹⁶⁾ (graphique 16), selon qu'il s'agisse d'un commerce entre entreprises privées (en ordonnée) ou entre entités publiques et privées (en abscisse), montre une corrélation positive entre ces deux variables. De fait, sur l'échantillon étudié, une droite de régression simple permet d'émettre l'hypothèse que les longs délais de paiement du secteur privé peuvent être le résultat de ceux qu'impose le secteur public.

GRAPHIQUE 16 :
Délais de paiement moyen entre 2008 et 2012 par débiteur dans l'Union européenne (jours)



Source : Commission européenne, Intrum Justitia

Un problème davantage structurel que conjoncturel

Conscient de l'impact sur le monde des affaires, le gouvernement italien a entériné un plan d'urgence de remboursement de 40 milliards d'euros par décret du 6 avril 2013, soit environ la moitié des arriérés recensés. Le versement sera équitablement réparti entre 2013 et 2014.

Mais cette bouffée d'oxygène temporaire cache des difficultés structurelles. En effet, l'organisation fédérale des collectivités locales est fondée sur leur autonomie financière qui répond à un système de péréquation du gouvernement central. Ces collectivités sont tenues d'équilibrer leur budget, mais surtout de limiter leur endettement aux seules dépenses d'investissement. Dans les cas extrêmes, pour respecter ce pacte de stabilité interne, les collectivités sont contraintes d'allouer une charge sur le budget de l'exercice suivant ⁽¹⁷⁾. Ainsi, ce fédéralisme fiscal incomplet est susceptible de ralentir les procédures de règlement du secteur public.

Enfin, la transposition nationale de la directive européenne 2011/7/EU, qui s'applique à partir du 1^{er} janvier 2013, fixe une durée limite de paiement à 30 et 60 jours selon exception. Les échanges sont désormais assujettis au règlement d'une indemnité due en cas de retard. Cette directive s'applique aux entreprises privées mais également publiques. Toutefois, la lenteur de l'administration judiciaire pourrait limiter l'impact de cette mesure. Le classement de la Banque mondiale relatif à « l'application du droit commercial ⁽¹⁸⁾ » classe le pays à la 160^{ème} place sur 185 pays. Sans un organe judiciaire efficace, les procédures de poursuite semblent vouées à une interminable attente.

La prépondérance des petites structures d'entreprises accentue le risque de défaillance inhérent aux difficultés de trésorerie. En outre, l'absence de ponctualité dans le règlement des paiements des collectivités locales fragilise le tissu d'entreprises. Ces deux particularités italiennes expliquent en partie les impayés plus élevés en Italie que dans d'autres pays européens

CONCLUSION

Les perspectives de croissance restent défavorables à court terme en Italie, même si nous anticipons une faible reprise d'ici la fin de l'année. Les entreprises continueront de souffrir de ce contexte économique difficile dans les mois à venir. Mais paradoxalement, cette récession profonde a facilité le vote de réformes structurelles ambitieuses qui laissent présager une embellie à moyen terme.

Par exemple, celles visant à libéraliser certains marchés de biens comme le secteur de l'énergie devraient permettre aux entreprises de réaliser des gains de productivité en réduisant les prix de l'électricité qui sont à l'heure actuelle parmi les plus élevés en Europe ⁽¹⁹⁾ et donc par-là même les coûts de production. De la même manière, la réforme du marché du travail de juillet 2012 vise notamment à augmenter le taux de participation au marché du travail, un des freins majeurs à la croissance.

Il est par définition difficile d'évaluer précisément l'effet de ces réformes sur la croissance italienne, d'autant plus qu'il dépend de la bonne mise en œuvre des mesures votées récemment. Or le contexte économique difficile ainsi que la coopération imparfaite entre gouvernement et collectivités locales sont autant de facteurs susceptibles de limiter cet effet. Mais dans le cas où elles seraient complètement mises en œuvre, ces réformes structurelles sur le marché du travail et des biens permettraient d'augmenter le taux de croissance de plus d'un point par an au cours des 5 prochaines années d'après le FMI ⁽²⁰⁾. Elles auraient aussi pour effet d'améliorer la compétitivité / prix du pays (baisse des coûts unitaires du travail de 5%). Mais cette étude a également mis en exergue que la croissance faible n'est pas la seule explication des impayés des entreprises italiennes. Dans ce contexte, la volonté de l'État de rembourser une partie de ses arriérés devrait aussi avoir un effet positif, celui d'améliorer au moins temporairement la santé financière des entreprises.

(16) 25 pays hors Luxembourg et Malte

(17) Mariafrancesca Sicilia et Ilena Steccolini (2013), « Payments : three ways of making italian public administration pay on time », Université de Boconi, Italie

(18) « Enforcing contracts », Doing Business 2013

(19) Ils sont supérieurs de 50% à la moyenne européenne

(20) Fonds monétaire international (2013) : « Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms : The Case of Italy », Document de travail no 13/22, janvier.

MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS RISQUE PAYS

Reclassements, levées de surveillance négative ou mises sous surveillance positive

Pays	Actuelle évaluation pays	Nouvelle évaluation pays
Japon	A1↓	A1
Islande	A4↗	A3
Irlande	A4	A4↗
Philippines	B↗	A4
Equateur*	C	B
Côte d'Ivoire	D	D↗
Pologne	A3↓	A3

Japon : A1

- La dépréciation du yen depuis la fin de 2012, en ligne avec la très forte expansion monétaire, soutient les exportations (en valeur) et améliore les résultats des entreprises nippones installées à l'étranger.
- Le stimulus budgétaire pour une relance par l'investissement public dans les infrastructures.
- La hausse des indices boursiers renforce l'effet de richesse des ménages, ce qui dynamise la consommation.
- Croissance attendue à 1,4%.

Islande : A3

- Baisse progressive de l'inflation (3,3% en avril 2013) depuis le pic de janvier 2012 (6,5%), grâce au resserrement de la politique monétaire.
- La hausse des salaires réels et la stabilisation à niveau faible du taux de chômage soutiennent la consommation des ménages, ce qui compense la décélération des exportations vers les partenaires de l'Union européenne.
- La couronne islandaise devrait demeurer stable grâce au maintien du contrôle des capitaux.
- Croissance attendue à 2,3%.

Irlande : A4↗

- La croissance a été plus vigoureuse que prévu en 2012 (+0,9%). Elle devrait rester positive cette année (+0,9%) et se raffermir en 2014 (+1,8%).
- La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait se réduire, mais celle de la demande interne se renforcer progressivement. Cette dernière reste handicapée par la politique d'austérité et le manque de crédit, mais la dette des ménages a commencé à se résorber, le marché du travail à s'améliorer et les prix de l'immobilier à se stabiliser. Les défaillances d'entreprises restent nombreuses, mais l'investissement s'est redressé.
- L'excédent de la balance courante a bondi pour atteindre 4,8% du PIB en 2012, reflétant non seulement la contraction de la demande interne, mais aussi des gains de compétitivité.
- La confiance des investisseurs s'est raffermie et le pays s'est remis à émettre sur le marché obligataire international.

Philippines : A4

- Les fondamentaux macroéconomiques des Philippines se sont considérablement améliorés ces dernières années.
- Les Philippines enregistrent une croissance de 6,6% en 2012 et 7,8% au premier trimestre 2013, portée par une consommation robuste et les investissements.
- Les transferts des travailleurs expatriés sont une source de revenus fiable soutenant la consommation et le compte-courant.
- L'élection de mi-mandat en mai 2013 a confirmé le président Aquino qui a axé son programme sur l'amélioration de la gouvernance.

Equateur : B

L'environnement institutionnel et la politique macroéconomique se sont améliorés depuis l'arrivée au pouvoir du président Correa en 2007.

- Le paysage politique s'est stabilisé. Les troubles sociaux, tels que les grèves, les blocages d'axes routiers, sont devenus rares. L'équipe au pouvoir jouit d'un fort soutien populaire, encore manifesté lors des dernières élections de février 2013 qui lui ont apporté une forte majorité.
- Cette action est rendue possible par l'augmentation des ressources fiscales grâce à la lutte efficace contre l'évasion fiscale. L'endettement public est descendu à 22% du PIB.
- Les autorités se montrent soucieuses d'attirer les investisseurs étrangers en utilisant la fiscalité, en réduisant ses interventions dans la sphère économique privée, en minimisant le rôle de la commission de la dette (celle qui avait jugé illégitime et renié une partie de la dette souveraine extérieure en 2008).
- Dans ce contexte, les perspectives de développement de la production pétrolière, minérale et électrique sont bonnes.
- L'information financière est de qualité moyenne. La justice (commerciale) est longue et les créanciers doivent disposer des documents adéquats, s'ils veulent que leurs droits soient mieux protégés.

Côte d'Ivoire : D↗

- Le pays a plus que rattrapé le terrain perdu en 2011, affichant une croissance de 9,8% en 2012. Cette dernière devrait atteindre 8% chaque année en 2013 et 2014.
- Des progrès ont été réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles (climat des affaires, secteur de l'énergie, filière cacao).
- Le pays a régularisé sa dette extérieure suite à l'atteinte du point d'achèvement de l'initiative PPTE en juin 2012.
- La situation sécuritaire reste difficile mais les difficultés de la réconciliation et les attaques sporadiques attribuées à des forces pro-Gbagbo ne semblent pas avoir de répercussions notables sur l'économie.

Pologne : A3

- L'économie polonaise ne s'est pas contractée, ni au 4^{ème} trimestre 2012 (+0%), ni au 1^{er} trimestre 2013 (+0.1%).
- Depuis novembre, la Banque centrale polonaise mène une politique expansionniste afin de soutenir la consommation et l'investissement privé.
- La dépréciation contrôlée du zloty en 2013 renforce la compétitivité polonaise.

* y compris l'évaluation du climat des affaires

Déclassements, levées de surveillance positive ou mises sous surveillance négative

Pays	Actuelle évaluation pays	Nouvelle évaluation pays
Afrique du Sud	A3⬇️	A4
République tchèque	A3⬇️	A4
Slovénie	A3⬇️	A4
Tunisie	A4⬇️	B

Afrique du Sud : A4

- Ralentissement de l'activité (2,5% en 2013) dans un contexte de faiblesse de la demande extérieure (UE).
- Tensions sociales (grèves, négociations salariales en cours dans les secteurs des mines et de l'automobile).
- Augmentation des salaires accroissant les coûts et réduisant la compétitivité des entreprises.
- Faible marge de manœuvre pour la maîtrise des finances publiques.
- Dépréciation du rand (au plus bas depuis 4 ans).

République tchèque : A4

- Contraction de l'activité pour le 6^e trimestre consécutif au 1^{er} trimestre 2013 (-1,1% en glissement trimestriel).

- Economie très ouverte (les exports représentent 73% du PIB) qui continue à pâtir de la contraction (-0,6%) de la zone euro en 2013.

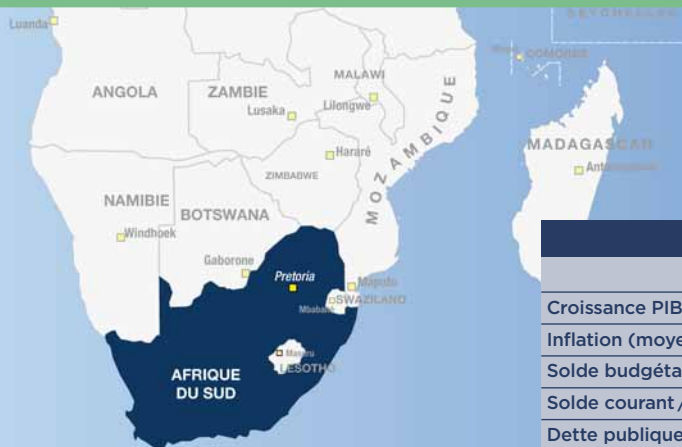
- Chômage structurel en hausse (le chômage de longue durée atteint 37% des personnes sans emplois, contre 23% à fin 2009).

