

PANORAMA RISQUE PAYS

Les publications économiques de Coface

Automne 2012

Sommaire

■ Prévisions de croissance 2

■ Evaluations risque pays 3
Modifications et argumentaires

■ Guide Coface risque pays 5
Actualisation automne 2012

- Afrique du Sud
- Allemagne
- Angola
- Argentine
- Arménie
- Australie
- Belgique
- Biélorussie
- Chine
- Egypte
- Etats-Unis
- France
- Géorgie
- Inde
- Irak
- Iran
- Koweït
- Liban
- Libye
- Maroc
- Mexique
- Nouvelle-Zélande
- Pays-Bas
- Pologne
- Roumanie
- Royaume-Uni
- Russie
- Rwanda
- Syrie
- Tunisie
- Venezuela

■ Méthodologie de l'évaluation 36
risque pays et environnement
des affaires



En cet automne 2012, l'économie mondiale voit se confirmer le ralentissement de l'activité, résultat de la récession dans la zone euro et de la décélération dans les pays émergents. Les Etats-Unis restent sur un rythme de croisière stable (autour de 2%), mais le risque de crédit des entreprises américaines, dans un contexte d'inquiétude sur ce que sera la politique budgétaire, a cessé de s'améliorer. De ce fait, nous levons la surveillance positive mise sur l'évaluation pays des Etats-Unis il y a six mois. En Europe, la crise - toujours aigüe dans le sud de la zone euro - touche désormais le cœur du continent. En effet, avec une croissance en berne et un risque d'impayés des entreprises en hausse sensible, Coface place une surveillance négative sur les évaluations pays de la Belgique, de la France et des Pays-Bas. Nous dégradons enfin les évaluations de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie, car si la croissance y reste portée par le secteur des matières premières, des difficultés sont tangibles dans l'industrie et les services. Rappelons que l'évaluation pays Coface indique dans quelle mesure le risque de crédit des entreprises est influencé par les perspectives économiques, financières et politiques du pays concerné.

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion du département études économiques et risques pays 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.

Prévisions de croissance

Coface	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011(e)	2012 (p)
Production mondiale	3,9	3,6	4,3	4,3	1,9	-1,8	4,3	3,1	2,6
Pays avancés	2,8	2,4	2,8	2,5	-0,1	-3,7	2,5	1,3	1,2
États-Unis	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,0
Japon	2,3	1,3	1,7	2,2	-1,1	-5,5	4,6	-0,7	2,3
Zone euro	2,1	1,9	3,5	3,1	0,5	-4,2	2,0	1,7	-0,3
Allemagne	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	3,1	0,9
Royaume-Uni	2,9	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,8	-0,5
France	2,3	1,9	2,6	2,3	-0,2	-3,1	1,6	1,7	0,1
Italie	1,6	1,1	2,3	1,6	-1,2	-5,5	1,8	0,5	-2,3
Espagne	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,6
Pays émergents	7,0	6,7	7,7	7,9	5,5	1,9	7,2	5,8	4,7
Asie émergente	7,7	8,1	8,9	9,8	6,9	5,7	9,0	7,4	6,1
Amérique latine	5,9	4,6	5,7	5,7	4,2	-1,5	6,2	4,2	3,1
Europe émergente	6,7	6,1	6,5	5,7	3,0	-4,0	4,5	4,8	1,7
Afrique du Nord / Moyen-Orient	6,6	5,3	7,4	5,7	4,9	2,0	5,3	3,1	3,3
Afrique subsaharienne	5,6	6,5	6,3	7,4	5,6	2,6	5,0	4,4	4,6
Chine	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,5	9,2	7,7
Inde	7,2	9,2	9,6	9,7	8,1	6,4	8,9	7,5	5,5
Brésil	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	2,2
Russie	7,2	6,4	8,2	8,5	5,3	-7,8	4,3	4,3	3,8

(e) : estimation

(p) : prévision

Évaluations risque pays

Modifications des évaluations risque pays

Pays	Juillet 2012	Modifications octobre 2012 (ordre croissant de risque)
------	--------------	--

Déclasserments, levée de la surveillance positive ou mise sous surveillance négative

Australie	A1 ↘	A2
Nouvelle-Zelande	A1 ↘	A2
États-Unis	A2 ↗	A2
Belgique	A2	A2 ↘
France	A2	A2 ↘
Pays-Bas	A2	A2 ↘

AUSTRALIE : A2

Déclassement de l'évaluation A1 ↘ en A2

L'activité demeure dynamique mais des signes de ralentissement se profilent dans les prochains mois :

- Les secteurs exportateurs hors secteur minier et les services continuent de pâtir du niveau élevé du dollar australien (+10% depuis juin contre le dollar US).
- La demande extérieure adressée au secteur minier et les prix du minerai de fer et du charbon décélèrent, ce qui entraîne le report de certains grands projets, moteur traditionnel de l'activité.
- Les ménages sont fortement endettés et augmentent leur épargne, ce qui traduit une perte de confiance dans les perspectives économiques. Les ventes de logements neufs se détériorent.
- Resserrement de la politique budgétaire.
- Les faillites continuent de progresser : +14% au 1^{er} trimestre en glissement annuel, ce qui est reflété par l'indice Coface des incidents de paiement.

NOUVELLE-ZÉLANDE : A2

Déclassement de l'évaluation A1 ↘ en A2

La croissance est soutenue (2% en 2012), mais le pays souffre du ralentissement des demandes domestique et extérieure.

- Les ménages demeurent prudents : ils se désendettent et reconstituent leur épargne. L'accès à la propriété est contraint, sous l'effet de la hausse des prix des logements (+6% cet été comparé au pic d'avant la crise).
- Le taux de chômage est élevé (6,8%) au regard des standards du pays. La demande de main-d'œuvre pour la reconstruction de Christchurch et de Canterbury pourrait participer à faire baisser le taux mais l'emploi ne s'est pas amélioré dans la région au 1^{er} semestre.
- Les exportations sont handicapées par le niveau de change élevé du dollar néo-zélandais et par le ralentissement de la demande asiatique et australienne.
- Les faillites ont progressé de 57% sur trois mois (février-avril 2012 en glissement annuel) et de 95% sur six mois.

ÉTATS-UNIS : A2

Levée de la surveillance positive sur l'évaluation A2 (depuis avril 2012)

Malgré une prévision de croissance de 2% en 2012, les anticipations des ménages et des entreprises sont limitées par les incertitudes politiques.

- L'ajustement budgétaire (*fiscal cliff*) inscrit dans la loi de finances 2013, s'il est appliqué en l'état, conduirait à une forte récession au 1^{er} semestre 2013.
- Les créations d'emplois sont insuffisantes pour soutenir durablement l'activité.
- Les prix des logements continuent de se redresser (+1,6% en juillet) mais demeurent 30% en dessous du pic de juillet 2006 (S&P/Case Schiller).
- L'épargne des ménages sert de valeur d'ajustement pour soutenir la consommation.
- L'investissement des entreprises et les exportations marquent le pas.
- Le nombre des faillites diminue mais le niveau demeure toujours au-dessus de celui observé avant la crise.

BELGIQUE : A2⬇️

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A2

Dans un environnement européen maussade et confrontée à des mesures budgétaires restrictives, l'économie belge souffre :

- Contraction du PIB : -0,5% (T2/T1) et -0,3% (sur un an au T2), plus prononcée pour l'industrie que dans les autres secteurs et stagnation au 3^{ème} trimestre.
- Baisse de l'utilisation des capacités de production industrielle : 78% contre 84% avant la crise, après avoir regagné un peu de terrain entre ces deux périodes (81% en 2010).
- La confiance des ménages et des entreprises est faible, ce qu'illustrent le recul de la consommation et un investissement atone.

Par conséquent, les entreprises souffrent aussi.

- Sur 8 mois à août 2012, les incidents de paiement enregistrés par Coface ont augmenté sensiblement, davantage en montant quand nombre, ce qui indique que les créances unitaires sont plus élevées.
- Au cours de la même période, le nombre de faillites enregistrées par Statbel a grimpé de 4,4%. Cette détérioration s'est enclenchée dès 2011. C'est moins que la hausse de 10% enregistrée en 2008-09, mais cela est, malgré tout, significatif. La hausse a été plus forte dans la construction et l'industrie flamande qu'ailleurs.

FRANCE : A2⬇️

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A2

- Amorces d'un repli de la consommation des ménages au 2^{ème} trimestre 2012 ; contraction probable du PIB au 3^{ème} trimestre, après trois trimestres de stagnation, sur fond de dégradation du climat des affaires et de montée du chômage ; prévision de croissance ramenée à 0,1% pour 2012.
- Faiblesse des taux de marge et d'autofinancement des entreprises.
- Incidents de paiement en progression sur les huit premiers mois de 2012.
- Légère diminution du nombre de défaillances d'entreprises sur la même période (-1,8%) mais forte hausse de leur coût (+16,8%) pour les fournisseurs en raison de la taille croissante des entreprises qui font faillite. Risque de remontée du nombre de défaillances cet automne.

PAYS-BAS : A2⬇️

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A2

- Economie très dépendante du commerce extérieur, seul moteur actuel de l'activité économique.
- Poursuite du recul de la demande intérieure (fléchissement des dépenses des ménages en juillet 2012 pour le 12^{ème} mois consécutif). La contraction du PIB pourrait se chiffrer à 0,6% cette année.
- Niveau d'endettement des ménages parmi les plus élevés de la zone euro (126% du PIB), baisse record des prix de l'immobilier en juillet-août 2012 (-8% sur un an), envolée des créances douteuses au 1^{er} semestre 2012.
- Forte progression des faillites d'entreprises (+25%) et nette augmentation des incidents de paiement enregistrés par Coface sur les huit premiers mois de 2012.

Rappel

Pays sous surveillance

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

Sous surveillance positive

Pays	Évaluations	Surveillance positive depuis
Indonésie	B	Juillet 2012
Côte d'Ivoire	D	Juillet 2012

Sous surveillance négative

Pays	Évaluations	Surveillance négative depuis
Belgique*	A2	Octobre 2012
France*	A2	Octobre 2012
Pays-Bas*	A2	Octobre 2012
Inde	A3	Juillet 2012
Espagne	A4	Juillet 2012
Italie	A4	Juillet 2012

Évaluations des principales économies

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

Pays	Évaluations
Canada	A1
Japon	A1
Allemagne	A2
Australie	A2
Corée	A2
Etats-Unis*	A2
France*	A2⬇️
Afrique du Sud	A3
Brésil	A3
Chine	A3
Pologne	A3
Royaume-Uni	A3
Inde	A3⬇️
Arabie Saoudite	A4
Mexique	A4
Turquie	A4
Espagne	A4⬇️
Italie	A4⬇️

* Pays dont l'évaluation est modifiée en octobre 2012

AFRIQUE DU SUD

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A3**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE



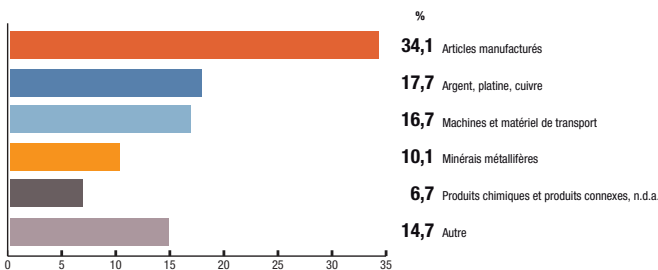
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,5	2,9	3,1	2,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	7,1	4,3	5,0	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,3	-4,8	-4,6	-5,3
Solde courant / PIB (%)	-4,1	-2,8	-3,3	-5,5
Dette publique / PIB (%)	31,5	35,3	38,8	40,0