Slovénie : A4

- Contraction de l'activité pour le 7^e trimestre consécutif au 1^{er} trimestre 2013 (-0,7% en glissement trimestriel).
- Système bancaire déficient et les créances douteuses représentent 20% des prêts.
- Les entreprises sont très endettées (85% du PIB).
- Pays très exposé à la zone euro et l'Europe du Sud, qui seront en contraction en 2013.
- Baisse des dépenses publiques, qui pèsent sur l'activité à court terme.

Tunisie : B

- Tensions socio-politiques accrues, avec de nombreux défis économiques et sociaux à relever.
- Tassement de la croissance économique attendu en 2013.
- Maintien d'importants déficits des comptes public et extérieur.
- Fragilités du secteur bancaire et de l'environnement des affaires.
- Hausse des incidents de paiement et allongement des délais de recouvrement des créances.



Pays

A4

Environnement des affaires

A3

Cotation moven terme

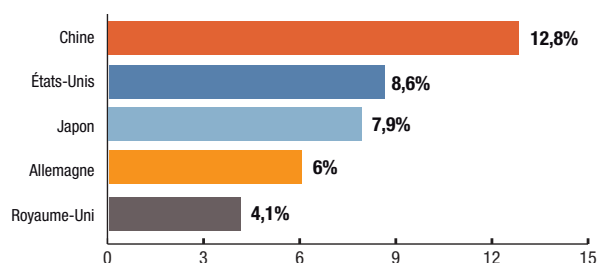
RISQUE
ASSEZ FAIBLE

Principaux indicateurs économiques				
	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	2,9	3,1	2,5	2,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	4,3	5	5,6	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,8	-4,6	-5,2	-5,5
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-3,3	-6,2	-6,4
Dette publique / PIB (%)	35,3	38,8	41,2	43,3

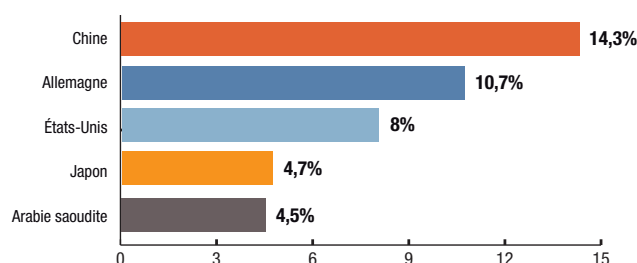
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Ralentissement confirmé en 2012 sans reprise attendue en 2013

L'économie sud-africaine a nettement ralenti en 2012. Les données du premier trimestre 2013 éloignent les perspectives de reprise, même modeste, de l'activité. Le secteur minier et extractif (diamants et manganèse) ainsi les services progressent en début d'année mais la production manufacturière enregistre un net repli (-8% en variation trimestrielle). Cette tendance devrait se poursuivre compte tenu des prévisions d'évolution des économies européennes, principales destinations des exportations sud africaines (22% du total) mais aussi du manque de dynamisme de la demande interne. Principal moteur de la croissance (66% du PIB), la consommation sera contrainte par l'endettement des ménages (76% du revenu disponible), l'inflation et la dégradation du marché du travail (25% de chômage). Les grèves pourraient à nouveau affecter le secteur industriel qui pâtera en outre de la hausse des coûts (salaires, énergie et intrants importés). Les compagnies publiques TRANSNET (transports) et ESKOM (électricité) poursuivront leurs efforts d'investissement dans le cadre des programmes gouvernementaux d'amélioration des infrastructures. En revanche, les investissements privés risquent d'être reportés.

Les cours élevés des biens alimentaires et de l'énergie (pétrole et électricité) entretiennent les tensions inflationnistes, accentuées par la dépréciation du rand. La faiblesse de la demande devrait toutefois permettre de maintenir l'inflation dans la zone « cible » de la banque centrale (3% à 6%).

L'aggravation des déficits budgétaire et courant sera difficile à éviter

En 2012, l'impact négatif du ralentissement économique sur les revenus a contribué à creuser le déficit budgétaire. La consolidation des finances publiques annoncée pour l'année fiscale 2013/14 risque d'être difficile à réaliser. La période préélectorale (présidentielle en 2014) et les engagements d'investissements publics du *National Development Plan* maintiendront les dépenses

à un niveau élevé. La hausse de certaines taxes limitera l'impact de l'atonie de la croissance sur les recettes mais devrait être insuffisante pour éviter une nouvelle dégradation du déficit. Si l'endettement public demeure maîtrisé, la rapidité de son évolution, en partie liée à l'endettement des entreprises publiques, doit être surveillée. Le déficit courant s'est creusé en 2012 et les conditions ne seront pas propices à une amélioration en 2013. Le ralentissement de la demande interne devrait limiter la hausse des importations, mais les exportations risquent de souffrir de la faiblesse de la demande européenne, qui pourrait se répercuter sur les marchés d'Asie et d'Afrique, également partenaires de l'Afrique du Sud. Les recettes touristiques et la baisse des rapatriements de dividendes, désormais soumis à une taxe, compenseront partiellement le paiement de services aux sociétés étrangères et les rétrocessions de droits de douane aux membres de l'Union douanière (SACU). Les investissements de portefeuille, stimulés en 2012 par l'inclusion de l'Afrique du Sud dans l'Indice *World Global Bond Index* de la City Bank, sont attirés par le différentiel de taux avec les pays avancés. Mais ces capitaux sont volatils et leurs entrées pourraient être ralenties par les incertitudes sur l'évolution économique, sociale et politique du pays, qui exercent déjà une pression sur le rand. La monnaie sud-africaine a ainsi atteint début 2013 son niveau le plus bas en quatre ans. Malgré la hausse rapide de l'endettement extérieur (36% du PIB en 2012 contre 28% en 2011), la capacité du pays à honorer ses échéances n'est pas, à ce stade, mise en doute.

La capitalisation des banques est satisfaisante mais la qualité des actifs pourrait souffrir du ralentissement de l'activité alors que les crédits aux ménages, déjà fortement endettés, continuent à augmenter.

Accentuation des tensions sociales

L'élection de J. Zuma en 2009 et les promesses de la coalition au pouvoir (ANC, Parti communiste et syndicats) ont suscité des espoirs. La persistance d'un niveau élevé de chômage et des inégalités, les résultats mitigés du BEE (Black Economic Empowerment) destiné à favoriser l'accès au pouvoir économique des populations historiquement défavorisées, suscitent déceptions et rancœurs. L'année 2012 a été marquée par les événements à la mine Marikana, où de violents

affrontements ont opposé des mineurs grévistes à la police, déclenchant une série de mouvements qui ont affecté l'économie du pays et fragilisé la coalition au pouvoir. De nouvelles grèves ont éclaté dans le cadre des négociations salariales du secteur minier début 2013, avec un risque de contagion à d'autres secteurs. J. Zuma a été réélu fin 2012 à la présidence de l'ANC dont le nouveau vice-président, Cyril Ramaphosa pourrait renforcer la confiance des milieux d'affaires. Les tensions risquent toutefois de s'intensifier avec la perspective de l'élection présidentielle de 2014.

L'Afrique du sud dispose d'un système juridique bien développé. Mais l'inefficacité de l'administration, le manque de qualification de la main-d'œuvre, la criminalité et la corruption handicapent l'environnement des affaires.

Points forts

- Richesses en ressources naturelles (or, platine, charbon, chrome...)
- Secteur des services (financiers notamment) bien développé
- Maîtrise des dépenses publiques
- Environnement législatif protecteur pour les investisseurs

Points faibles

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



Pays

A3

Environnement des affaires

B

Cotation moyen terme

RISQUE FAIBLE

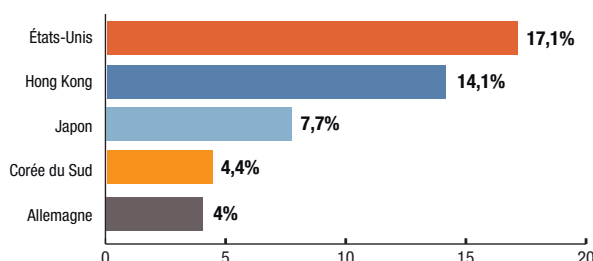
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012	2013 (p)
Croissance PIB (%)	10,4	9,2	7,8	8,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,3	5,4	2,6	2,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,7	-1,2	-1,7	-2,0
Solde courant / PIB (%)	4,0	2,8	2,3	2,5
Dette publique / PIB (%)	33,5	25,5	22,8	21,3

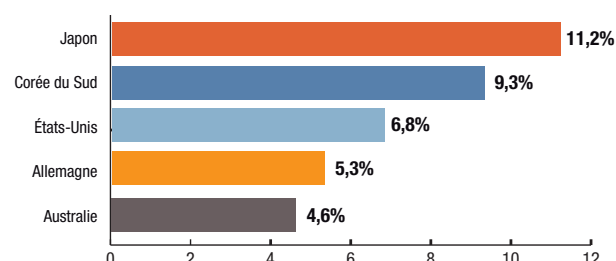
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

La croissance se stabilise en 2013

Après avoir poursuivi son ralentissement jusqu'au 3^{ème} trimestre 2012, l'activité a rebondi au 4^{ème} trimestre. Pour autant, la croissance s'établit à seulement 7,8% en 2012 et à 7,7% au premier trimestre 2013. Alors que la performance du quatrième trimestre 2012 et les mesures visant à stimuler la croissance laissaient augurer un rebond marqué de la croissance, les principaux indicateurs d'activité concernant les quatre premiers mois 2013 affichent des résultats inférieurs aux attentes. Le niveau de la croissance de la production manufacturière correspond à celui observé au pire moment de la crise de Lehman Brothers en raison d'un processus de déstockage en cours dans l'industrie. Ces surcapacités se traduisent aussi par une baisse des prix à la production. Le volume des importations de matières premières a baissé depuis le début de l'année, confirmant le tassement de la demande émanant du secteur industriel.

La consommation des ménages continue de croître à un rythme modéré. On observe une décélération de la progression des revenus accompagnée d'une hausse du taux d'épargne. Les mesures de relance mises en place par le gouvernement n'ont donc pas eu tous les effets escomptés. De la même manière, la croissance toujours forte du crédit n'a pas eu d'effet majeur sur l'activité. Les autorités chinoises n'envisagent pas pour l'instant la mise en place de mesures complémentaires. Les prix immobiliers continuent d'augmenter et la demande reste importante. Depuis le début de l'année 2013, les secteurs liés à la construction et aux infrastructures ont repris une croissance vigoureuse et devraient donc contribuer positivement à la croissance cette année. Néanmoins, l'industrie manufacturière et les services marquent le pas. Les exportations chinoises deviennent moins compétitives (appréciation du yuan et augmentation des coûts de production) et l'euro reste en récession. Une réforme du modèle économique chinois est donc nécessaire, les investissements doivent être plus raisonnés afin de limiter les surcapacités et la croissance de la consommation privée – comme annoncé par les autorités – doit progresser afin de devenir le moteur de la croissance.

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

Les PME ont fait face à plusieurs chocs en 2012, notamment des pressions salariales importantes et des problèmes d'accès au financement. En effet, elles font de plus en plus appel au système informel de crédit qui applique des taux usuraires. Dans un contexte de demande externe atone, ces PME – qui représentent 68% des exportations – pourraient rapidement se retrouver en difficulté.

Malgré les résultats encourageants des tests de résistance sur les plus grandes banques commerciales, le secteur bancaire pourrait être affecté à moyen terme par les difficultés du secteur immobilier et des collectivités locales dont la dette est estimée à 27% du PIB. Le risque de défaut en chaîne devrait être évité grâce à l'intervention de l'État qui a mis en place les conditions d'un refinancement de cette dette en 2012. Cependant, ceci n'exclut pas des défauts ponctuels de collectivités locales ou de banques de second rang. L'État, souhaitant éviter le risque d'aléa moral, pourrait être tenté de faire quelques exemples isolés. Par ailleurs, on constate un développement rapide du « shadow banking ». En effet, le taux de dépôt étant très faible, les épargnants se tournent vers des produits structurés très opaques. Fin 2012, Huaxia Bank a été dans l'impossibilité d'honorer les paiements sur un produit arrivé à maturité.