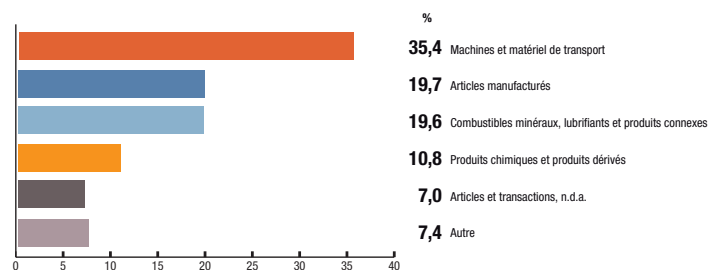
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 27 % du PIB



Importations 28 % du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement de la croissance en 2012

La croissance sud-africaine restera modeste pour le total de 2012. Après une croissance de 3,2% au deuxième trimestre, les perspectives du second semestre sont moroses. La consommation, principal moteur de la croissance, reste contrainte par un chômage élevé (25%), l'endettement des ménages (76% du revenu disponible) et l'érosion du revenu disponible sous l'effet conjugué du ralentissement de la progression des salaires et de l'accélération de l'inflation. L'investissement des compagnies publiques dans les secteurs des transports et de l'électricité se maintient. Mais celui des entreprises privées pâtit des surcapacités de production et de l'incertitude sur l'évolution de la demande. La récession en Europe de l'Ouest, premier partenaire de l'Afrique du Sud (22% des exportations, 1/3 de celles de biens manufacturés) pèse sur la production manufacturière. Le secteur minier a fortement contribué à l'augmentation du PIB au 2^{ème} trimestre grâce au rebond de la production après les grèves des mois précédents. Mais la production, déjà entravée par le manque d'investissements, sera à nouveau affectée par les événements de Marikana. La hausse des cours des produits alimentaires (accentuée par la sécheresse estivale) ainsi que des tarifs de l'énergie et des services exercent une pression à la hausse sur les prix. La tendance à la dépréciation du rand accentue ces pressions inflationnistes. La banque centrale a réduit son taux directeur en juillet d'1/2 point (à 5%), pour la première fois depuis novembre 2010. Le taux d'inflation étant proche de sa « cible » haute (6%), la politique monétaire devrait rester inchangée d'ici fin 2012.

Stabilisation du déficit budgétaire et détérioration du solde courant

Les recettes budgétaires sont moins élevées qu'attendu en raison du ralentissement économique alors que les mesures de soutien à la croissance, ainsi que les dépenses d'investissement (infrastructures, lutte contre l'insécurité

et les inégalités) sont maintenues. En conséquence, le déficit budgétaire se creusera en 2012/13. La dette publique reste maîtrisable (40% du PIB), mais ne cesse de progresser. Le solde courant se détériore. Les importations de produits manufacturés augmentent alors que les exportations souffrent de la contraction de la demande européenne et de l'érosion du cours des matières premières. En outre, les recettes touristiques ne compensent pas le paiement de services aux sociétés étrangères (mines) ni les rétrocessions de droits de douane aux Etats membres de l'Union douanière (SACU). Les investissements directs sont peu élevés au regard du PIB, mais les investissements de portefeuille sont attirés par le différentiel de taux avec les pays avancés (« carry trade »), ce qui rend ces flux très volatils. Le rand s'est déprécié de près de 10% entre février et août 2012. Les incertitudes relatives à la situation sociale (événements récents dans les mines, chômage très élevé...) et politique (élections en décembre du leader de l'ANC) ainsi qu'au contexte économique international, continuent à exercer une pression à la baisse. Le maintien de cours élevés des matières premières (or, platine, chrome...) limitent toutefois le risque d'une trop forte dépréciation. En revanche, la volatilité du taux de change du rand s'accroît. La capitalisation des banques est satisfaisante et la qualité des actifs s'améliore. Le système bancaire est peu vulnérable au risque de change.

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'intégration de la population noire dans l'économie, suscitent déceptions et rancœurs. Les troubles sociaux se multiplient. Suite au conflit de la mine Marikana, qui a opposé à l'été les mineurs grévistes réclamant des hausses de salaires à la police et a causé la mort de près d'une cinquantaine de personnes, les grèves se sont étendues à d'autres mines et d'autres secteurs (transports). Ces évé-

nements fragilisent également l'ANC, avec le retour sur le devant de la scène de J. Malema, figure emblématique de l'aile gauche du parti exclu en avril de l'ANC, et le COSATU, confédération syndicale membre de la coalition au pouvoir dont la principale composante est le Syndicat national des mineurs (NUM) très contesté par les mineurs de Marikana. Les tensions risquent de s'intensifier à l'approche des élections pour la présidence de l'ANC en décembre. Le maintien de Jacob Zuma à la tête du parti, considéré comme acquis il y a encore quelques mois, paraît désormais plus incertain. L'Afrique du sud dispose d'un système juridique bien développé. Mais l'inefficacité de l'administration, l'instabilité sociale, le manque de qualification de la main d'œuvre, la criminalité et la corruption constituent des handicaps pour l'environnement des affaires.

Points FORTS →

- Poids économique et politique en Afrique et au niveau international
- Richesses en ressources naturelles (or, platine, charbon, chrome...)
- Secteur des services (financiers notamment) bien développé
- Maîtrise des dépenses publiques et de l'endettement extérieur
- 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
- Production entravée par un manque d'investissements, carences en infrastructures de transport et d'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
- Corruption

ALLEMAGNE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



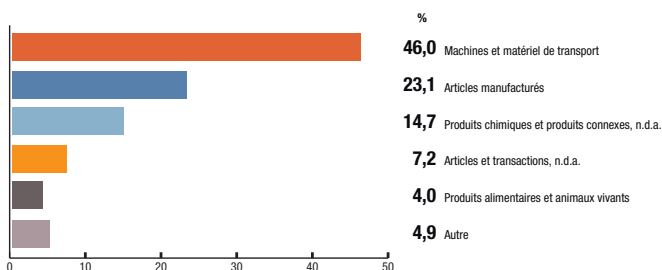
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,1	3,7	3,1	0,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,4	1,1	2,3	2,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,2	-4,3	-0,9	-0,1
Solde courant / PIB (%)	5,6	5,7	5,6	5,9
Dettes publiques / PIB (%)	74,2	83,0	81,0	82,0

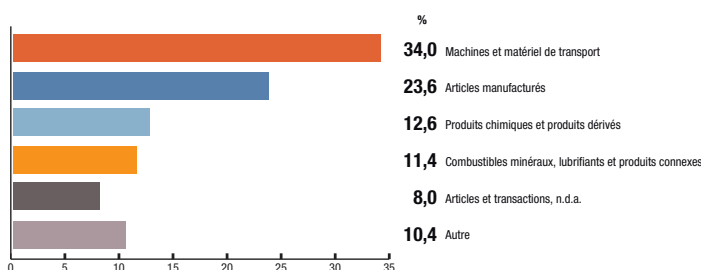
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 41 % du PIB



Importations 36 % du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement d'activité lié à la dégradation du contexte extérieur

Après avoir encore bien résisté au 1^{er} semestre 2012, l'activité décelère. L'économie réelle a fini par s'aligner sur la baisse de confiance observée chez les entreprises et les ménages à travers les enquêtes d'opinion depuis l'automne 2011.

Les exportations (50% du PIB) sont affectées par les effets délétères de la crise de la dette et des restrictions budgétaires sur la conjoncture européenne, ainsi que par le ralentissement observé dans le reste du monde. Le dynamisme de la demande des grands partenaires commerciaux émergents comme la Chine, la Pologne ou le Brésil ou celle des Etats-Unis s'émousse et ne parvient plus à compenser le marasme des ventes en Europe occidentale dans la zone euro (55% des débouchés, dont 38% pour la zone euro). Les exportations souffrent notamment de la méforme de l'investissement dans beaucoup de pays du fait du poids important des biens d'équipement dans les ventes.

Cependant, la contribution des échanges extérieurs à la croissance sera encore légèrement positive en 2012 car, dans le même temps, les importations ralentissent aussi dans le sillage de la stagnation des achats d'équipements et de matériaux par les entreprises. L'incertitude quant à l'évolution de la crise de la dette et de la politique économique européenne incite les entreprises à repousser certains investissements. Un recul de ces derniers est toutefois à écarter en raison du taux d'utilisation assez élevé (83% en septembre 2012) des capacités de production et du rattrapage partiel du retard dû à la crise de 2009. L'investissement public chute avec la fin des projets contenus dans le second plan de relance de 2009 et la situation financière tendue des collectivités locales à l'origine de la majeure partie de ce type de dépenses. L'accroissement des investissements dans les énergies renouvelables (éolien, solaire, géothermique), la modernisation des centrales thermiques existantes et la construction de centrales au gaz dans la perspective de la sortie du nucléaire en 2022, n'interviendra au mieux qu'à partir de la fin d'année.

Soutien de la dépense des ménages

Le soutien à l'activité provient surtout de la résistance de la consommation et de l'investissement des ménages. D'un côté, les créations d'emploi ralentissent, mais, de l'autre, le revenu net disponible réel des ménages augmente significativement (1,3% en 2012). Dans un marché du travail tendu, des accords professionnels concernant un tiers des salariés se sont conclus sur des hausses sensibles de salaires (de 3 à 4%). Les retraités vont profiter de l'indexation de leurs pensions sur les rémunérations. La majeure partie du supplément de recettes publiques attendue en 2012, conséquence de la résistance de la consommation et de la progression des revenus, sera redistribuée sous forme de primes de fin d'année aux fonctionnaires, d'augmentation des allocations logement et parentale, ainsi que des bourses pour les étudiants. La construction et la rénovation de logements progressent sensiblement du fait notamment de la méfiance des ménages pour les placements financiers et de très bas taux d'intérêt. Les prix de l'immobilier enregistrent d'ailleurs de fortes progressions dans plusieurs grandes villes (Berlin, Hambourg, Düsseldorf, Cologne, Munich).

Des comptes publics satisfaisants

Le déficit devrait passer sous la barre de 1% du PIB dès 2012. Cependant, la dette restera élevée (plus de 80% du PIB). Le frein à l'endettement, intégré à la Loi Fondamentale, qui prévoit la réduction du déficit structurel de la Fédération à 0,35% d'ici 2016 et l'équilibre structurel pour les Länder d'ici 2020, ne jouera pas suffisamment. Le déficit structurel devrait en effet représenter 1% du PIB.

Des comportements de paiement globalement satisfaisants, malgré la survenance de plusieurs impayés importants

Globalement, le comportement de paiement des entreprises reste satisfaisant grâce, notamment, à une bonne

rentabilité et un large autofinancement. Cependant, plusieurs impayés importants sont survenus depuis le début de 2012. Dans plusieurs cas, il s'agissait d'entreprises connaissant des difficultés de longue date, que la décelération d'activité et la forte concurrence ont achevées. C'est le cas dans la vente à distance avec la concurrence de la vente par internet et dans les énergies renouvelables avec la concurrence chinoise à laquelle s'ajoute la réduction des avantages fiscaux.

Sauf persistance ou aggravation de la crise européenne, les comportements de paiement ne devraient pas connaître de dégradation significative au cours des prochains mois.