Lacunes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, la transition se fait sous le signe de la continuité : Xi Jinping et Li Keqiang, respectivement Président et Premier ministre depuis mars 2013, s'inscrivent dans la lignée de leurs prédécesseurs. Ils doivent tenir compte des tensions sociales qui demeurent vives en raison notamment des confiscations récurrentes de terrains agricoles au profit de promoteurs immobiliers et des inégalités entre les campagnes et les villes. Leurs premiers mois au pouvoir laissent penser qu'ils souhaitent mettre la réduction des inégalités et le développement de la croissance des ménages au cœur de la politique du gouvernement. Par ailleurs, les relations entre la Chine et le Japon se sont détériorées depuis septembre 2012 après la décision de rachat par le gouvernement japonais des îles Senkaku-Diaoyutai à leur propriétaire privé. Ces tensions concernant la souveraineté d'archipels en mer

de Chine ne sont pas isolées, comme en témoignent les conflits récurrents concernant les îles Paracels et Spratleys entre la Chine, le Vietnam, l'Indonésie et les Philippines. En dépit de cette montée des tensions, un conflit armé dans la région demeure, à ce stade, peu probable.

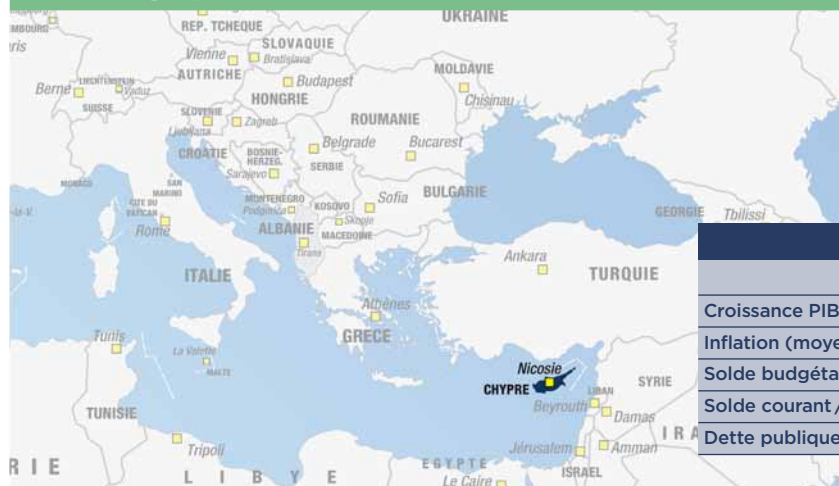
Enfin, des lacunes majeures de gouvernance persistent notamment en termes d'accès aux bilans des entreprises. Le durcissement récent des conditions d'obtention d'informations financières sur les entreprises constitue une préoccupation centrale.

Points forts

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

Points faibles

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



Pays

C

Environnement des affaires

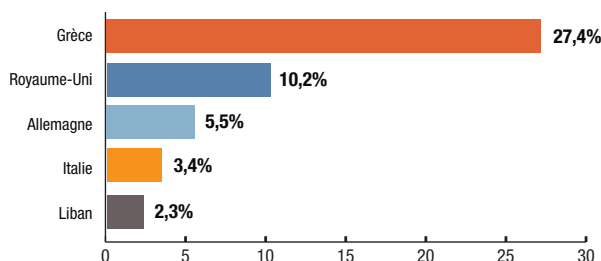
A3

Principaux indicateurs économiques				
	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	1,1	0,5	-2,4	-7,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,6	3,5	3,1	1,4
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,3	-6,3	-4,8	-6,1
Solde courant / PIB (%)	-9,9	-10,4	-7,9	-1,3
Dette publique / PIB (%)	61,5	71,6	87,3	148,0

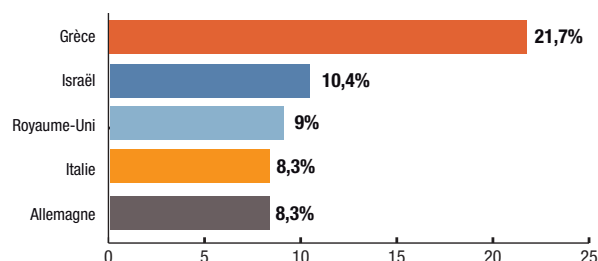
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

La demande intérieure contrainte par les conditionnalités du plan d'aide au pays

Le 25 mars 2013, Chypre et la Troïka (BCE, FMI et Commission Européenne) se sont entendus sur un plan d'aide de 10 Mds€ qui devra commencer à être remboursé dans 10 ans et sur une période de 12 ans, à un taux de 2,5%. Un premier versement de 2 Mds€ a été effectué en mai 2013. Cet accord est notamment conditionné à la restructuration du système bancaire, à un relèvement du taux d'imposition sur les sociétés (de 10% à 12,5%) et à la privatisation d'actifs publics. Le modèle de croissance chypriote, qui repose sur les services financiers (30% du PIB), est donc à réinventer. Dans ce contexte, la croissance chypriote devrait être proche de -7,5% en 2013. Au total, le PIB pourrait diminuer de 20 à 25% en volume d'ici 5 ans. En conséquence, le taux de chômage qui a dépassé la moyenne de la zone euro en 2012 pour atteindre plus de 12% de la population active, pourrait avoisiner les 20%. Le nombre de demandeurs d'emploi a ainsi triplé depuis 2009 (et doublé en 2012 pour les demandeurs de longue durée). La réduction des salaires dans la fonction publique (allant de 6,5% à 15,5%) et un endettement toujours élevé des ménages continueront de pénaliser la consommation qui restera largement déprimée en 2013. Les salaires des fonctionnaires vont en effet de nouveau baisser (de 0,8% à 2%). De même, l'investissement privé restera contraint par le désendettement des entreprises, par la hausse de l'impôt sur les sociétés et par la forte baisse de l'offre de crédit consécutive à la restructuration du secteur bancaire. En outre, suite au dégonflement de la bulle immobilière, le secteur de la construction demeurera atone. Enfin, les efforts budgétaires, assujettis à l'aide de la troïka viendront limiter l'investissement public.

Des finances publiques à assainir

Le système bancaire a été largement fragilisé suite à la crise grecque. En effet, du fait de liens, culturels et économiques, étroits avec la Grèce, les banques chypriotes ont été brutalement frappées, non seulement par la crise économique hellénique en tant que telle mais aussi et surtout par la décade infligée aux obligations d'États grecques pour ramener l'endettement à un niveau soutenable. Les banques chypriotes ont perdu environ 4,5 Mds€ (25% du PIB) dans l'opération. En mars 2013, en conséquence du plan d'aide accordé à Chypre, la seconde banque du pays, qui était approvisionnée depuis début 2013 en liquidités d'urgence, a été mise en faillite. Elle a été scindée en une structure de défaisance (« bad bank ») amenée à disparaître et une banque propre (« good bank ») où ont été regroupés les dépôts inférieurs à 100 000 €. Les actionnaires détenteurs d'obligations et les déposants non assurés au-delà de 100 000 € ont subi des pertes importantes, dans le cadre de la liquidation de la banque. La première banque du pays, Bank of Cyprus a repris les dépôts garantis par la Laïki Bank, mais également ses dettes vis-à-vis de la BCE estimées à 9 Mds€. Les dépôts supérieurs à 100 000 € seront taxés à hauteur de 37,5% au minimum, les déposants recevant en échange des titres de la banque.

Le prêt octroyé par la Troïka ainsi que les perspectives de récession plaident pour une augmentation de la dette publique à près de 150% du PIB cette année (87% en 2012). Afin de diminuer le stock de dette, Chypre devra faire de nombreux efforts d'ajustements budgétaires. En effet, l'île et la Troïka se sont données jusqu'à 2018 pour dégager un excédent primaire (hors service de la dette) de 4%. Toutefois, le gouvernement ne parviendra pas à respecter en 2013 le seuil de 3% de déficit établi par les critères de Maastricht compte tenu de la baisse des recettes fiscales liée au ralentissement de l'activité.

Enfin, le déficit courant devrait se contracter compte tenu de la baisse des importations consécutive au recul de la demande. Mais, le solde courant restera déficitaire, grevé par les importations d'électricité et de carburant. Son financement est assuré principalement par des capitaux de court terme, en provenance majoritairement de Russie et des pays du Golfe, qui devraient toutefois s'avérer stables.

Un immense défi à relever pour le nouveau président

Le candidat pro-européen, Nicos Anastasiades a été élu à la présidence de Chypre en février 2013. Compte tenu des mesures prises par le Président afin de satisfaire aux exigences de la Troïka, de violentes manifestations sur fond de crise de confiance dans les institutions dirigeantes sont à craindre. Les récentes taxes sur les dépôts et les contrôles de capitaux mis en place pourraient altérer les relations du pays avec la Russie. En effet, les deux principales banques chypriotes concentraient une très large partie des dépôts russes. Les Russes devraient ainsi perdre avec cette taxe jusqu'à 8 Mds€ selon le taux appliqué. Concernant les négociations en vue de la réunification de l'île, malgré les efforts réalisés jusqu'à présent, il reste beaucoup à faire pour apaiser les divergences. En particulier, la Turquie exerce toujours son veto à l'entrée de Chypre dans l'OCDE et interdit l'accès aux ports et aéroports turcs de tous appareils ayant transité par l'île. Alors que les premiers sondages chypriotes sont annoncés pour l'été 2013, les potentielles réserves de gaz naturel off shore enveniment le conflit, la Turquie ayant confirmé son désaccord.

Points forts

- Environnement des affaires attractif
- Relations bilatérales avec la Russie
- Potentiel touristique significatif

Points faibles

- Niveau d'endettement public critique
- Dette privée élevée
- Secteur bancaire démesuré et en pleine reconstruction
- Incertitudes sur les perspectives de réunification de l'île



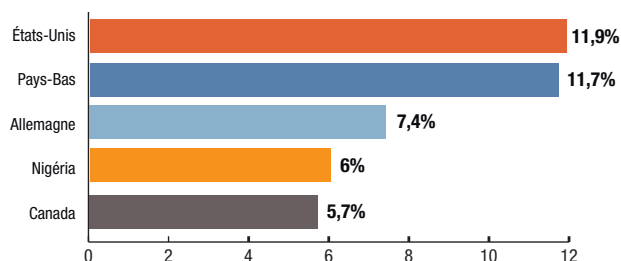
Pays	D
Environnement des affaires	C
Cotation moyen terme	RISQUE TRÈS ÉLEVÉ

Principaux indicateurs économiques				
	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	2,4	-4,7	9,8	8,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	1,4	4,9	1,3	3,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,3	-5,7	-3,4	-3,2
Solde courant / PIB (%)	2,5	12,9	-1,3	-2,9
Dette publique / PIB (%)	66,4	71,2	45,6	43,2

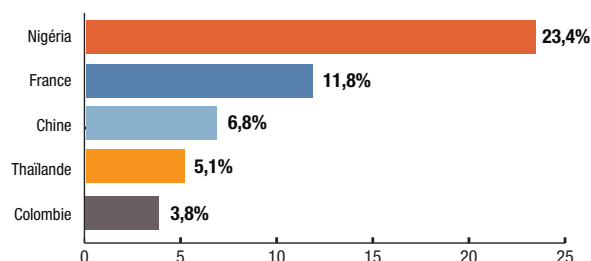
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Un dynamisme économique plus fort que prévu

La reprise de l'activité économique a été plus vigoureuse que prévu en 2012 après la récession de 2011 liée à une douloureuse crise postélectorale (décembre 2010 - avril 2011). Dans un contexte de normalisation de la situation politique, la croissance a été soutenue par les investissements publics et la reprise de la demande intérieure. De grands chantiers d'infrastructure ont été engagés portant sur la rénovation des universités, la reprise de la construction d'un pont et d'une autoroute, la réhabilitation et la construction de salles de classe et de centres de santé. Le secteur privé n'a pas été en reste à travers la construction d'un autre pont, dans la capitale, et le développement de centrales thermiques. L'expansion devrait se poursuivre en 2013 à un rythme soutenu grâce à la hausse des investissements publics et privés à laquelle devrait contribuer l'amélioration de l'environnement des affaires, l'aide de bailleurs de fonds, le retour de la confiance des investisseurs et la promotion des partenariats public-privé. On prévoit également un regain de consommation dans les zones rurales, lié notamment à une hausse des revenus des producteurs dans le cadre de la réforme de la filière cacao.