Points FORTS ↗

- Solide base industrielle (1/4 du PIB)
- Haut niveau de gamme et diversité de la production contribuent à la compétitivité et à la rentabilité
- Innovation, recherche et développement
- Présence importante sur les marchés émergents (1/3 des exportations)
- Rôle central des PME (Mittelstand) exportatrices à forte assise régionale
- Intégration de l'Europe centrale et orientale dans le processus de production
- Importance des ports de Hambourg et de Bremerhaven et Kiel

Points FAIBLES ↘

- Déclin démographique
- Manque d'ingénieurs
- Faible taux d'emploi des femmes
- Forte dépendance aux marchés mondiaux
- Poids majeur de la production et des exportations d'automobiles
- Retard persistant des Länder orientaux
- Secteur bancaire fragilisé

ANGOLA

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

RISQUE ÉLEVÉ



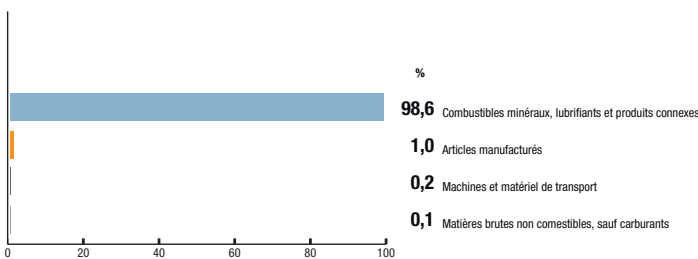
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	2,4	3,4	3,9	6,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	13,7	14,5	13,5	10,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,4	5,5	10,2	6,1
Solde courant / PIB (%)	-9,9	9,1	9,9	7,0
Dette publique* / PIB (%)	36,4	37,6	31,5	28,5

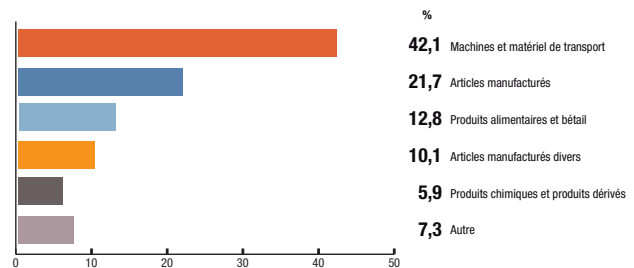
* La dette extérieure inclus l'aide du FMI (accord de confirmation) (e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **52 %** du PIB



Importations **46 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Reprise de l'activité en 2012 soutenue par les cours du pétrole et le lancement de la production de gaz naturel liquéfié

L'augmentation de la production pétrolière, conjuguée à la hausse du prix du baril de pétrole en 2012, a permis d'assurer une croissance forte qui devrait s'élever à 6,8% pour le total de l'année contre 3,9% en 2011. Le pays bénéficie également des retombées positives du lancement de la production de gaz naturel liquéfié. En revanche, la production agricole a été affectée par une forte sécheresse (environ 10% du PIB). Hors pétrole, le PIB est tiré par la production de diamant, le BTP et les transports, ces derniers étant soutenus par des investissements publics dans le cadre du programme de diversification de l'économie du gouvernement.

Des excédents courant et budgétaire qui restent tributaires des recettes pétrolières

Le confortable excédent budgétaire de 2012 a été assuré par la hausse du cours du brut et devrait se consolider d'ici la fin de l'année autour de 6%. Cependant, si la gestion des ressources pétrolières devrait s'améliorer avec la mise en place des réformes contenues dans l'accord de confirmation du FMI, elle pâtit toujours d'un manque de règles et de transparence.

Quant à l'excédent de la balance courante, il reste également tributaire des exportations de pétrole et de la bonne tenue des cours. En effet, le pétrole domine les exportations à hauteur de 98% et permet de couvrir les importants besoins en importations de biens et services nécessaires pour l'exploitation pétrolière.

Un système financier marqué par le manque de supervision ainsi que la vulnérabilité des banques angolaises à la situation en zone euro

Le secteur bancaire est marqué par le manque de supervision et de reconnaissance du véritable niveau des créances douteuses. De plus, les banques pâtissent de la faible vitalité du secteur non rentier, ce qui explique que plusieurs d'entre elles soient détenues par des non-résidents. Certaines banques et grandes entreprises (principalement le fonds souverain Sonangol) ont également acquis des parts importantes dans les grands groupes bancaires portugais. Cette imbrication des banques des deux pays accroît la dépendance vis-à-vis de la situation économique et financière en zone euro.

Revendications sociales et lacunes dans l'environnement des affaires

Les élections d'août 2012 ont marqué une nouvelle victoire du président José Eduardo Dos Santos à la tête du MPLA avec 72% des voix (contre 82% aux élections précédentes en 2008) pour un mandat de 5 ans qui s'ajoute à 33 ans à la tête du pays. Les récentes promesses en matière de dépenses sociales reflètent la volonté du président d'apaiser les revendications sociales notamment en termes de logement, qui ont marqué la campagne électorale. En effet, les prix du logement, particulièrement dans la capitale Luanda, sont très élevés dans un pays marqué par de fortes inégalités sociales. Le coefficient de Gini atteint ainsi 0,55 soit un niveau plus élevé que le Nigeria à 0,48. Les tensions sociales pourraient s'intensifier si le gouvernement n'améliore pas la situation. Cependant, la main mise du pouvoir sur les médias et la presse, ainsi que le désir de stabilité de la population après une guerre civile de 27 ans (fin en 2002) devraient freiner le dévelop-

pement d'un mouvement plus massif et organisé. Ces tensions se conjuguent à celles qui apparaissent au sein de l'élite au pouvoir au sujet de la succession du président Dos Santos. Enfin, le climat des affaires reste marqué par un manque de transparence, une instabilité juridique récurrente et l'importance de la corruption. Cette dernière demeure une réelle faiblesse, le pays est classé 168ème sur 182 selon l'Indice de perception de la corruption de Transparency International.

Points FORTS ↗

- Importante et croissante production pétrolière
- Lancement de la production de gaz naturel liquéfié
- Potentiel économique considérable : diamant, cuivre, fer, or, agriculture, ressources hydrauliques
- Forte influence régionale à la fois financière et militaire
- Soutien international

Points FAIBLES ↘

- Vulnérabilité au retournement des cours pétroliers
- Instabilité de l'enclave de Cabinda d'où provient le tiers du pétrole
- Fortes inégalités sociales, la population profitant peu du pétrole
- Concentration de la richesse à Luanda, notamment au détriment de l'intérieur
- Délabrement des infrastructures
- Contrôle de la politique et de l'économie exercé par une élite concentrée

ARGENTINE



Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ

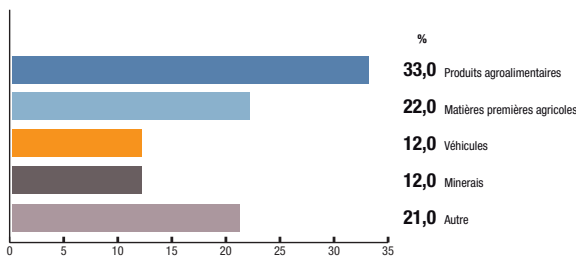
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	0,9	9,2	8,9	1,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	16,3	21,9	22,0	26,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,6	0,2	-1,7	-2,9
Solde courant / PIB (%)	3,6	0,8	0,0	0,0
Dette publique / PIB (%)	58,7	49,1	44,2	43,3

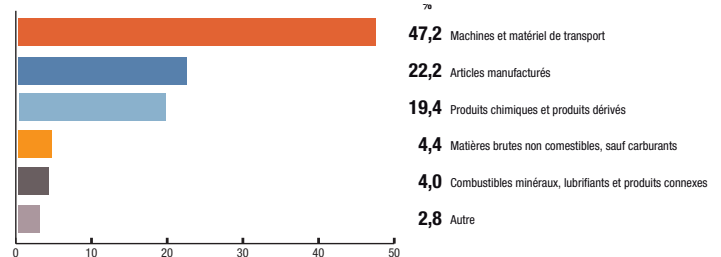
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 21 % du PIB



Importations 16 % du PIB



→ Appréciation du risque

Fort ralentissement en 2012 dans un contexte extérieur et domestique moins porteur

Le ralentissement de la croissance s'intensifie. L'activité est en effet très sensible à la conjoncture mondiale. Le ralentissement des principaux partenaires commerciaux, en premier lieu le Brésil, pèse sur les exportations, notamment celles des secteurs du textile et de l'automobile. Cependant, la hausse des prix des produits agricoles (10% du PIB et 20% des exportations) liée à la sécheresse aux États-Unis engendrera une hausse des exportations en valeur d'ici la fin de l'année. L'investissement dans l'industrie, tout comme dans l'énergie ou les transports, sera encore découragé par les contrôles des mouvements de capitaux, les restrictions à l'importation et les contrôles du change imposés par l'Etat. L'expropriation de la compagnie pétrolière YPF, filiale de Repsol et, respectivement, numéro un et deux de la production pétrolière (35%) et gazière (25%) ne va pas encourager les investisseurs étrangers.

Disparition des excédents budgétaires et courant

En 2012, le déficit budgétaire se creusera pour atteindre 2,9%. Les recettes budgétaires sont à la fois obérées par les nombreuses exonérations et très dépendantes des droits de douane. Les restrictions aux importations décidées par le gouvernement ont donc un effet négatif sur le solde budgétaire. De leur côté, les dépenses augmentent rapidement car les subventions suivent la hausse des matières premières tandis que les dépenses de personnel sont indexées sur l'inflation.

L'excédent courant s'est effrit ces dernières années. En 2012, la balance courante se situera à l'équilibre avant de devenir déficitaire en 2013. En cause, la diminution de l'excédent commercial et le creusement des déficits des balances des services et des revenus. En 2012, les importations progressent plus rapidement que les exportations, et ce malgré les contrôles imposés par les autorités.

La compétitivité des exportations est érodée par l'appréciation réelle du peso, la hausse des prix excédant la dépréciation du peso. Le rapatriement des profits des entreprises vers leurs pays d'origine a fortement augmenté (2,3 milliards USD au premier trimestre) dans un contexte de dégradation de l'environnement des affaires.

Renforcement du contrôle des changes

L'Etat argentin, en défaut vis-à-vis des pays créanciers du Club de Paris au titre de sa dette publique bilatérale, ne peut de facto accéder aux marchés financiers, sauf à payer des taux d'intérêt très élevés. L'excédent commercial, de ce fait, unique source de devises, ne permettant plus de couvrir les sorties de capitaux privés et les besoins de l'Etat, les autorités ont pris plusieurs mesures restrictives visant à sauvegarder les réserves en devises de la Banque centrale.

Les importations sont découragées. Dès juillet 2011, le gouvernement a accru le nombre de produits (600) soumis à licences d'importation. Leur obtention dépend de l'engagement pris par l'importateur ou un partenaire local d'exporter pour un montant équivalent. En décembre, elles ont obligé les importateurs à avertir leur banque de leurs besoins en devises au moins 10 jours à l'avance, avant de les contraindre à demander une autorisation d'importation aux services fiscaux à partir du 1^{er} février 2012. Ces autorisations sont accordées au compte-gouttes. Les importations ont effectivement diminué. Mais, la baisse des importations, composées à 80% de produits intermédiaires et de biens d'équipement, risque d'obérer la capacité productive et d'entraver les exportations.