La reprise s'accompagne d'une flambée des importations, ce qui a entraîné la réapparition d'un déficit courant, après plusieurs années d'excédents. Toutefois, les prêts officiels et les investissements directs étrangers ont repris et les fuites de capitaux se sont résorbées.

De nombreuses réformes sont encore en projet, les priorités étant la refonte de la TVA, la poursuite de l'amélioration du climat des affaires, l'adoption d'un code de l'électricité et l'élaboration d'une stratégie à moyen terme de la masse salariale. Le décollage économique dépendra, à plus long terme, des efforts d'investissement déployés dans l'éducation et la formation, de la diminution des inégalités sociales et des progrès réalisés en matière de gouvernance.

Les comptes publics se sont améliorés et le pays a régularisé sa dette extérieure

Les résultats budgétaires se sont améliorés du fait de la relance de l'activité, de l'évolution favorable du cours du cacao et de la réorganisation des services fiscaux, bien que les dépenses salariales aient fortement augmenté et que la restructuration du secteur public ait pris du retard. La Côte d'Ivoire a atteint, en juin 2012, le point d'achèvement de l'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés, ouvrant la voie à un allègement de la dette bilatérale et multilatérale supplémentaire. Le pays a également normalisé ses relations avec les créanciers privés, ayant repris le paiement des coupons de son euro-obligation de 2010. Le profil de la dette publique reste toutefois encore vulnérable aux chocs externes (croissance, conditions d'emprunts).

La situation politique s'est normalisée mais le contexte sécuritaire reste difficile

Il n'y a guère eu de progrès en matière de réconciliation nationale depuis la fin de la crise post électorale. En décembre 2011 se sont tenues des élections législatives, les premières depuis plus d'une décennie, dont le parti du président Ouattara est sorti renforcé. Cependant, l'ancien parti au pouvoir les a boycottées. Il en a été de même pour les élections municipales et régionales d'avril 2013, remportées par des candidats indépendants et, au sein de la coalition, le parti du président. La formation de Laurent Gbagbo est, de toute façon, très affaiblie depuis le transfert de ce dernier à la Cour pénale internationale de la Haye et ne semble pas en état de concurrencer le gouvernement. Par ailleurs, la situation sécuritaire s'est quelque peu dégradée depuis août 2012, avec une série d'attentats, attribués à des forces pro-Gbagbo, contre l'armée, la police et une centrale électrique. Les violences n'ont pas cessé en début d'année 2013, avec de nouveaux raids contre des municipalités proches de la frontière avec le Libéria.

Points forts

- Richesses agricoles, dont le cacao, et diversification dans les hydrocarbures et les minerais
- Industrie de transformation et infrastructures portuaires et routières en voie de modernisation
- Obtention, en juin 2012, d'une annulation de dette supplémentaire dans le cadre des initiatives PPTE et IADM

Points faibles

- Contexte sécuritaire fragile en dépit de la normalisation de la situation politique
- Economie dépendante de l'évolution des cours du cacao et du pétrole
- Faiblesse de l'investissement et de la gouvernance



Pays **B**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme **RISQUE ÉLEVÉ**

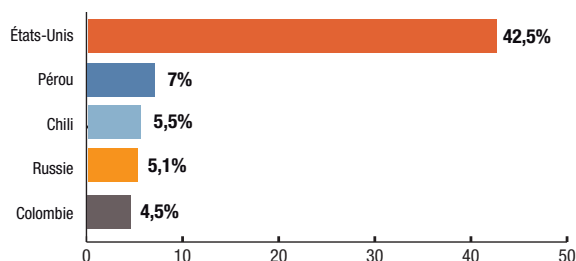
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	3,3	7,4	4,8	3,7
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,6	5,4	5,1	4,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,6	-1,0	-2,5	-2,0
Solde courant / PIB (%)	-2,6	-0,2	-0,5	-1,5
Dette publique / PIB (%)	20,0	19,0	22,0	23,0

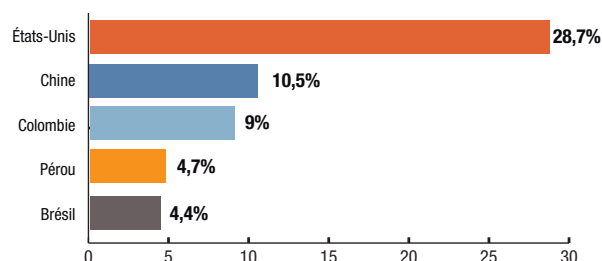
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Une activité moins soutenue par la dépense publique

L'activité ralentira en 2013, mais moins qu'en 2012. Le tassement des prix du pétrole entrainera une décélération des recettes publiques. Aussi, afin de ne pas dégrader les finances publiques, et l'épisode électoral terminé, les autorités réduiront la dépense publique. La part de la consommation et de l'investissement publics dans l'économie restera néanmoins majeure. L'augmentation attendue de l'investissement privé devrait partiellement compenser. Par ailleurs, les autorités maintiendront leur politique de modération de la consommation des ménages afin de réduire la pression des importations résultant de l'incapacité de l'industrie locale à répondre à la demande. La loi de 2012 visant à mieux contrôler le crédit, notamment dans l'immobilier et l'automobile, et le poids majeur du secteur public bancaire, les y aideront. Malgré la reprise des transferts des émigrés aux États-Unis, le déficit courant devrait se creuser en raison des importations supplémentaires de produits raffinés causés par l'arrêt pour maintenance de la principale raffinerie.

Des comptes publics dépendants du pétrole

Les recettes pétrolières constituent une large part des ressources publiques (45%). Cependant, le budget est régulièrement déficitaire, empêchant la constitution d'un fonds de réserves utilisables en cas de chute des cours. Une diversification des ressources est recherchée via le développement des ressources minières dont le pays est bien pourvu. Malgré des progrès, les recettes publiques traditionnelles restent limitées du fait d'une évasion fiscale liée à la place significative de l'économie informelle. La dette, en légère progression, reste à un faible niveau. Sa part extérieure est détenue en très grande partie par la Chine et des organisations multilatérales régionales. La part détenue par le secteur privé s'est effondrée en 2008 suite au défaut volontaire de l'Équateur qui ne reconnaissait pas sa légitimité.

Prudence des investisseurs étrangers

Le solde courant est faiblement déséquilibré. Les importations excèdent légèrement les exportations constituées, pour une moitié, par du pétrole, et pour

l'autre, par la banane, la crevette, les fleurs et le cacao. Les destinations principales sont les États-Unis et les pays de la région. Les importations sont portées par la consommation et l'investissement dans les infrastructures, le pétrole et la mine. Elles résistent à l'augmentation des droits de douane et à la réduction de quotas intervenues en 2012 ce qui laisse présager un durcissement. Au niveau des services, les coûts du fret (assurance, transport) liés aux échanges et les services pétroliers payés à des compagnies étrangères excèdent de beaucoup les recettes touristiques. Par contre, au niveau du compte financier, les sommes envoyées par les Équatoriens émigrés aux États-Unis, en Espagne et en Italie dépassent largement le rapatriement de dividendes par les compagnies étrangères. Depuis le défaut de 2008 et le coût dissuasif de l'accès au marché privé qui en résulte, le déficit extérieur est financé en grande partie par la Chine, le solde par des organismes multilatéraux régionaux. Les prêts chinois sont gagés sur les recettes pétrolières et la production d'électricité futures qu'ils contribuent à développer. Les investisseurs étrangers restent prudents, malgré les progrès en matière de gouvernance et l'adoption imminente de dispositions législatives plus favorables en matière d'exploitation des ressources pétrolières et minières. La corruption, l'avantage souvent donné aux sociétés nationales dans l'octroi des marchés, le contrôle des prix plus ou moins compensé par des subventions, la difficulté à faire reconnaître le bien-fondé de sa créance devant les tribunaux, le risque d'expropriation et de revirement législatif demeurent. Les autorités sont pourtant à la recherche d'investissements pour développer les ressources minières, relancer la production pétrolière qui stagne et diversifier sa production électrique avec les barrages et l'éolien. Les secteurs agricole et manufacturier resteront peu prisés en raison du manque de compétitivité découlant de la rigidité du marché du travail et de l'appréciation du taux de change résultant des pressions inflationnistes et de la dollarisation de l'économie.

Des progrès sociaux conditionnés par la ressource pétrolière

Le président Rafael Correa a remporté l'élection présidentielle de février 2013 avec 57% des voix et son parti Alianza País près des ¾ des sièges au Congrès face à une opposition divisée. Les ressources pétrolières ont permis de développer les programmes sociaux et

d'augmenter les subventions. Cependant, les communautés indigènes critiquent l'insuffisance des progrès en matière sociale et le manque de concertation dans le développement des ressources pétrolières et minières. La presse d'opposition se plaint des dérives autoritaires. La dollarisation de l'économie adoptée en 2000 semble bien ancrée. Elle permet de minorer le risque de non transfert en supprimant le risque de non convertibilité, mais elle ne le supprime pas. Des difficultés de financement, liées à une chute des prix du pétrole ou à l'arrêt des financements extérieurs, seraient toutefois susceptibles de la remettre en cause.

Points forts

- Importantes ressources minières (cuivre, or, argent et molybdène), pétrolières, gazières
- Prochaine autosuffisance énergétique grâce à l'hydroélectricité
- Potentiel touristique (flore, faune, paysages, patrimoine)
- Diversité climatique permettant de nombreuses cultures : cacao, café, bananes (1er exportateur)
- Richesses marines : 1^{er} exportateur de crevettes
- Faible endettement public et externe
- Dollarisation de l'économie

Points faibles

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

Pays **A4**

Environnement des affaires **A1**



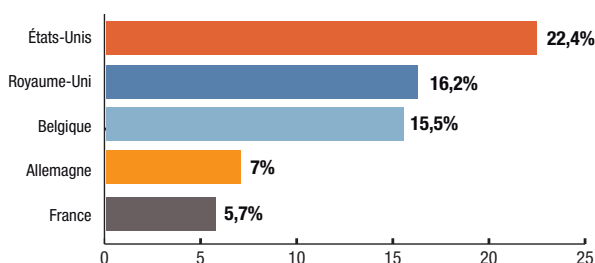
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	-0,8	1,4	0,9	0,9
Inflation (moyenne annuelle, %)	-1,6	1,2	1,9	1,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-30,8	-13,4	-7,6	-7,6
Solde courant / PIB (%)	1,1	1,1	4,8	3,7
Dette publique / PIB (%)	92,1	106,4	117,6	124,0

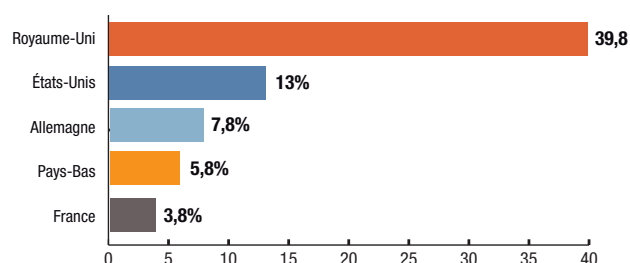
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Un commerce extérieur modérément porteur

Economie très ouverte - les exportations de biens et services dépassent légèrement le PIB - l'Irlande a vu sa croissance ralentir en 2012 sous l'effet de la crise européenne. Moins fortement que prévu cependant, du fait du ralentissement de la baisse de la demande interne. La croissance devrait rester proche de 1% en 2013. Le commerce extérieur continuera à contribuer positivement à l'activité. De nombreux secteurs ont engrangé des gains de productivité qui soutiennent leurs performances à l'exportation. La chimie, l'informatique et les équipements de télécoms devraient donc afficher des résultats satisfaisants. En revanche, l'arrivée à expiration de certains brevets devrait freiner les ventes de produits pharmaceutiques. Le secteur agroalimentaire constitue pour sa part un segment clé mais les marges se réduisent et des faillites survenues en 2012 témoignent de la fragilité de ses entreprises. La moitié des exportations irlandaises sont constituées de services, notamment informatiques et aux entreprises, qui croissent, à l'heure actuelle, plus rapidement que les exportations de marchandises. Les États-Unis, toujours en croissance en 2013, ont fait de l'Irlande leur porte d'entrée vers l'UE et absorbent 20% des ventes à l'étranger. Néanmoins, en dépit des nombreux atouts des exportations irlandaises, il reste que plus de 70% des ventes de services sont absorbées par l'Union européenne dont 22% pour le seul Royaume-Uni. Ainsi, la faiblesse de l'activité en Europe de l'Ouest constituera une contrainte importante au rebond attendu.