Les particuliers sont aussi touchés que les entreprises. Le marché immobilier, où les transactions se faisaient traditionnellement en dollars, a considérablement ralenti avec le manque de devises.

L'écart entre le cours de change officiel et le cours au noir peut atteindre plus de 37% (à fin août). Ceci illustre bien la conviction des argentins que le peso est surévalué et qu'une forte dévaluation pourrait intervenir. Le souvenir de la «pésosisation» forcée de 2001 n'a pas disparu.

Isolement accru sur le plan international et tensions sociales au niveau national

La politique étrangère menée par l'Argentine accroît son isolement sur le plan international. Aucun accord n'a encore été signé sur le paiement des arriérés avec le Club de Paris. L'expropriation de la compagnie pétrolière YPF, filiale du groupe espagnol Repsol, a tendu les relations entre les deux pays. Par ailleurs, les restrictions aux importations accroissent les tensions avec ses partenaires commerciaux (Mercosur et États-Unis en particulier). Au niveau national, la popularité de la présidente Cristina Fernandez de Kirchner, réélue pour un second mandat en 2011, est en forte baisse. Les tensions sociales restent fortes du fait d'une pauvreté importante, des inégalités et d'une forte inflation. Malgré des mesures populistes comme le contrôle des prix et les subventions, les revendications et les grèves sont importantes. Dans ce contexte, il est probable que le gouvernement perde sa majorité parlementaire aux élections de mi-mandat de 2013.

Points FORTS ↗

- Abondantes ressources agricoles (céréales, oléagineux, viande, fruits), énergétiques (gaz, pétrole, hydraulique) et minérales (or, argent, cuivre)
- Atouts touristiques
- Niveau d'éducation et indicateurs de développement humain supérieurs à la moyenne régionale
- Main d'œuvre qualifiée
- Système politique démocratique

Points FAIBLES ↘

- Environnement des affaires imprévisible
- Des relations non normalisées avec les pays créanciers membres du Club de Paris
- Dépendance à l'égard des matières premières
- Insuffisance des investissements dans l'énergie et les transports
- Inflation très élevée
- Politique budgétaire peu rigoureuse
- Fortes inégalités et tensions sociales

ARMÉNIE



Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE ÉLEVÉ

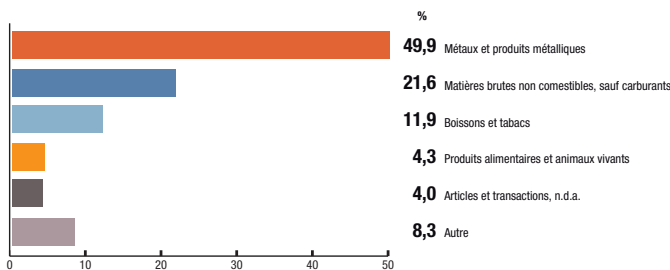
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-14,2	2,1	4,6	3,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,5	7,3	7,8	3,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,8	-5,7	-3,8	-3,1
Solde courant / PIB (%)	-15,8	-14,7	-11,1	-12,0
Dette publique / PIB (%)	40,2	39,2	42,0	42,3

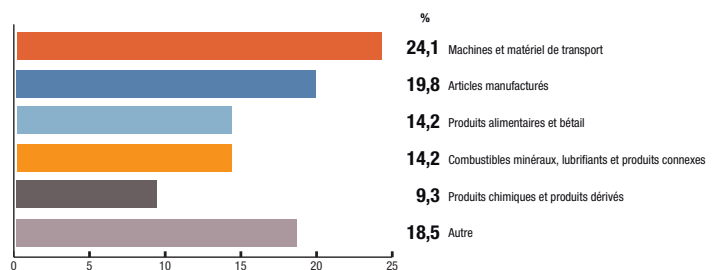
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 12 % du PIB



Importations 36 % du PIB



→ Appréciation du risque

Stabilisation de la croissance

Après le rebond de l'activité enregistré en 2011, l'économie décélère légèrement en 2012, freinée par des conditions extérieures moins favorables. Très dépendante de l'économie russe qui résiste plutôt bien, l'économie arménienne devrait toutefois être relativement épargnée par la récession qui touche l'Europe de l'Ouest. La consommation privée, soutenue par les mesures budgétaires et l'investissement demeurent les principales contributions à la croissance. La production minière et manufacturière de même que le secteur des services restent porteurs alors que l'agriculture est contrainte par des faiblesses structurelles (obsolescence des équipements, faible accès au crédit). La contribution du commerce extérieur demeure négative. Les recettes d'exportations de métaux et de minerais sont soutenues par des cours élevés. Toutefois, le ralentissement de l'activité en Allemagne et en Bulgarie – principaux débouchés après la Russie – handicape le secteur exportateur. La hausse des prix alimentaires, accentuée par la sécheresse estivale qui a touché la Russie, le principal fournisseur de céréales du pays, ainsi que celle du coût de l'énergie contribuent au renforcement des tensions inflationnistes. La Banque Centrale conserve son objectif de taux d'inflation (4% ±1,5%) mais ne devrait pas modifier sa politique monétaire, maintenant son taux de refinancement inchangé depuis septembre 2011.

Des efforts de consolidation budgétaire

Le gouvernement poursuit son programme d'assainissement des finances publiques. Les dépenses publiques, réorientées en faveur des programmes sociaux et de la revalorisation des retraites au détriment des dépenses d'équipement, restent contenues grâce au gel des salaires. Les réformes fiscales, visant à notamment à réduire l'évasion fiscale et améliorer la collecte des recettes de TVA, permettront le maintien d'un déficit public de l'ordre de 3% du PIB à fin 2012. Cet effort de consolidation budgétaire est nécessaire pour stabiliser la dette publique qui a plus que doublé depuis 2008 (de 16% à 42% du PIB) et dont 80%

est libellée en devises. Le déficit courant se creuse légèrement, sous l'effet du ralentissement de la demande extérieure (métaux, minerais) tandis que les importations sont soutenues par l'augmentation de la demande interne. La progression des transferts provenant des travailleurs expatriés (majoritairement en Russie) n'est pas suffisante pour compenser le déficit commercial. Les flux d'IDE s'affaiblissent et les flux d'investissements de portefeuille sont négatifs. Le recours à l'endettement est donc inévitable pour couvrir le besoin de financement de l'économie. La dette externe, détenue essentiellement auprès des bailleurs multilatéraux et de la Russie, est en forte augmentation depuis 2008, avoisinant désormais 70% du PIB (30% en 2008). Le cours du dram est resté stable en début d'année et s'est légèrement déprécié après les élections parlementaires. Les interventions de la Banque centrale pour limiter sa volatilité réduisent les réserves du pays. Le secteur bancaire paraît stabilisé, avec des créances douteuses en nette diminution et de nouvelles règles prudentielles renforçant les exigences de capitalisation.

Un environnement géopolitique à risque

Le parti du Président Serzh Sargsyan, Republican Party of Armenia (RPA), a remporté la majorité absolue des sièges de l'Assemblée Nationale lors des élections parlementaires de mai 2012. Malgré quelques mouvements de protestation organisés par le parti d'opposition the Armenian National Congress (ANC), les violences qui avaient marqué le scrutin présidentiel de 2008 ne se sont pas reproduites. La situation politique intérieure semble donc s'être stabilisée dans l'attente des élections présidentielles prévues en février 2013. Sur le plan des relations extérieures, les négociations avec l'Azerbaïdjan sur le statut de la région du Haut-Karabagh demeurent dans l'impasse. Les relations se sont encore tendues début septembre après la décision des Autorités azéris de gracier et de promouvoir un officier condamné pour le meurtre d'un militaire arménien. Le risque de conflit armé reste élevé, alors que les budgets militaires des deux pays sont en forte hausse depuis 2010. Par ailleurs, la Turquie,

allié historique de l'Azerbaïdjan, conditionne la normalisation de ses relations avec l'Arménie à la résolution de la situation au Haut-Karabagh. Aucune avancée majeure n'est attendue dans les prochains mois sur le plan des relations turco-arméniennes. Concernant la gouvernance, des progrès ont été réalisés, en particuliers en termes de protection des droits de propriété et de clarté de la réglementation. Mais la corruption et les liens étroits qu'entretiennent les élites politiques et économiques valent à l'Arménie de figurer parmi les pays les moins bien classés (129^{ème} rang sur 182) selon Transparency International.

Points FORTS ↗

- Soutien financier de la communauté internationale
- Assainissement en cours des finances publiques
- Amélioration de l'environnement des affaires

Points FAIBLES ↘

- Déficit courants structurellement élevés
- Enclavement géographique
- Forte dépendance à l'égard de la Russie (IDE, transferts et exportations)
- Risque de conflit armé avec l'Azerbaïdjan

AUSTRALIE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



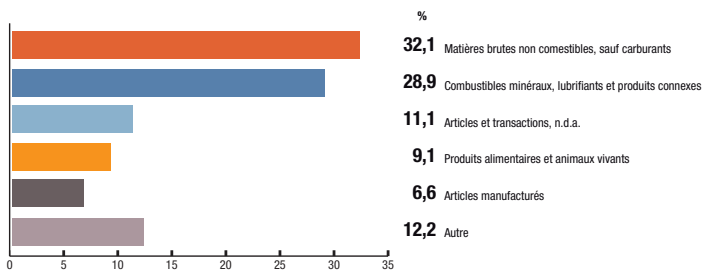
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	1,4	2,7	2	2,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,8	2,8	3,4	2,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,1	-4,8	-3,3	-1,5
Solde courant / PIB (%)	-4,5	-2,6	-1,6	-1,9
Dettes publiques / PIB (%)	22,6	28,8	30,3	29,4

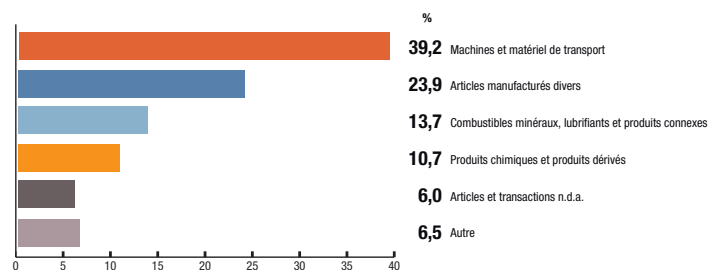
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 20 % du PIB



Importations 22 % du PIB



→ Appréciation du risque

Croissance soutenue mais des inquiétudes se profilent

Après l'impact des inondations sur l'activité en 2011, la croissance devrait s'établir à 2,7% en 2012. Il s'agit d'une bonne performance mais des signes de ralentissement se font jour. En effet, les entreprises des secteurs minier (charbon et minerai de fer) et énergétique (gaz de charbon et gaz naturel) devraient voir leurs exportations décélérer sous l'effet de la demande moins vive en provenance de la Chine, principal partenaire commercial, mais aussi du reste de l'Asie qui pâtit de la récession en zone euro. La baisse des prix des matières premières constitue également une pression sur les profits des groupes miniers. En réaction, ces derniers pourraient donc être amenés à reporter divers grands projets (extension des mines d'uranium et de cuivre d'Olympic Dam, construction d'un terminal pour les exportations à Port Hedland...).

L'investissement du secteur minier, l'un des moteurs traditionnels de la croissance, progressera néanmoins significativement, en particulier dans le secteur du gaz naturel liquéfié. De leur côté, les secteurs manufacturier et des services (tourisme, éducation) continuent de souffrir d'un désavantage de compétitivité-prix dû à la parité élevée du dollar australien. Les flux de capitaux continuent en effet de se porter sur les actifs qui apparaissent les moins risqués, comme la devise australienne. Mais l'action conjuguée de la baisse du taux directeur de la Reserve Bank of Australia (RBA) de 25 points de base à 3,25% et le ralentissement minier pourrait participer à enrayer l'appréciation de la devise nationale.

La confiance des ménages est moins bien orientée

La consommation des ménages continue d'être un moteur de la croissance mais sa progression en 2012 demeure inférieure à celle d'avant la crise. L'indice de confiance des ménages affiche une moins bonne orientation en dépit de la baisse du taux directeur de la RBA. Cette décision allège en effet le service de la dette immobilière des ménages qui ont majoritairement contracté des crédits à taux variables.

Les dépenses discrétionnaires, en particulier celles liées aux loisirs sont actuellement contraintes, les ménages préférant se désendetter (plus de 150% du revenu disponible -RD-), et continuer d'approvisionner leur épargne de précaution (9,2% du RD contre 3,1% en 2007). L'investissement résidentiel pourrait stagner, voire décélérer légèrement, cela en dépit de la pénurie chronique de logements dans la plupart des grandes villes australiennes. Les prix déjà élevés devraient donc être poussés à la hausse.

Dans ce contexte, les recettes fiscales devraient se tasser, compromettant l'objectif du gouvernement de retrouver un excédent budgétaire en 2013. Face à cette contrainte, les marges de manœuvre du gouvernement sont plus étroites. Une réduction plus poussée des dépenses publiques pèserait en effet davantage sur la croissance. La dette publique, quant à elle, affichera un niveau très satisfaisant (30%) bien qu'elle ait doublé en trois ans.

Les faillites des entreprises ont fortement augmenté

L'économie australienne a été portée depuis 2002-2003 par le boom exceptionnel du secteur minier. Ce dernier représente environ 9% du PIB du pays et 2% de la main-d'œuvre. Mais le ralentissement observé depuis l'été devrait se répercuter à d'autres secteurs d'activité qui lui sont liés directement : la construction d'usines et de sites d'extraction, l'industrie manufacturière de la mécanique spécialisée, la recherche-développement, l'exploration, le transport et les infrastructures portuaires et ferroviaires, les services scientifiques, financiers et d'assurances. D'autres activités tirent partie de l'essor minier, comme la distribution. La région ouest est la plus concernée par la décélération du secteur tout en demeurant la région la plus dynamique du pays. Globalement, dans un contexte où le crédit demeure déprimé, les délais de paiement ont tendance à s'allonger. Les faillites d'entreprise se sont accélérées au 1^{er} trimestre 2012 (+ 14% en glissement annuel), ce qui est reflété par l'indice des incidents de paiement Coface, qui se situe au-dessus de la moyenne mondiale.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

- Vulnérabilité au cycle des matières premières et à la demande chinoise
- Dette extérieure élevée (près de 100% du PIB)
- Endettement important des ménages (plus de 150% du revenu disponible)
- Pénurie de main-d'œuvre qualifiée
- Forte exposition aux risques naturels

BELGIQUE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



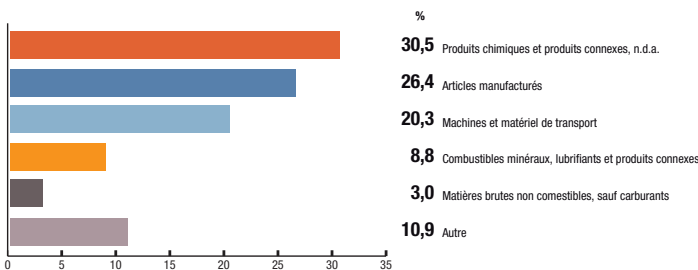
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-2,7	2,4	1,8	-0,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,0	2,2	3,5	2,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,9	-4,2	-3,7	-2,8
Solde courant / PIB (%)	-1,7	1,4	-1,0	-1,1
Dettes publiques / PIB (%)	95,0	96,0	97,0	99,0

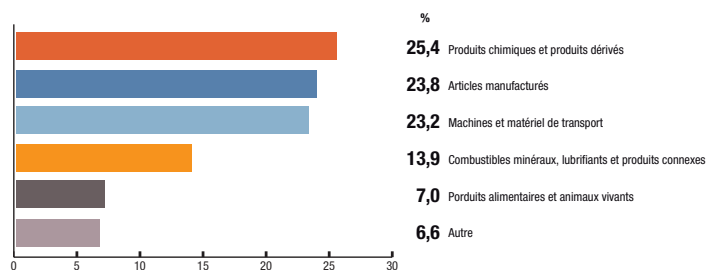
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 73 % du PIB



Importations 70 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une activité atone qui devrait lentement repartir à partir de la fin 2012

Après son net recul au deuxième trimestre 2012, l'activité pourrait encore reculer au troisième, avant de se stabiliser et d'amorcer une reprise lente et progressive par la suite. Cette lente amélioration devrait se poursuivre tout au long de 2013. La croissance attendue l'année prochaine serait toutefois inférieure à 1%.

Les exportations reculent légèrement sous l'effet du marasme chez les principaux partenaires (Allemagne pour 19% des exportations, France pour 17%, Pays-Bas pour 12% et Royaume-Uni pour 7%). Mais, comme dans le même temps les importations suivent la même tendance, la contribution des échanges extérieurs à la croissance n'est pas négative mais seulement nulle. En 2013, un léger frémissement des exportations est possible si l'économie de la zone euro enregistre une légère reprise.

La demande intérieure n'est pas plus porteuse en raison, notamment, des restrictions budgétaires. Malgré l'indexation salariale sur la forte inflation de 2011, le revenu disponible des ménages devrait finalement encore reculer en 2012. Confrontés à l'arrêt des créations d'emploi et au resserrement budgétaire, les particuliers restent prudents dans leurs dépenses. La prudence est également de mise chez les entreprises dont l'investissement stagne. Le taux d'utilisation des capacités de production remonté à sa moyenne historique de 83% début 2011, est retombé à 77% après être, il est vrai, descendu à 70% en 2009. Cependant, si l'on se réfère aux derniers résultats de l'enquête de confiance de la Banque Nationale de Belgique auprès des consommateurs et des entrepreneurs, la phase de repli semble dépassée ce qui permet d'espérer une stabilisation puis une légère progression de la demande intérieure à partir de la fin de 2012 se prolongeant sur 2013.

Assainissement des comptes publics

Après un an et demi de gouvernement démissionnaire en charge des affaires courantes depuis les élections de juin 2010, une nouvelle équipe dirigée par le socialiste Elio di

Rupo a prêté serment début décembre 2011. La nouvelle coalition compte six partis - socialistes, libéraux et démocrates-chrétiens, tant flamands que francophones - à l'exclusion du grand vainqueur des élections en Flandre, la formation indépendantiste N-VA de Bart De Wever, qui a promis une opposition dure au nouveau premier ministre. Déjà, en octobre 2011, un accord était intervenu sur la dévolution de pouvoirs supplémentaires aux entités fédérées, notamment en matière sociale, le transfert aux régions d'un quart du produit des impôts, la scission de l'arrondissement électoral de Bruxelles-Hal-Vilvorde complétée par un accord judiciaire et un autre sur le financement de Bruxelles par les banlieues. Afin de faire repasser le déficit public sous la barre des 3% du PIB dès 2012 et de retrouver l'équilibre en 2015, la coalition a adopté en novembre 2011 et en mars 2012 de nombreuses mesures d'économie.

Une dette publique élevée, mais une position créditrice extérieure

Ces mesures budgétaires devraient permettre, à terme, de réduire la dette publique (essentiellement fédérale) qui pourrait dépasser 100% du PIB fin 2012 sous l'effet du sauvetage de Dexia et de la participation belge au Fonds européen de stabilité financière ainsi qu'au futur Mécanisme européen de stabilité. L'objectif devrait être atteint. Entre 1996 et 2007, la dette est déjà passée de 130 à 85% du PIB. Même avec des hypothèses conservatrices de croissance et de taux d'intérêt, un excédent budgétaire primaire (c'est-à-dire hors intérêts de la dette) permettant de réduire la dette serait atteint dès 2015. La situation du pays est par ailleurs confortée par une position extérieure nette créditrice qui tend néanmoins à se réduire du fait de l'apparition d'un léger déficit courant. L'excédent des échanges de services et de revenus ne parvient plus à compenser le déficit commercial qui s'est creusé sous l'effet du renchérissement du pétrole et de la méforme des exportations. Enfin, l'épargne nette des ménages dépasse largement la somme des dettes nettes des entreprises et de l'Etat, ce qui peut suppléer éventuellement aux capitaux étrangers.

Dégradation modérée des comportements de paiement

Comme en 2008-2009, la détérioration de l'environnement macroéconomique observé depuis l'automne 2011

se traduit par une dégradation des comportements des entreprises. Cela se traduit par la survenance d'impayés ponctuels plus importants que de coutume. La détérioration est toutefois limitée par la rentabilité satisfaisante et l'autofinancement dont jouissent beaucoup d'entreprises. Le caractère relativement limité de la situation économique tempère aussi la dégradation. Une légère augmentation du nombre de défaillances est également observée, notamment en Flandre, dans la construction, l'industrie ainsi que l'hôtellerie-restauration. Certaines entreprises, ébranlées en 2009 et seulement partiellement rétablies, sont vulnérables au retournement de conjoncture. L'imbrication de l'industrie belge avec celle du nord de la France, qui connaît elle-même des difficultés, est un élément de fragilité supplémentaire. La reprise, même lente, devrait amener une stabilisation des comportements de paiement en 2013.

Points FORTS ↗

- Présence d'institutions européennes, d'organismes internationaux et de groupes mondiaux
- Infrastructures : ports d'Anvers (2^{ème} rang européen) et de Zeebrugge, canaux, autoroutes en font un point d'accès privilégié aux marchés de la zone euro
- Taux d'épargne élevé et faible endettement des ménages
- Position extérieure créditrice
- Main d'œuvre bien formée grâce à l'enseignement professionnel

Points FAIBLES ↘

- Partage complexe des compétences entre régions, communautés linguistiques et Etat fédéral
- Fortes disparités régionales accompagnées de tensions politiques et financières
- Exportations reposant largement sur les produits intermédiaires et l'Europe (3/4 des ventes)
- Perte de compétitivité industrielle cause de disparition de l'excédent courant
- Fragilité du système bancaire

BIÉLORUSSIE

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ



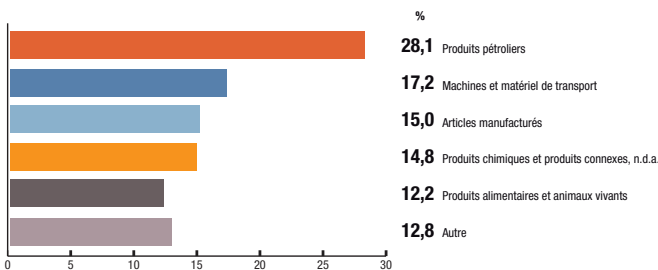
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	0,2	7,6	5,3	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	13,0	7,7	53,2	66,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,7	-1,8	3,1	-1,0
Solde courant / PIB (%)	-12,6	-15,0	-10,4	-6,1
Dettes publiques / PIB (%)	34,9	41,0	50,6	37,7

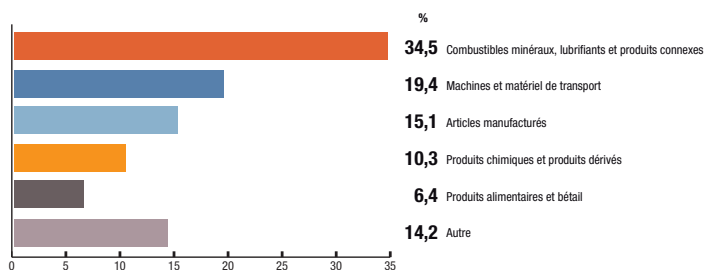
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 51 % du PIB



Importations 62 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance ralentie par l'ajustement macroéconomique

Après une année 2011 marquée par une crise de la balance des paiements et une dévaluation, la Biélorussie poursuit son ajustement macroéconomique en 2012. La croissance est fortement ralentie mais reste positive et devrait atteindre 3% sur l'année. La consommation privée, soutenue par des hausses de salaires, compense le recul de l'investissement. Les productions agricole (céréales, lait) et industrielles progressent. Mais les tensions inflationnistes restent fortes, les Autorités assouplissant la politique monétaire restrictive mise en œuvre en 2011 et soutenant la demande par des mesures budgétaires. La compétitivité-prix du secteur exportateur en est directement affectée et la contribution des exportations nettes à la croissance demeurera négative sur l'année. Les ventes de minerais et de métaux, qui représentent 40% des exportations, bénéficient de cours élevés mais le ralentissement de l'activité en Russie, premier partenaire du pays, ainsi qu'au sein de l'Union Européenne risque d'atténuer cet effet en réduisant les volumes exportés.