L'austérité budgétaire et le manque de crédit pèsent sur la demande interne

Les secteurs tournés vers la demande interne continueront à subir les contrecoups d'une crise d'une ampleur exceptionnelle. Les consommations privées et publiques continueront à se contracter mais à un moindre rythme qu'en 2012. Si la politique d'austérité et le manque de crédit pèsent sur la demande intérieure, l'endettement des ménages, même s'il reste considérable (195% du revenu disponible fin 2012),

a commencé à se résorber, les prix de l'immobilier se sont stabilisés et le marché du travail s'est amélioré (taux de chômage ramené à 13,7% au 1^{er} trimestre 2013). Mais pour l'heure, la construction et la distribution, marquée par plusieurs faillites en 2012, continuent à afficher un risque de crédit élevé. L'investissement s'est redressé en 2012 essentiellement en raison d'investissements dans les aéronefs mais, s'agissant de ses autres composantes, il semble avoir également touché le fond.

La lumière au bout du tunnel ?

L'Irlande poursuit sa convalescence sous assistance de l'UE et du FMI depuis novembre 2010. Le désengagement nécessaire des banques pèse sur l'économie réelle via la pénurie de financement pour les acteurs privés nationaux. La crise bancaire a en outre pesé très lourdement sur la dette publique qui continuera à augmenter en 2013. Le sauvetage des banques par l'État a été particulièrement généreux. En témoignent les garanties publiques massives des passifs bancaires. En tout état de cause, la conditionnalité dans le cadre de l'accord FMI-UE se déroule sans anicroche. L'accord se termine fin 2013 et l'Irlande devrait, à cette date, se financer à long terme de manière complètement autonome sur les marchés. Profitant de la forte baisse des taux d'intérêt des obligations souveraines permise par le respect de l'accord FMI, les annonces faites par les responsables européens durant l'été 2012 et plus récemment, l'accord de restructuration de la dette de la banque IBRC, le pays s'est déjà remis, progressivement, à émettre sur les marchés.

Points forts

- Economie flexible
- Environnement des affaires favorable aux entreprises, fiscalité avantageuse
- Présence de compagnies multinationales
- Spécialisation dans des secteurs à forte valeur ajoutée (dont pharmacie, services informatiques)

Points faibles

- Dépendance à l'égard de la conjoncture européenne
- Surendettement des ménages
- Secteur bancaire sinistré
- Finances publiques sérieusement dégradées

Pays **A1**

A1

Environnement des affaires

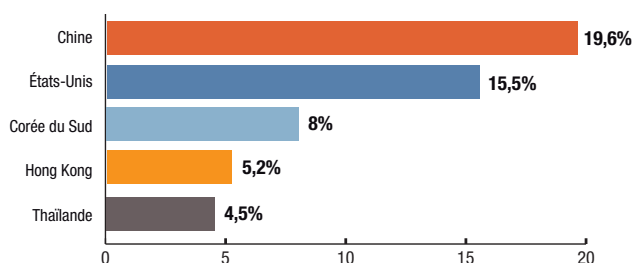
A1

Principaux indicateurs économiques				
	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	4,5	-0,7	2,0	1,4
Inflation (moyenne annuelle, %)	-0,7	-0,3	0,0	0,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,4	-9,3	-9,9	-9,0
Solde courant / PIB (%)	3,7	2,0	0,9	0,7
Dettes publiques / PIB (%)	192,7	205,3	219,8	232,0

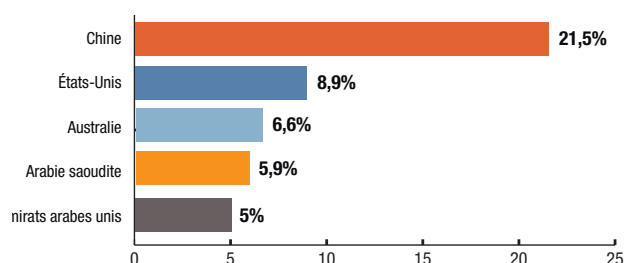
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Fort impact de la politique monétaire expansionniste sur l'économie

Pour lutter contre la déflation et l'appréciation du yen, le Premier ministre Shinzo Abe a pris des mesures dès son arrivée au pouvoir à la fin de 2012. La politique monétaire expansionniste mise en place par la Bank of Japan (BoJ) a provoqué une dépréciation spectaculaire de la devise nipponne et poussé les prix des actions très significativement à la hausse, confortant les effets de richesse des ménages. Ces derniers ont en conséquence accéléré leurs dépenses au premier trimestre de 2013. L'investissement, en revanche demeure atone. La consommation privée devrait ralentir sur les prochains mois et s'accélérer à nouveau vers la fin de l'année, les Japonais anticipant un relèvement de la taxe à la consommation de 5% à 10% en 2014 et 2015. Le stimulus budgétaire pour une relance par l'investissement public dans les infrastructures devrait également soutenir l'activité. L'investissement privé ne devrait pas, quant à lui, connaître un essor significatif. Dans ce contexte les pressions déflationnistes pourraient s'atténuer et le taux revenir en territoire positif. Cette tendance sera confortée par la hausse des prix de l'énergie importée en substitution de celle fournie par les 52 centrales nucléaires toujours fermées à fin 2012 qui assuraient 30% de la fourniture d'électricité. La politique du gouvernement Abe est porteuse néanmoins de risques à moyen terme : un risque de dégradation des finances publiques dans le cas d'une hausse des anticipations d'inflation qui aurait pour effet une augmentation des taux d'intérêt à long terme ainsi qu'une incidence négative sur la situation financière des banques qui détiennent un volume important de dette publique.

Les exportations s'accélèrent

La dépréciation du yen depuis fin 2012 (22% par rapport au dollar entre novembre 2012 et juin 2013) a redynamisé les exportations et a permis d'améliorer les résultats financiers des grandes entreprises internationales. Néanmoins, cette dépréciation et ses effets bénéfiques sur les ventes à l'international doit être relativisée. Elle s'établit, après pondération des échanges, à 15% sur la même période. En outre, elle a un impact limité sur le volume des ventes internationales compte

tenu de la faible élasticité-prix des exportations japonaises. Enfin, près de la moitié des exportations étant facturée en dollars, la dépréciation de la devise japonaise devrait à terme réduire les revenus en yens des entreprises exportatrices. Toutefois, un yen affaibli devrait en partie compenser les éléments qui ont mis les exportations japonaises sous tension en 2012, à savoir les récessions dans les pays périphériques de la zone euro et la croissance molle de l'activité dans ses pays-cœur, alors que l'Union européenne représente 12% des débouchés. Parmi les incertitudes, demeure celle relative au différend territorial avec la Chine autour des îles Senkaku-Diaoyu, ce pays pesant pour près de 20% des exportations. En tout état de cause, les exportations de produits industriels intermédiaires vers ce pays (20% des ventes totales) devraient continuer de souffrir de l'effet indirect de la décélération de la demande européenne de produits finis chinois qui incorporent des équipements intermédiaires japonais. Enfin, l'ajustement budgétaire que les Etats-Unis devraient mener pourrait, selon l'ampleur des décisions en matière de hausses d'impôts et de coupes claires dans les dépenses, plus ou moins affecter les ventes vers ce pays (15%). Sous la réserve de l'atténuation du choc géopolitique avec la Chine, les exportations devraient progresser de plus de 3% en 2013, et permettre une contribution très légèrement positive du commerce extérieur à la croissance. En effet, les importations demeureront soutenues par les achats d'énergies de substitution au nucléaire.

Entreprises fragilisées par la hausse des tarifs de l'électricité et le ralentissement de la demande mais le change favorable booste les résultats financiers

Le recours à des ressources énergétiques importées a renchéri les coûts de production dans l'Archipel, alors que le prix de l'électricité est élevé au regard des standards internationaux. La décision d'autoriser la hausse des prix de l'électricité de 10% en moyenne depuis juillet 2012 a constitué un facteur de fragilisation des toutes les entreprises, mais particulièrement des gros consommateurs comme les aciéries à fours électriques. Par ailleurs, le ralentissement de la demande mondiale devrait continuer de toucher les

secteurs de la mécanique et des semi-conducteurs. Les ventes d'équipements ménagers, quant à elles, ont pâti de la fin du soutien budgétaire et les entreprises d'impression d'une concurrence très vive qui réduit leurs marges. Les plus grands acteurs de l'industrie manufacturière ont renoué avec les profits au premier trimestre 2013 grâce à la forte dépréciation du yen. L'activité des banques demeurent sous tension, leurs profits étant érodés par des taux d'intérêt faibles, alors que la demande de crédit reste atone. Ainsi en 2013 certaines banques régionales pourraient-elles éprouver des difficultés face à la détérioration de la solvabilité des PME dont elles ont déjà restructuré la dette. Néanmoins, pour l'instant, le nombre des faillites d'entreprises reste stable, ce qui se reflète dans l'indice des incidents de paiement de Coface qui demeure bien orienté.

Points forts

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

Points faibles

- Instabilité gouvernementale (sept premiers ministres en sept ans)
- Détérioration des finances publiques
- Réduction de la population active et part grandissante des travailleurs précaires
- Faible productivité des petites et moyennes entreprises
- Incertitudes autour de la question de l'énergie nucléaire



Pays **A4**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme **RISQUE MODÉRÉ**

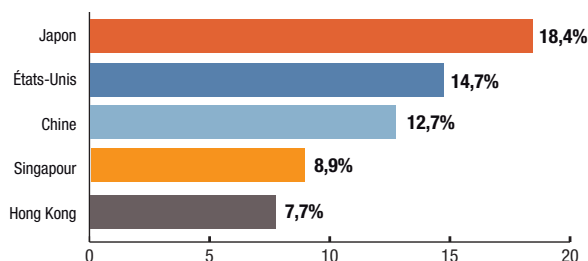
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012	2013 (p)
Croissance PIB (%)	7,6	3,9	6,6	6,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,8	4,7	3,1	2,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,5	-2,0	-2,3	-1,9
Solde courant / PIB (%)	4,5	3,3	3,8	3,5
Dette publique / PIB (%)	42,2	40,5	40,1	38,7

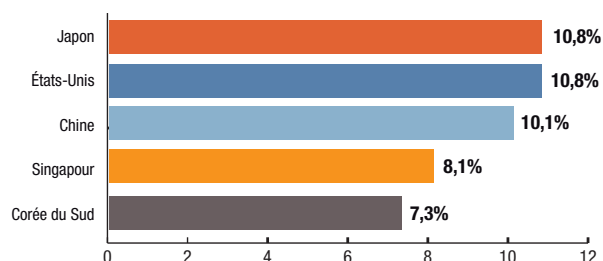
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Croissance tirée par la consommation des ménages

En 2012, la croissance philippine a été soutenue. Malgré une demande atone en Europe et aux États-Unis, la croissance s'est établie à 6,6%. Son principal moteur reste la consommation des ménages qui représente 70% du PIB et les investissements tant publics que privés. La consommation des ménages continuera d'être soutenue par une forte croissance du crédit ainsi que par les transferts des expatriés (plus de 7% du PIB). Du côté de l'offre, notons que le secteur des externalisations des services d'entreprises (BPO) a connu une croissance très forte au cours des dix dernières années. Il représente désormais environ 5% du PIB et 25% des exportations. Le sous-secteur des centres d'appels emploie désormais davantage de personnes qu'en Inde, qui restait jusqu'à 2011 le pays référence en la matière. Il convient de noter également que la construction, l'intermédiation financière et l'immobilier connaissent une croissance rapide.