Une situation financière toujours fragile

Le gouvernement tente de maintenir la politique de maîtrise des dépenses courantes sans renoncer à la hausse salaires. La baisse des recettes, liée au ralentissement de l'activité devrait toutefois aboutir à un léger déficit en 2012. Le besoin de financement de l'Etat reste très élevé et n'est pas totalement couvert par le prêt de 3 Mds \$ consenti par la Communauté Economique Eurasienne (EURASEC). Le pays a sollicité une nouvelle aide auprès du FMI mais les négociations n'ont pas abouti faute d'engagement suffisant du Gouvernement sur des réformes structurelles. La dette publique, qui a presque doublé suite à la dévaluation, devrait légèrement diminuer sur 2012. Toutefois, sa part libellée en devise augmentera fortement, entretenant le risque de défaut en cas de nouvelle dépréciation du rouble. Malgré une légère amélioration de la balance commerciale observée en début d'année, suite à l'effet de la dévaluation

de mai 2011 et à la baisse du prix du gaz importé grâce à l'accord conclu avec la Russie, le solde courant restera déficitaire. Le pays compte sur les privatisations pour attirer les investisseurs étrangers mais les IDE nets resteront faibles au regard du besoin de financement. La Biélorussie demeure dépendante des flux de portefeuille et des crédits bancaires, dans un contexte d'aversion accrue au risque. Les recettes liées au rachat par Gazprom de 50% du capital de Beltransgaz (2,5 Mds \$) et le décaissement d'une tranche de crédit EURASEC ont permis de reconstituer quelques réserves. Mais leur niveau reste extrêmement faible (1 mois d'importation) et la Biélorussie est donc exposée à un risque de liquidité significatif. Grâce à l'adoption d'un régime de change flottant, les autorités devraient parvenir à stabiliser le rouble.

Le secteur bancaire a été fragilisé par la dévaluation et la crise financière. Il reste très vulnérable à une dégradation de la situation économique qui accroîtrait les créances douteuses et pèserait sur la solvabilité des banques.

Influence grandissante de la Russie et risque d'instabilité sociale

Sur le plan international, la Biélorussie apparaît de plus en plus isolée et dépendante de la Russie. Les sanctions économiques imposées par l'UE et les Etats-Unis devraient être maintenues tant qu'aucune ouverture politique ne sera amorcée par le régime d'Alexandre Loukachenko. La récente nomination comme Ministre des Affaires étrangères de M. Makeï figurant sur la liste des responsables biélorusses interdits d'entrée dans l'UE, ne devrait pas faciliter le rapprochement avec les pays occidentaux. De fait, le pays est très dépendant de la Russie notamment pour ses achats de gaz et l'assistance financière mais aussi par la participation des entreprises russes dans l'économie. Gazprom est désormais l'unique actionnaire de Beltransgaz et le prêt accordé via l'EURASEC est assorti de conditions imposant la privatisation d'actifs publics à l'horizon 2013 dont bénéficieront essentiellement les entreprises russes. Bien que le président Loukachenko soit farouchement attaché à la sou-

veraineté du pays vis-à-vis de la Russie, l'intégration économique entre les deux pays et l'influence de la Russie se renforcent significativement. Sur le plan interne, les sanctions économiques et la dégradation rapide du niveau de vie des Biélorusses pèsent sur la stabilité politique. L'opposition n'a remporté aucun siège aux élections législatives de fin septembre, confirmant l'emprise d'A. Loukachenko, au pouvoir depuis dix-huit ans, sur le pays. Le durcissement du régime depuis le début de la crise en 2011 participe en outre au mécontentement croissant de la population qui pourrait conduire à des manifestations, faisant toujours craindre une violente répression.

Points FORTS ↗

- Position stratégique entre l'Europe et la Russie
- Main d'œuvre qualifiée et infrastructures de qualité
- Taux de pauvreté le plus bas parmi les pays de la CEI

Points FAIBLES ↘

- Economie très régulée et faible avancée des réformes
- Déficit courant structurellement élevé
- Risque de crise de liquidité
- Forte dépendance à l'égard de la Russie (30% des exportations, 60% des importations)

CHINE



Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

RISQUE FAIBLE

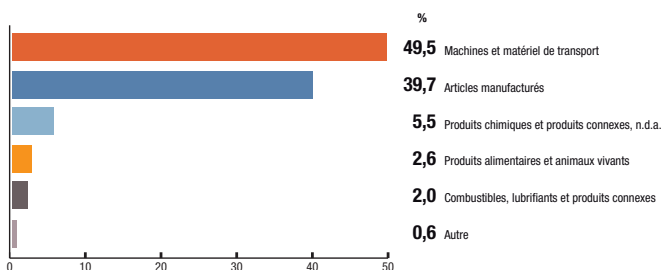
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	9,2	10,4	9,3	7,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,7	3,3	5,4	2,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,2	-1,7	-1,1	-1,6
Solde courant / PIB (%)	5,1	5,3	2,8	2,2
Dette publique / PIB (%)	17,7	33,5	25,8	22,0

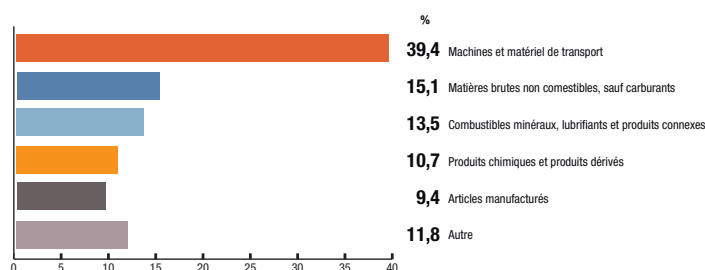
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 27 % du PIB



Importations 22 % du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement de la croissance contenu en 2012 grâce aux mesures de relance budgétaire

Le ralentissement de l'activité se poursuit au 1^{er} semestre 2012. Les ventes à l'étranger, notamment vers la zone euro qui capte 15% des exportations totales, se contractent. En outre, la demande interne marque le pas du fait de la politique de contrôle de l'investissement engagée en 2010 et axée principalement sur la décélération de l'offre de crédit (réintroduction des quotas sur les prêts que les banques peuvent octroyer chaque année) et sur l'appréciation du yuan. La contraction des transactions immobilières et la baisse des prix dans certaines grandes villes pèsent également sur l'activité, le secteur immobilier représentant 10% du PIB. Ces difficultés du secteur immobilier pourraient avoir des conséquences sur le secteur de la construction notamment la métallurgie et les cimenteries. Dans ce contexte, des mesures de relance budgétaires ciblées ont été mises en place : construction de 36 millions de logements sociaux sur cinq ans, soutien aux PME de Wenzhou, prime à la casse dans le secteur automobile, subventions à l'achat d'électroménager et aux primo-accédants, annonce de plans d'investissement par plusieurs collectivités locales représentant au moins 4 points du PIB d'ici la fin de 2012. En outre, face aux difficultés des secteurs exportateurs, l'appréciation du yuan ralentit et devrait atteindre 3% en 2012 contre 5% en 2011. En revanche, une ouverture des vannes du crédit comme celle observée en 2009 (le crédit avait alors cru de +33%) n'a, à ce stade, pas été annoncée en raison des risques de mauvaise allocation des ressources, de détérioration de la qualité des actifs des banques et d'émergence de nouvelles bulles. Malgré les baisses de taux de réserves obligatoires des banques et du taux directeur, la croissance du crédit devrait rester sous contrôle (autour de +15%). Toutefois, en cas d'aggravation de la crise de la zone euro, les autorités pourraient faire le choix d'un soutien plus massif de l'économie.

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

Les PME sont à surveiller car elles font face à plusieurs chocs, notamment des pressions salariales importantes (+20% en 2011 et +13% attendu en 2012) et des problèmes d'accès au financement. En effet, les crédits bancaires étant principalement alloués aux entreprises publiques, les PME du secteur privé font de plus en plus appel au système informel de crédit qui applique des taux usuraires, jusqu'à quatre fois plus élevés que ceux appliqués aux entreprises publiques. Dans un contexte de ralentissement de la demande externe, ces PME – qui représentent 68% des exportations et 60% de la création de richesse nationale – pourraient rapidement se retrouver en difficulté. En effet, dès avril 2012, les marges des entreprises se sont contractées de 2%.

Par ailleurs, le secteur bancaire pourrait être affecté par les difficultés croissantes du secteur immobilier, malgré les résultats encourageants des stress tests sur les plus grandes banques commerciales. En effet, si les ménages s'endettent peu pour acquérir leur logement, ce n'est en revanche pas le cas des promoteurs immobiliers qui font face à une pression financière accrue en raison de l'illiquidité croissante du marché et sont parfois contraints de vendre avec des décotes importantes.

En outre, les banques pourraient pâtir des difficultés croissantes des collectivités locales. Ne pouvant s'endetter à leur propre titre, les entités sub-souveraines ont emprunté via des plateformes de financement locales (PFL) au fonctionnement opaque. Les banques ont massivement prêté aux PFL alors que ces dernières étaient faiblement capitalisées. Selon les estimations officielles, la dette des collectivités locales s'élève à 27% du PIB. En 2012, le risque de défaut en chaîne devrait être évité grâce à l'intervention de l'Etat qui a mis en place les conditions d'un refinancement de cette dette. Les banques sont en effet encouragées à étendre la maturité des prêts octroyés tandis que les collectivités locales sont désormais autorisées à émettre des obligations. Cependant, ceci n'exclut pas des défauts ponctuels de collectivités locales ou de banques de second rang puisque 23% des crédits accordés aux collectivités locales pourraient se transformer en prêts non performants. L'Etat, souhaitant éviter le risque d'aléa moral, pourrait être tenté de faire quelques exemples isolés.

Lacunes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, les tensions sociales devraient demeurer vives en raison notamment des confiscations récurrentes de terrains agricoles au profit de promoteurs immobiliers et des inégalités substantielles entre les campagnes et les villes. En outre, des lacunes majeures de gouvernance persistent notamment en termes d'accès aux bilans des entreprises. En effet, le durcissement récent des conditions d'obtention d'informations financières sur les entreprises constitue une préoccupation centrale, puisqu'il pourrait sensiblement affecter les ventes à crédit interentreprises.

Points FORTS ↗

- Comptes extérieurs bénéficiant de la compétitivité et de la diversification industrielles
- 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 croissantes liées à la montée des inégalités
- Baisse de la part de la consommation dans le PIB depuis 2000 : le rééquilibrage du modèle de croissance chinois reste un enjeu de taille 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

EGYPTE

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

RISQUE MODÉRÉ



Principaux indicateurs économiques

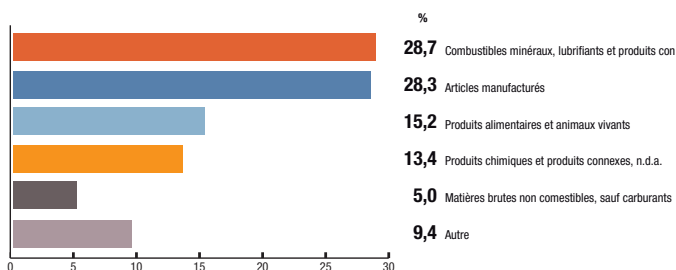
Année fiscale débutant le 1 ^{er} juillet	2008/09	2009/10	2010/11 (e)	2011/12 (e)	2012/13 (p)
Croissance PIB (%)	4,7	5,1	1,8	2,2	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	16,2	11,7	11,5	9,5	9,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-7,0	-8,2	-10,0	-10,8	-10,6
Solde courant / PIB (%)*	-2,3	-2,0	-2,6	-3,2	-3,0
Dette publique / PIB (%)	77,0	78,0	80,0	83,0	83,5

* hors dons

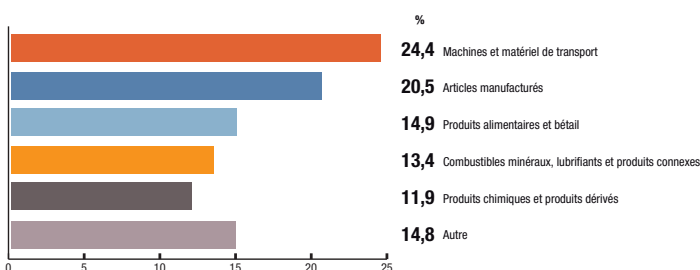
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 25 % du PIB



Importations 32 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une transition politique toujours incertaine

Suite à la démission forcée du président Moubarak en février 2011, un Conseil suprême des forces armées (SCAF) a dirigé le pays jusqu'à l'élection présidentielle remportée fin juin 2012 par Mohamed Morsi, du mouvement islamiste des Frères musulmans.

Après l'éviction surprise d'officiers supérieurs du SCAF, à laquelle le président a procédé mi-août 2012, l'incertitude subsistera jusqu'à une claire répartition des pouvoirs entre président, gouvernement, parlement, autorité judiciaire et, éventuellement, l'armée. Les prochaines grandes étapes sont l'approbation par référendum de la nouvelle Constitution, en cours d'élaboration par l'Assemblée constituante dominée par les islamistes, puis de nouvelles élections législatives, après celles remportées début 2012 par les islamistes du Parti de la liberté et la justice (affilié aux Frères musulmans) et les fondamentalistes salafistes du parti Al Nour. A l'issue de cette transition politique longue et incertaine, les institutions civiles et la nouvelle constitution devraient faciliter une clarification de la situation politique à partir de 2013, et, donc, une stabilisation de la situation économique.

Dans ce contexte, l'orientation de la politique économique est incertaine, bien que le programme économique du gouvernement dirigé par les islamistes soit d'inspiration libérale, tout en semblant mettre l'accent sur une meilleure redistribution de la croissance et sur les PME.

léger rebond de la croissance économique

L'activité pourrait poursuivre son rebond durant l'année fiscale 2012/13, sous réserve cependant d'une amélioration sensible de la situation politique et de la confiance des investisseurs. La croissance devrait être soutenue par l'augmentation probable des dépenses publiques et par ses retombées sur la consommation des ménages, via les

subventions et les hausses des salaires du secteur public. Dans cet environnement incertain, les tensions sur les prix, exacerbées par la dépréciation de la livre égyptienne, resteront élevées.

Dérapprochement des finances publiques

Les événements donnent lieu à un déficit budgétaire important, en raison du tassement de la croissance, et donc des recettes, et de dépenses plus élevées, avec l'augmentation des salaires du secteur public, de l'aide sociale et des subventions (25% des dépenses totales, 9% du PIB). Traditionnellement, le financement du déficit budgétaire est majoritairement assuré par le marché local, mais cela s'avère plus difficile et coûteux, les rendements obligataires ayant atteint des records au 1^{er} semestre 2012.

Aussi, outre le recours à des dons et prêts de l'Arabie Saoudite, du Qatar et du Fonds monétaire arabe, l'Egypte se tourne à nouveau vers le FMI, alors qu'elle avait renoncé fin juin 2011 à son aide prévue par le G8, arguant de la volonté de ne pas accroître une dette publique (interne) déjà très élevée. S'il est finalisé, les négociations ayant repris en septembre 2012, le prêt du FMI de 4,8 Mds\$ pourrait catalyser de nouvelles aides de la Banque mondiale et d'autres institutions financières internationales et contribuer au rétablissement de la confiance des opérateurs.

Pression sur les comptes extérieurs et sur la livre

Les exportations de biens doivent progresser modérément en raison notamment de prix soutenus des hydrocarbures, tandis que les recettes du Canal de Suez et les transferts des travailleurs devraient être résilients. Aussi, malgré l'insuffisance des recettes touristiques, le déficit courant pourrait légèrement diminuer en 2012/13. En tout état de cause, ce déficit ne serait qu'en partie couvert par les aides financières des pays du Golfe ou des institutions multilatérales.

Par ailleurs, les flux d'investissements directs étrangers pâtissent des événements, à l'exception de ceux destinés

au secteur des hydrocarbures. Toutefois, la dette extérieure devrait se maintenir à un niveau modéré (16% du PIB).

Dans ce contexte, le maintien de l'ancrage informel de la livre au dollar est un défi majeur. Au 1^{er} semestre 2012, la monnaie a atteint son plus bas depuis huit ans, malgré les interventions de la Banque centrale, dont les réserves ont chuté et représentent moins de 3 mois d'importations, un niveau particulièrement faible pour un pays qui couvre une grande partie de ses besoins alimentaires par des achats à l'étranger.

Secteur bancaire fragilisé

Le secteur bancaire, dominé par des banques d'État, est assez liquide mais reste faiblement capitalisé, inefficace, fragilisé par des créances douteuses élevées (11% des prêts) et peu rentable. En outre, les banques, contraintes de participer au financement du déficit budgétaire, sont surexposées au risque souverain égyptien.

Points FORTS ↗

- Ressources en devises diversifiées (Canal de Suez, gaz, tourisme, transferts)
- Endettement extérieur modéré
- Soutien politique et financier des monarchies du Golfe et des pays occidentaux

Points FAIBLES ↘

- Pauvreté (40% de la population) et fortes tensions sociales
- Forte croissance démographique et chômage élevé
- Finances publiques dégradées
- Système bancaire fragile
- Environnement géopolitique instable

ETATS-UNIS

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



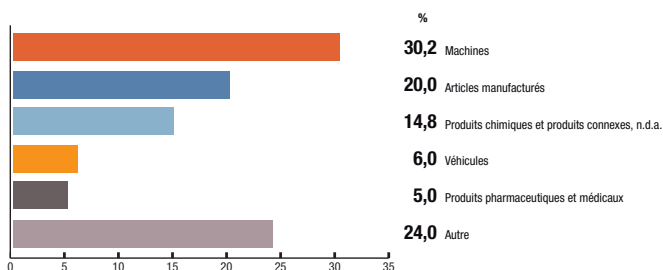
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,5	3,0	1,7	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,3	1,6	3,1	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,2	-10,5	-9,6	-8,2
Solde courant / PIB (%)	-2,7	-3,0	-3,1	-3,1
Dettes publiques / PIB (%)	85,8	98,4	102,8	106,7

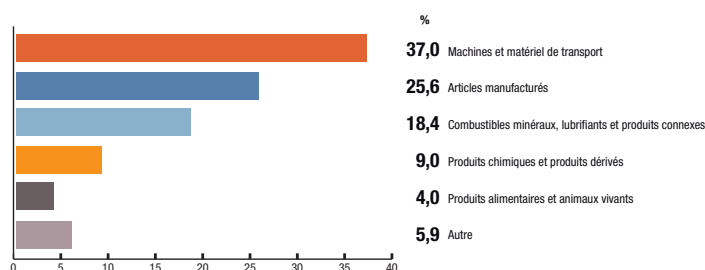
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 11 % du PIB



Importations 14 % du PIB



→ Appréciation du risque

La consommation des ménages est bien orientée mais cette tendance demeure fragile

Sur les premiers mois de 2012, la consommation des ménages, qui représente plus de 70% du PIB, a soutenu la croissance avec néanmoins des contributions en dents de scie, au gré de la baisse et de la hausse du taux d'épargne. Les ménages ont ainsi fait preuve de prudence, alternant achats de biens durables comme les voitures et l'électronique et poursuite de leur désendettement (103% du RD au deuxième trimestre 2012), le taux d'épargne servant de valeur d'ajustement : il était de 4% à la fin du deuxième trimestre et il est redescendu à 3,7% à fin septembre. Néanmoins, malgré une contraction spectaculaire du chômage en septembre de 8,1% à 7,8%, plusieurs facteurs continuent de peser sur l'activité. Les emplois à temps partiel pour des raisons économiques continuent de progresser et le nombre des chômeurs de longue durée, au-dessus de 27 semaines, reste élevé (40% du total des chômeurs). Les créations d'emploi de 157 000 par mois en moyenne depuis le début de l'année demeurent insuffisantes pour faire redémarrer l'économie significativement. De plus, après avoir progressé au premier semestre, le revenu disponible des ménages a décéléré et les prix des logements, malgré quelques frémissements de hausse cet été, demeurent inférieurs au pic de 2006. Cela concourt à un effet de richesse négatif, atténué toutefois par la hausse de la valeur des actifs financiers qui participe également à soutenir la consommation. Mais ce sont surtout les incertitudes autour de l'ajustement budgétaire (*fiscal cliff*), qui sont susceptibles d'affecter la confiance des ménages : selon le Congress Budget Office, sa mise en application telle qu'elle est prévue à la loi de finances 2013 provoquerait une forte récession au premier semestre de l'année prochaine. Ainsi, le président élu devra-t-il montrer sa volonté de réduire le déficit budgétaire sans compromettre la croissance de l'activité.

Dans ce contexte, la Réserve Fédérale a mis en place le 13 septembre une nouvelle mesure d'assouplissement monétaire, le *quantitative easing 3* (QE3) qui prévoit l'achat par la banque centrale de \$40 Mds par mois d'obligations adossées à des créances hypothécaires (*Mortgage Backed Securities*), sur une durée illimitée jusqu'à ce que les perspectives pour l'emploi s'améliorent. Cela devrait permettre d'encourager l'emprunt en maintenant les taux hypothécaires attractifs.