A court terme, le principal risque pesant sur l'activité est un ralentissement de la croissance mondiale, les exportations représentant près de 50% du PIB. Les Philippines sont d'autant plus exposées à ce canal du commerce que plus de 40% de ses exportations concernent le secteur de l'électronique dont le cycle d'activité est très lié à celui des économies avancées. De plus, un chômage massif dans les pays accueillant des travailleurs philippins expatriés aurait également un impact sur la consommation des ménages. En outre, même si l'on constate des progrès en ce qui concerne les investissements, notamment en infrastructures (le gouvernement a établi 80 projets d'investissement basés sur des partenariats publics-privés dont le montant total correspond à 7,5% du PIB), la croissance reste contrainte par un faible taux d'investissement, la mise en œuvre des projets d'investissements publics restant freinée par des problèmes de lourdeurs bureaucratiques.

L'inflation devrait rester maîtrisée en 2013. En 2012, elle s'est établie à 3,1% en moyenne annuelle, la zone cible de la banque centrale étant comprise entre 3 et 5%. L'indice des prix à la consommation a notamment bénéficié d'une baisse des prix mondiaux de biens agricoles au cours du premier semestre. La dynamique de l'inflation

est en effet très dépendante de l'évolution des prix de l'alimentation qui représentent plus de 50% de l'indice (dont 10% du total pour le riz). Dans ce contexte de faibles pressions inflationnistes et afin de limiter l'appréciation du peso, la banque centrale a effectué plusieurs baisses de taux au cours de l'année 2012, si bien que ce taux est désormais à un plus bas niveau historique. C'est un des facteurs expliquant la forte croissance du crédit au secteur privé.

La situation financière du pays reste très solide

Du côté des finances publiques, le déficit budgétaire s'est établi à 2,3% en 2012 et devrait rester à un niveau modéré en 2013. Dans ce contexte de faible déficit et de croissance soutenue du PIB, le risque souverain diminue et la dette publique devrait continuer de baisser cette année.

La situation financière extérieure reste également favorable. Ce sont les transferts des travailleurs expatriés qui garantissent une stabilité forte des comptes extérieurs philippins. Ils se sont montrés particulièrement robustes pendant la crise et permettent d'établir un excédent courant supérieur à 3% chaque année. Les exportations de services ont aussi connu une tendance haussière ces dernières années et celle-ci se poursuit en 2013. Les Philippines vont donc continuer d'enregistrer un excédent courant. Dans ce contexte, le peso continue de s'apprécier à un rythme modéré en 2013. Parallèlement à l'appréciation du peso, on observe également une augmentation des réserves de change, en hausse de 8,5 Mds USD en 2012 pour s'établir à 84 Mds USD (soit 33,5% du PIB).

Stabilité politique en 2013

La large victoire de Benigno Aquino (Parti libéral) n'a pas connu de contestations majeures lors de l'élection présidentielle de 2010. Cette popularité initiale et le soutien des élites philippines présagent une relative stabilité politique d'ici au prochain scrutin présidentiel en 2016. De plus, les résultats partiels du scrutin de mi-mandat qui s'est tenu en mai 2013 confortent la coalition du président Aquino.

Lors de la campagne électorale de 2010, B. Aquino a gagné l'adhésion des votants en axant sa campagne sur l'amélioration de la gouvernance et son impact positif sur l'économie. Mais malgré cette volonté affichée du président, le pays souffre toujours de

carences majeures en matière de corruption. Des lacunes persistent aussi dans les domaines du respect des lois et de qualité de la réglementation. Un des objectifs du président en exercice concerne également la réduction de la pauvreté et des inégalités.

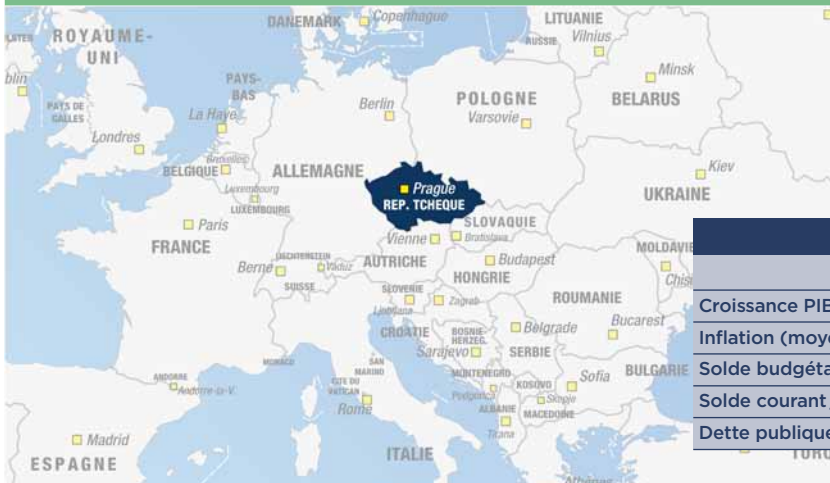
Des améliorations récentes sont cependant à noter du côté de la stabilité politique intérieure. En octobre 2012, le gouvernement philippin a trouvé un accord de paix avec le mouvement de rébellion revendiquant depuis 40 ans la création d'un Etat islamique indépendant sur l'île de Mindanao. Sur le plan géopolitique, les relations avec la Chine se sont tendues en 2012, ces tensions accrues étant le résultat d'un conflit territorial en mer de Chine méridionale. En mai 2013, les relations se sont également détériorées avec Taiwan suite au décès d'un pêcheur taïwanais abattu par un garde-côte philippin.

Points forts

- L'économie est très performante dans l'électronique (plus de 40% des exportations)
- Les exportations du pays vers l'Asie émergente ne cessent de croître : elles représentent plus de 45% des exportations en 2011
- La consommation des ménages et les comptes extérieurs profitent des transferts des travailleurs expatriés
- Le secteur des externalisations des services d'entreprise (BPO) est en plein essor

Points faibles

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



Pays **A4**

Environnement des affaires **A2**

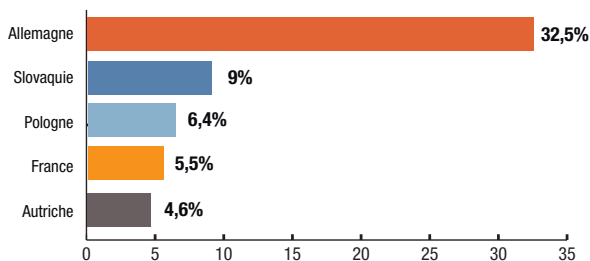
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	2,6	1,7	-1,2	-1,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	1,5	1,9	3,3	2,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,8	-3,1	-3,2	-3,3
Solde courant / PIB (%)	-3,8	-3,0	-2,0	-2,5
Dettes publiques / PIB (%)	37,6	40,5	43,1	45,0

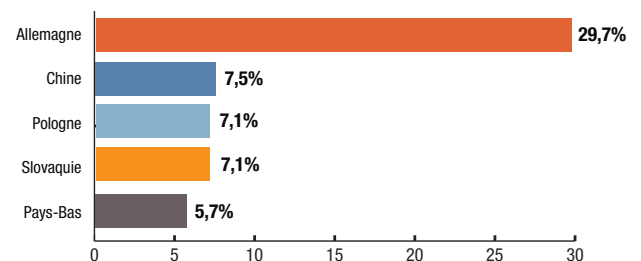
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Une croissance dépendante de la demande européenne

En 2013, l'économie tchèque souffre de la contraction attendue en zone euro et des politiques d'austérité mises en œuvre. En effet, les incertitudes sur les perspectives économiques, ainsi que les velléités politiques d'augmenter de nouveau la TVA d'un point pèsent sur la consommation des ménages qui représente 50% du PIB. Toutefois, les élections législatives de 2014 généreront un léger relâchement des politiques d'austérité fin 2013 qui entraînera un rebond de la consommation au quatrième trimestre. Le marché de l'emploi continuera de se dégrader alors que le chômage de longue durée atteint 37% des personnes sans emplois, contre 23% à fin 2009. La banque centrale tchèque a diminué à trois reprises son taux directeur en 2012 sans effet sur la consommation. Il se situe maintenant au niveau plancher de 0,05%. L'économie du pays est très ouverte, les échanges commerciaux totaux avec l'étranger représentent 145% du PIB en 2012. Néanmoins, la parfaite intégration de l'économie dans les processus de fabrication européens n'a pas permis au pays de profiter durablement de la baisse de sa monnaie (en mai 2013 à son plus bas niveau depuis mai 2010). En outre, le pays pâtit d'une double exposition puisque l'Union européenne concentre 84% des exportations (66% pour la zone euro) et l'automobile 17,5%. Pour la première fois depuis 2009, au premier trimestre 2013, les exportations ont reculé de 4,4% sur un an et ne participent pas positivement à la croissance. L'inflation en 2013 se situera en dessous de 3%, à un niveau néanmoins supérieur à 2010 et 2011 en raison de la hausse de la TVA et de l'enrichissement des produits importés. Par ailleurs, le système bancaire tchèque, détenu majoritairement par des banques de la zone euro, pourrait être source d'inquiétudes. Toutefois, contrairement à la plupart des pays d'Europe de l'Est, les filiales sont largement financées par des dépôts domestiques et sont conservatrices en matière de règles prudentielles.

Des réformes assainissent les finances publiques

Le gouvernement, rappelé à l'ordre fin 2009 par la Commission européenne, a ramené, dès 2011, le déficit courant autour de 3% du PIB. Après d'âpres discussions au sein de la coalition, le gouvernement a approuvé une série de réformes budgétaires (santé et système fiscal) afin de réduire le déficit et de limiter l'augmentation du stock de dette publique. Les réformes les plus importantes concernent la baisse des avantages fiscaux sur l'épargne logement et le durcissement des conditions d'obtention des indemnités chômage. Par ailleurs, la mise en place en 2013 d'une réforme votée fin 2011 (malgré de très nombreuses critiques) entérinera le principe de la retraite par capitalisation, appelée à se substituer progressivement au système par répartition. La dette publique, en progression de plus de dix points de PIB par rapport à 2007, restera soutenable et entre dans une phase de stabilisation. La majorité actuelle souhaite néanmoins ajouter à la constitution 4 niveaux critiques d'endettement liés à la mise en place d'ajustements budgétaires. Lorsque la dette publique dépassera 40% du PIB, des mesures préventives d'ajustement devront être prises, à partir de 45% des dépenses publiques seront gelées, au-delà de 48% le budget devra être immédiatement revu de manière à enrayer l'envolée, et un vote de confiance aura lieu afin de juger du gouvernement si la dette atteint 50% du PIB. La confiance des investisseurs est en effet essentielle pour le pays, en raison de la couverture du déficit courant par des investissements directs étrangers affaiblis par l'environnement européen. Le déficit courant tchèque s'est contracté à partir du deuxième semestre 2011 en raison notamment de l'affaiblissement de la demande interne suite notamment aux politiques d'austérité mises en place. Fin 2013 leur relâchement conduira à une légère augmentation du déficit courant.

Des réformes dans un contexte social difficile

A l'occasion des élections présidentielles de janvier 2013, la population tchèque a marqué son mécontentement face aux politiques menées par le gouvernement. En effet, Milos Zeman (centre gauche, PSD) a succédé au Président sortant Vaclav Klaus. Pour redonner un élan démocratique face au déclin de la participation

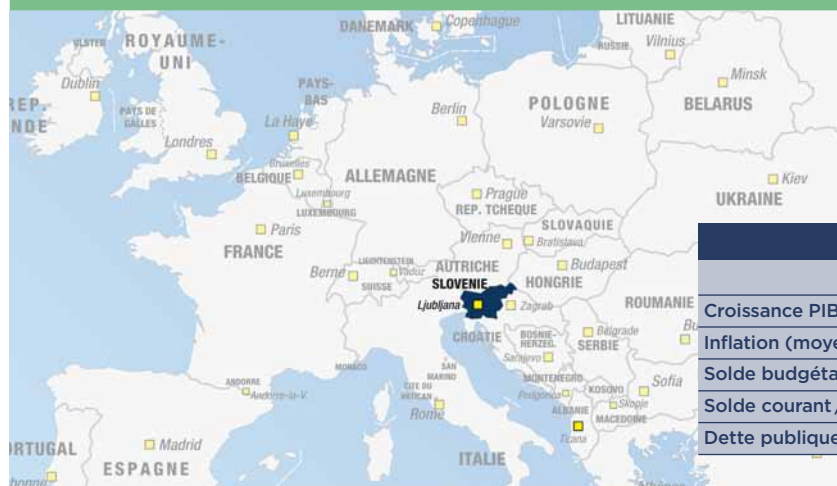
et au mécontentement populaire lié aux affaires de corruption, les élections se sont déroulées pour la première fois au suffrage universel direct. Le président n'a toutefois qu'un rôle de représentation. Depuis 10 ans la République tchèque mène une politique ambiguë auprès de l'UE, facteur de division pour la coalition au pouvoir (non-ratification du pacte budgétaire européen, opposition à l'Union bancaire). Cela laisse craindre une marginalisation de la diplomatie tchèque sur la scène européenne alors que le pays conserve l'ambition d'intégrer la zone euro. Déjà fragile, la majorité parlementaire de la coalition de centre-droit n'est plus assurée après que des dissensions se soient affirmées dans ses rangs. Avec la large victoire des sociaux-démocrates aux élections régionales et sénatoriales d'octobre 2012, l'opposition appelle à des élections parlementaires anticipées afin d'éviter tout blocage politique jusqu'en juin 2014. Par ailleurs, la corruption ronge toujours le pays à l'instar des nombreuses affaires impliquant des ministres.

Points forts

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

Points faibles

- Forte dépendance envers la demande européenne : les exportations représentent 84% du PIB, dont 67% vers l'UE
- Population vieillissante



Pays

A4

Environnement des affaires

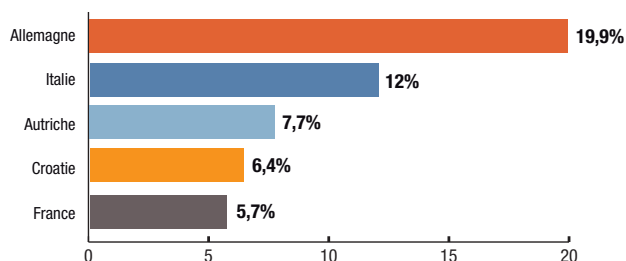
A2

Principaux indicateurs économiques				
	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	1,1	1,0	-2,2	-2,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	1,8	1,8	2,3	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,3	-5,6	-4,6	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-0,3	0,1	0,8	1,7
Dettes publiques / PIB (%)	38,6	46,9	53,7	70,0

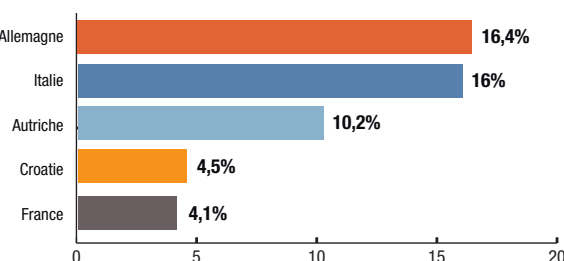
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Une croissance en berne

La Slovénie est entrée en récession au second semestre 2011. La contraction de l'activité s'est accentuée en 2012 et perdue en 2013. En effet, la croissance est affectée par les mesures de consolidation budgétaire et par la contraction de l'activité européenne. Ainsi, l'investissement et la consommation des ménages se sont contractés en 2012 (respectivement -9% et -3%). Les exportations ont également diminué (-1%) en lien avec la situation de ses partenaires européens - l'Italie représente 12% des exportations - et avec la mauvaise santé du secteur automobile (32% des exportations). La balance commerciale a toutefois contribué à la croissance en raison de la contraction des importations liée à une demande interne atone. En 2013, la croissance demeurera négative, la consommation privée étant de nouveau pénalisée par la volonté de l'État de réduire le déficit public (hausse de la TVA de 20% à 22%). Cela se traduira par une diminution du nombre de fonctionnaires et par de nouvelles coupes dans leurs salaires (-5%). Le nombre de postes vacants est en nette diminution, signe du recul de l'investissement qui constitue encore un frein à la croissance en 2013. En outre, le chômage augmente et atteint 12% en 2012 (6% en 2008). En 2012, l'inflation a légèrement augmenté, notamment en conséquence de l'augmentation de taxes sur l'alcool et le tabac. Elle devrait diminuer sur l'ensemble de l'année 2013, en raison de l'affaiblissement de la demande interne et de la stagnation du prix des matières premières.

Un système bancaire très fragilisé

La Slovénie souffre d'un endettement massif des entreprises privées entamé au début des années 2000 (85% du PIB en 2012). Les entreprises doivent rembourser leur dette dans un contexte de fragilisation de l'économie domestique et européenne qui affecte leur marge. Les difficultés rencontrées sont symbolisées par l'effondrement du secteur de la construction qui ne représente plus que 4% du PIB contre 9% en 2009 et qui a connu la faillite de ses trois principaux acteurs. Le secteur bancaire, principalement composé de banques publiques, est fragilisé par la montée des prêts non-performants (24% des prêts pour les banques domes-

tiques en juin 2012) et par le désengagement des filiales de banques étrangères en lien avec la récession en zone euro. Les banques étrangères ont en effet réduit de 10 Mds\$ leur exposition au 3^e trimestre 2012, soit 21% du PIB. Par ailleurs, les banques sont sous-capitalisées, obligeant l'État à intervenir régulièrement pour les soutenir. Le système bancaire doit être restructuré en 2013 avec la création d'une structure de défaillance amenée à alléger le système bancaire de ses créances douteuses et la recapitalisation nécessaire du système. Le coût pour l'État est estimé à 11% du PIB. Dans ce contexte, l'émission réussie de 2,25 Mds\$ (5% du PIB) de bonds du Trésor à 10 ans en octobre 2012, alors que la précédente émission en avril n'avait pas trouvé preneur, permet à la Slovénie de disposer de certaines marges de manœuvre budgétaires. La position budgétaire du pays s'est très largement dégradée depuis 2008 et les efforts de consolidation butent sur un manque de consensus politique sur les réformes du système des retraites et du marché de l'emploi. La dette publique est ainsi passée de 23% du PIB en 2008 à près de 70% en 2013. L'État prévoit de privatiser 15 sociétés publiques afin de diminuer cette dette (notamment : la compagnie aérienne slovène, les télécoms, l'aéroport de Ljubjana et la seconde banque du pays : NKM).

La balance courante s'est nettement redressée, notamment en raison d'une décade des importations, corollaire d'une demande domestique atone. Toutefois, le besoin de financement extérieur reste élevé en raison du poids de l'amortissement de la dette. Les flux d'investissements directs étrangers (2% du PIB) resteront atones et ne couvriront qu'une part très limitée du besoin de financement. Dans ce contexte, la dette extérieure, majoritairement privée, demeurera élevée en 2013 et avoisinera 120% du PIB. La capacité de refinancement du pays, même en l'absence de risque de change, pourrait se trouver contrainte par un mouvement de défiance des investisseurs étrangers, dans le contexte de crise souveraine persistante dans la zone euro.

L'environnement politique est instable

Reconnu traditionnellement pour sa stabilité, l'environnement politique s'est dégradé dans le sillage de

la crise de la zone euro. Les élections présidentielles de décembre 2012 ont confirmé le désarroi de la population puisque l'ex-Premier ministre battu, Borut Pahor (centre gauche) a été élu Président. Les différentes mesures d'austérité ont largement discrédité le monde politique : seulement 47% des électeurs se sont déplacés pour voter et ce deux semaines après un grand mouvement de protestation organisé dans les rues de Ljubljana. Le gouvernement de M. Jansa a été renversé en février 2013, avec le vote au Parlement d'une motion de défiance, suite à de forts soupçons de corruptions pesant sur le Premier ministre. La nouvelle Première ministre Alenka Bratusek, dirigeante du parti de centre gauche « Slovénie positive », est reconnue pour sa capacité à gérer l'économie slovène en tant qu'ancienne haut fonctionnaire des finances.

Points forts

- Niveau de PIB par tête le plus élevé d'Europe centrale
- Secteurs d'activité diversifiés (automobile, électroménager, produits pharmaceutiques, tourisme, services financiers)
- L'Allemagne est le principal partenaire commercial du pays (25% des exportations)
- Membre de la zone euro depuis 2007

Points faibles

- Economie dépendante du commerce mondial, vulnérable à la conjoncture de la zone euro
- Comptes publics fragilisés par le vieillissement de la population
- Augmentation du chômage suite à la crise



Pays **B**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme **RISQUE ASSEZ FAIBLE**

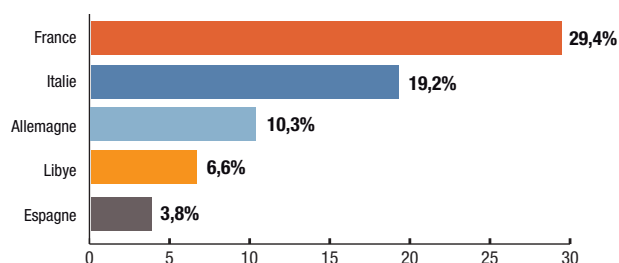
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012	2013 (p)
Croissance PIB (%)	3,0	-1,9	3,6	3,4
Inflation (moyenne annuelle, %)	4,4	3,5	5,6	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,9	-3,5	-6,5	-6,0
Solde courant / PIB (%)	-4,8	-7,4	-8,1	-7,3
Dette publique / PIB (%)	40,5	44,5	48,0	50,0

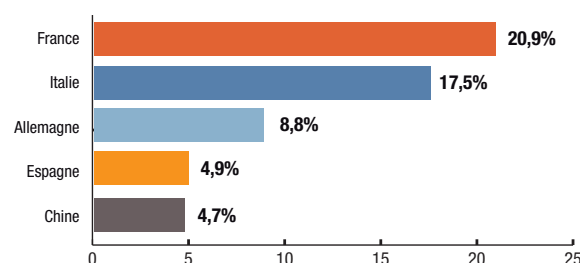
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Des tensions socio politiques accrues, avec le maintien de nombreux défis sociaux et économiques

Les élections d'octobre 2011 à l'Assemblée constituante ont abouti à une majorité relative en faveur du parti islamiste-conservateur Ennahda. Une coalition a été formée avec deux partis laïcs et un accord de partage du pouvoir passé fin 2011. La présidence de la République a été confiée à Moncef Marzouki, du Congrès pour la République, celle de l'Assemblée à Mustapha ben Jafaar, d'Ettakatol, et le poste de 1^{er} ministre au secrétaire général d'Ennahda, Hamadi Jebali, ce parti détenant la majorité des portefeuilles. Toutefois, à la suite de l'assassinat d'une figure de l'opposition laïque début février 2013, Ali Larayedh d'Ennahda a formé en mars un nouveau gouvernement de transition, toujours à dominante islamiste-conservatrice, malgré l'attribution de quatre ministères régaliens à des indépendants.

Ces événements et les dissensions au sein de la classe politique retardent l'élaboration de la future constitution et la tenue des élections législatives et présidentielles, reportées à fin 2013. En outre, le nouveau gouvernement éprouve les mêmes difficultés que le précédent dans la mise en œuvre d'un programme économique d'orientation libérale. Confronté à une mouvance islamiste radicale et violente, le pouvoir continue de faire face à de multiples défis sociaux et économiques, ainsi qu'aux attentes de la population en la matière. Les enjeux majeurs demeurent la création d'emplois et une meilleure répartition sociale et géographique de la croissance, avec le développement de l'intérieur du pays, défavorisé par rapport aux régions côtières.

Léger recul de la croissance attendu en 2013

La croissance en 2013 devrait être en léger retrait par rapport à 2012. Du côté de l'offre, une baisse de la production agricole est prévue, particulièrement de céréales, en raison d'insuffisantes précipitations. La production industrielle et minière continue de pâtir d'un climat social défavorable (le nombre de grèves étant en hausse durant le 1^{er} semestre de 2013 par rapport à 2012) et de la longueur dans l'Union européenne (UE), premier partenaire écono-

mique et commercial du pays. De plus, les recettes du tourisme ont diminué durant les quatre premiers mois de 2013. En revanche, la demande privée devrait poursuivre sa reprise, compensant une décélération graduelle de la demande publique. Ces prévisions risquent, en tout état de cause, d'être compromises par des tensions socio politiques accrues jusqu'à l'achèvement du processus de transition politique.

Maintien d'importants déficits jumeaux, atténués par des aides financières internationales

Le déficit budgétaire pourrait légèrement se tasser en 2013, mais des dérapages budgétaires à des fins électorales (des élections générales étant prévues) ne peuvent être écartés. La dette publique - déjà supérieure, en part du PIB, à la moyenne des pays émergents comparables - augmente graduellement, mais elle est majoritairement contractée à des conditions concessionnelles.

Les comptes extérieurs vont rester sous pression. Les exportations devraient progresser modestement, principalement en raison de la situation économique peu favorable du principal partenaire commercial du pays, l'UE, tandis que les importations pâtiront encore du coût élevé de celles d'énergie (constituant 15% du total). Par ailleurs, les transferts des expatriés devraient être résilients, mais le tourisme pourrait pâtir de la situation politique et, au total, le déficit courant devrait rester élevé.

2013 doit être marquée par une dégradation supplémentaire des ratios d'endettement extérieurs. Toutefois, la Tunisie a obtenu, depuis le G8 de 2011, un soutien financier d'institutions bi et multilatérales pour couvrir ses déficits publics et extérieurs. A cet effet des prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement doivent être reconduits, auxquels s'ajoutent ceux de la BEI et de l'AFD. En outre, un accord de prêt de 1,75 Md\$ est en cours de finalisation avec le FMI. Les autorités souhaitent recourir également aux fonds et aux banques islamiques.

Le léger tassement du déficit courant attendu en 2013, combiné à l'aide financière substantielle de la communauté internationale, devrait permettre une augmentation du montant des réserves de change, dont le niveau en mois d'importations restera cependant très inférieur aux autres pays de la zone ainsi qu'à la moyenne des pays émergents.

Fragilités du secteur bancaire et de l'environnement des affaires

La solvabilité bancaire, la qualité des actifs et la rentabilité, déjà médiocres avant 2011, se sont dégradées depuis. Or, les risques liés aux faiblesses du secteur bancaire pourraient miner la stabilité macro économique.

En raison du caractère relativement récent de la chute de l'ancien régime et d'une instabilité depuis, l'environnement des affaires est problématique, mais des améliorations de la loi sur les faillites et du code des investissements sont prévues.

Par ailleurs, Coface constate une hausse des incidents de paiement et un allongement des délais de recouvrement des créances.

Points forts

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

Points faibles

- Fortes inégalités sociales et géographiques
- Taux de chômage élevé, principalement chez les jeunes et particulièrement les diplômés
- Poids économique important de l'agriculture
- Secteur touristique confronté à une concurrence accrue et aux incertitudes politiques
- Importantes lignes de fracture dans la société, divisée entre islamisme et laïcité ainsi que tradition et modernité.
- Importance de l'économie informelle (environ 40% du PIB) et environnement des affaires perfectible



Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme **RISQUE MODÉRÉ**

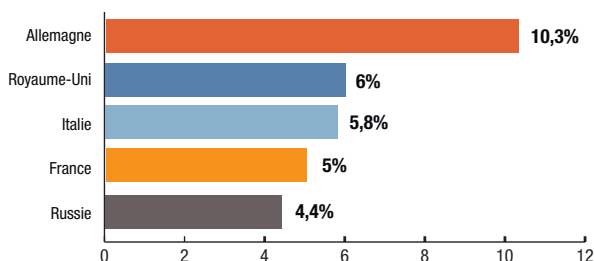
Principaux indicateurs économiques

	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)
Croissance PIB (%)	9,2	8,5	2,2	3,2
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,6	6,5	8,9	6,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-0,2	-1,5	-2,2
Solde courant / PIB (%)	-6,4	-10,0	-6,0	-6,7
Dette publique / PIB (%)	42,4	39,3	36,4	35,9

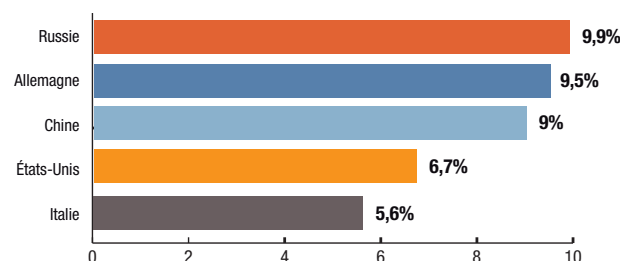
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Appréciation du risque

Léger rebond de la croissance en 2013

En 2012, l'activité a connu un ralentissement marqué. Du côté de la demande interne (-1,8%), la politique monétaire restrictive de la banque centrale liée à la forte inflation et à la croissance très élevée du crédit au secteur privé a pesé sur la consommation des ménages et sur l'investissement des entreprises. Cependant, en réponse à cette croissance atone, la banque centrale a commencé à assouplir sa politique monétaire fin 2012. Cette tendance se poursuit en 2013. En effet, la banque centrale a diminué à deux reprises son principal taux directeur de 100pb depuis janvier dans un contexte de ralentissement de l'inflation. Même si la croissance du crédit devrait légèrement accélérer au second semestre 2013, l'investissement, principal moteur de l'économie turque en 2010 et 2011 ne portera toutefois pas la croissance au-delà de son potentiel (4-5%). Côté secteur, l'agroalimentaire se comportera bien en 2013. En effet, la qualité de la production devrait continuer de stimuler les investissements. Un crédit plus abondant profitera aussi à la consommation des ménages. Toutefois, le chômage qui s'est légèrement dégradé en 2012, devrait demeurer à 9% de la population active (9,2% en février 2013).

Du côté de la demande externe, les exportations, bien qu'ayant pâti de la récession en zone euro (30% des exports), ont très largement contribué à la croissance en 2012 (+17,1%). En effet, la crise européenne a été compensée par une demande accrue d'or en provenance d'Iran (+400% par rapport à 2011 et 15% des exportations totales). Ces ventes d'or sont le corollaire d'importations de gaz iranien (18% des besoins énergétiques) qui permettent à la Turquie de ne pas dépendre exclusivement de la Russie dans ce domaine. Le déficit de la balance énergétique représente en moyenne 4% du PIB. Ces échanges non conventionnels, conjugués à la baisse de la demande interne, ont permis de réduire le déficit commercial en 2012. Le déficit courant reste néanmoins structurellement élevé et augmentera au second semestre 2013. Les exportations pâtiront de nouveau de la récession en zone euro. Certains secteurs, tels que l'automobile et la métallurgie (acier), devraient donc continuer à souffrir. De plus, les exportations vers l'Iran pourraient baisser en raison d'une loi votée en novembre 2012 par le Sénat américain qui les vise particulièrement.

La volatilité des financements extérieurs à surveiller

La Turquie est tributaire de capitaux volatils : investissements de portefeuille, prêts extérieurs de court de terme et dépôts des non-résidents. La prolongation de la crise européenne pourrait tarir ces sources de financement. En 2013, la Turquie continue de bénéficier d'une moindre aversion globale pour le risque des investisseurs en lien avec les conditions monétaires accommodantes accordées par la BCE et la Réserve fédérale américaine. Le pays bénéficie par ailleurs d'un niveau de réserves de change satisfaisant (environ 115 Mds de dollars, soit 4 mois d'importations) qui lui permet d'intervenir sur le marché des changes afin de soutenir la livre.

Le solde public a été grevé par la diminution des recettes en raison de la décélération de l'économie en 2012. Les finances publiques sont orientées par le programme gouvernemental triennal à moyen long terme (MTP). Pour 2013-2015, ce programme mentionne que le déficit public sera de 2,2% du PIB en 2013, avec un objectif de diminution graduelle jusqu'à 1,8% en 2015. Le gouvernement a prévu d'augmenter les recettes de l'État en augmentant les taxes payées par les automobilistes, en augmentant le prix de l'alcool et du tabac. Une troisième mesure concerne la fin de l'exonération de taxes pour les sociétés d'investissement.

Le système bancaire turc est bien capitalisé. Le taux de pénétration bancaire a très sensiblement augmenté ces dernières années, signe de la confiance grandissante de la Turquie dans son économie et son système bancaire. Néanmoins, même si les banques ne sont pas directement exposées au risque de change, grâce aux opérations hors bilan (swaps de change et de taux), l'euro dollarisation du système financier demeure une contrainte importante.

De forts risques de mouvement sociaux pèsent sur l'économie

Le 29 mai 2013, une manifestation contre la fermeture d'un parc dans le centre d'Istanbul a été fortement réprimandée par la police stambouliote. Une vague nationale de mouvements protestataires ayant pour cible le premier ministre Erdogan (AKP) s'en est suivie. L'hétérogénéité des manifestants (extrême gauche, kémalistes, alevites, partisans de l'AKP déçus des dérives du premier ministre) laisse penser qu'une amplification de ce mouvement de protestation est possible. Plus que le bilan économique de M. Erdogan depuis 2002, ce sont ses discours et ses méthodes (pression sur les médias,

la justice et emprisonnement d'anciens hauts gradés de l'armée) qui se radicalisent depuis son 3^e mandat en 2011. Par ailleurs, ne pouvant briguer un 4^e mandat à la tête du gouvernement, il convoite le sommet de l'État. Les élections présidentielles d'août 2014 se dérouleront, en effet, pour la première fois au suffrage universel direct. La ratification d'une nouvelle constitution en 2013 pourrait permettre d'octroyer des pouvoirs exécutifs au président dont le statut est actuellement honorifique. Face à l'instabilité sociale en Turquie, il est possible que le Président actuel Abdullah Gül, pourtant membre de l'AKP, se représente face à son premier Ministre. En effet, depuis 2002, les partis d'oppositions majeurs se sont affaiblis.

Par ailleurs, la Turquie est bien intégrée dans la communauté internationale. Face à l'ambiguïté des européens, le veto chypriote et la question arménienne, la perspective d'une adhésion à l'UE semble s'éloigner. Le pays se tourne donc davantage vers le Moyen-Orient. Mais le pays est désormais en crise ouverte avec la Syrie alors que les tensions avec la minorité kurde restent fortes.

Points forts

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

Points faibles

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