Les entreprises manquent également de visibilité

Le manque de visibilité sur les décisions qui seront arrêtées à Washington pendant la *lame duck session* et durant les semaines qui suivront les prises de fonction du nouveau Congrès et du président élu affecte également les entreprises. Leur confiance s'effrite et elles font preuve de prudence. L'investissement en biens d'équipement et logiciels ralentit depuis décembre 2011 et sa contribution à la croissance du 3ème trimestre a été neutre. De leur côté, les exportations n'affichent pas les mêmes performances qu'en 2011 (+5% de janvier à août 2012 en glissement annuel). Elles devraient décélérer cette année en ligne avec la poursuite du ralentissement de la demande extérieure, et de la zone euro en particulier qui touche les exportations américaines (15% du total) directement, mais aussi indirectement via les sociétés américaines implantées en Asie. Les effets négatifs viennent également du Japon (5% des ventes à l'étranger) où la reprise est modérée. La Chine (7%) est également vulnérable à un ralentissement de la demande européenne, l'un de ses principaux partenaires. De plus, il n'est pas exclu de voir l'utilisation de mesures protectionnistes s'intensifier de part et d'autre du Pacifique.

Le nombre des faillites d'entreprises demeure au-dessus du niveau d'avant la crise

La FDIC (*Federal Deposit Insurance Corp.*) a déclaré 157 banques en faillite en 2010, puis 92 en 2011 et 32 à juin 2012. Peu à peu, le secteur bancaire retrouve une solidité financière, mais des fragilités subsistent chez les banques régionales dès lors qu'elles détiennent plus de 10% d'actifs immobiliers dans leur portefeuille. Dans ce contexte, le crédit aux PME a fortement décéléré (-13% ces deux dernières années). Dans l'ensemble, les entreprises sont peu endettées et affichent encore des taux de profit record (plus de 10% du PIB). Mais, la situation globale ne reflète pas la réalité des PME qui indiquent que leurs profits continuent de décélérer. Les faillites ont diminué au premier semestre 2012 (-14% comparé à la même période de 2011), mais elles sont encore 50% au-dessus du nombre observé en 2007.

Points FORTS ↗

- Flexibilité du marché de l'emploi
- Le plein emploi est aussi un des objectifs de la Réserve Fédérale
- Rôle prédominant du dollar dans l'économie mondiale
- Près de 70% de la dette publique détenue par les résidents

Points FAIBLES ↘

- Part importante du chômage structurel
- Moindre flexibilité géographique des ménages
- Dette élevée des ménages (103% du revenu disponible)
- Polarisation de la vie politique
- Etat vétuste de nombreuses infrastructures

FRANCE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



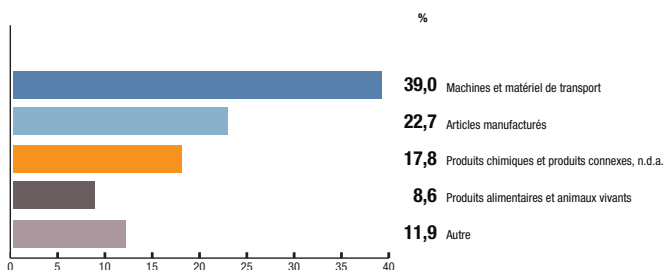
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,1	1,7	1,7	0,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,1	1,7	2,3	2,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5
Solde courant / PIB (%)	-1,3	-1,6	-1,9	-2,3
Dette publique / PIB (%)	79,2	82,3	86,0	89,5

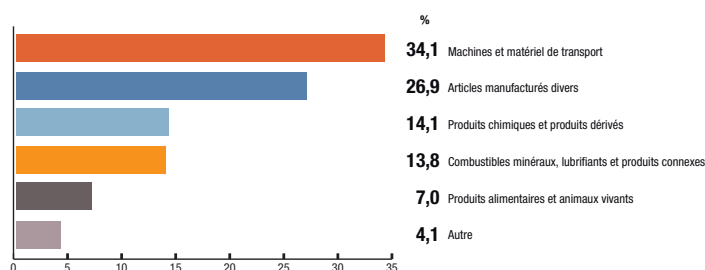
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 23 % du PIB



Importations 25 % du PIB



→ Appréciation du risque

Un ralentissement prononcé de la croissance en 2012

L'activité a stagné dans la première partie de l'année. Le pays n'est certes pas entré en récession mais la situation est très fragile. Les dépenses de consommation des ménages, en particulier, semblent amorcer un repli (textile et consommation alimentaire notamment) et les exportations restent peu dynamiques. L'activité manufacturière recule à nouveau. Le seul point positif est la bonne tenue de l'investissement (achats de matériels de transport, travaux publics). Cependant, l'économie risque d'enregistrer une légère contraction dans la seconde partie de l'année. Les dernières enquêtes de conjoncture (septembre 2012) font en effet état d'une poursuite de la dégradation du climat des affaires et de la confiance des ménages. Le contexte n'est, en effet, guère favorable. La barre symbolique des 3 millions de chômeurs a été franchie en août en métropole et les ménages, en dépit d'une légère progression du revenu disponible, augmentent à nouveau leur épargne (taux de 16,4% au 2^{ème} trimestre). Par ailleurs, la faible rentabilité des entreprises et l'existence de surcapacités de production ne sont pas de nature à soutenir durablement l'investissement. Enfin, l'environnement mondial s'annonce moins porteur que prévu alors même que se prépare un important choc budgétaire (effort de 37 Mds € à réaliser en 2013 en vue de ramener le déficit public à 3% du PIB).

Une position financière des entreprises affaiblie et une perte de parts de marché à l'exportation

Les entreprises, dont le taux de marge bénéficiaire est à son plus bas niveau depuis 1985 (28%) et le taux d'auto-financement reste faible (67%), voient leur capacité de rebond se réduire de plus en plus. En outre, les conditions

de prêt se sont durcies. Sur un plan plus structurel, les entreprises françaises, de taille insuffisante, demeurent globalement peu innovantes et trop peu nombreuses à exporter. Peu présentes sur les marchés émergents, elles profitent insuffisamment du dynamisme de ces derniers. En dépit de la compression de ses marges, l'industrie, devenue moins compétitive, continue de perdre des parts de marché à l'exportation.

Les comportements de paiement continuent à se dégrader et les faillites voient leur coût augmenter

Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont poursuivi leur progression sur les huit premiers mois de 2012. Par ailleurs, sur la même période, le nombre de défaillances d'entreprises est en légère diminution (-1,8% par rapport à la même période de 2011). Toutefois, il demeure supérieur aux niveaux d'avant-crise et le coût associé pour les fournisseurs continue d'augmenter (+16,8%) en raison de la taille croissante des entreprises qui font faillite. Les secteurs les plus affectés sont la construction, les services (dont la restauration), la distribution et le secteur de l'automobile et transport. Les risques se détériorent dans ceux de la chimie et du textile-habillement. En revanche, les secteurs agroalimentaire, du papier-bois, des métaux et de l'électronique et informatique-télécom sont relativement épargnés.

Points FORTS ↗

- Première destination touristique et deuxième puissance agricole mondiale
- Groupes internationaux compétitifs (énergie, aéronautique-spatial, environnement, pharmacie, luxe, agroalimentaire, distribution)
- Qualité des infrastructures et des services publics
- Démographie dynamique, main d'œuvre qualifiée et forte productivité
- Niveau élevé de l'épargne et endettement des ménages contenu

Points FAIBLES ↘

- Part insuffisante des exportations dans le chiffre d'affaires des entreprises, pertes de parts de marché
- Faiblesse des PME
- Effort d'innovation insuffisant
- Faible taux d'emploi des jeunes et des travailleurs âgés, chômage des jeunes élevé
- Forte exposition des banques à la dette souveraine des pays les plus fragiles de la zone euro
- Endettement public élevé

GÉORGIE

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE ÉLEVÉ



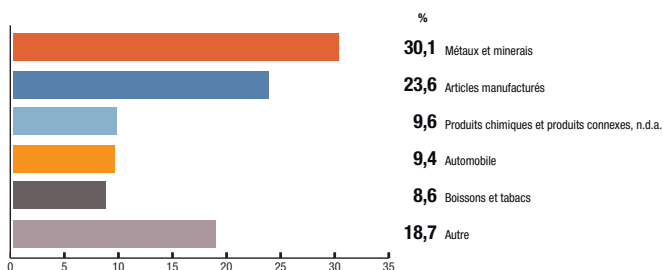
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,9	6,2	7,0	6,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,7	7,1	8,5	0,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,2	-6,6	-3,6	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-11,2	-11,5	-11,8	-12,6
Dette publique / PIB (%)	37,3	39,2	33,9	33,8

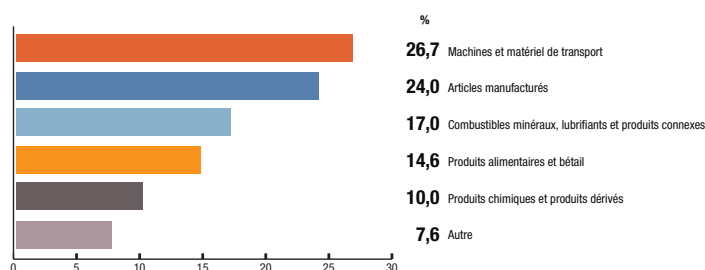
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **30 %** du PIB



Importations **49 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance très dépendante des conditions extérieures

En 2013, un environnement extérieur toujours dégradé pèsera sur l'activité. En particulier, la faible croissance européenne continuera d'affecter le commerce extérieur, dont la contribution à la croissance restera très largement négative. L'attractivité du pays est néanmoins relancée après l'adoption du Economic Libert Act, en juillet 2011, simplifiant entre autres l'imposition des entreprises. La consommation privée restera le principal moteur à la croissance, tirée par les transferts des travailleurs expatriés en Russie et une nouvelle progression du crédit. Le secteur financier, la construction, et l'industrie manufacturière enregistreront de bons résultats dans la tendance de 2012. La baisse des prix des matières premières et des biens alimentaires, notamment à la suite de la levée des embargos russes et ukrainiens sur le blé en juillet 2011, a contribué au fort recul de l'inflation qui a atteint -0,1% sur un an en septembre 2012. La banque centrale a alors assoupli sa politique monétaire, ce qui devrait soutenir la demande intérieure et ainsi contribuer à éviter une déflation.

La situation financière reste fragile

La faiblesse des exportations engendre un déficit commercial significatif et, de fait, un déficit courant que les IDE ne couvrent que très partiellement. Dès lors, l'aide financière internationale est primordiale pour répondre au besoin de financement de l'économie. Le FMI a renouvelé son accord de confirmation en mars 2012, pour une durée de 2 ans, alors que les premiers remboursements du précédent accord ont débuté cette année. Sur le plan des finances publiques, le solde primaire est excédentaire, signe d'une bonne maîtrise des finances publiques. Ainsi la dette

publique devrait culminer à environ 33,8% du PIB en 2012 avant de décliner progressivement. Le secteur bancaire souffre d'un niveau toujours élevé de créances douteuses et un taux de dollarisation des prêts et dépôts de l'ordre de 70%, d'où une forte exposition au risque de change.

Un environnement géopolitique toujours risqué

Jusqu'aux élections législatives d'octobre 2012, le régime géorgien était marqué par une forte concentration des pouvoirs entre les mains du président Mikheil Saakachvili. Porté à la tête du pays au lendemain de la « Révolution rose » en 2003, l'actuel président a été réélu pour un second mandat en 2008. Les élections législatives voient opérer un changement du pouvoir avec la victoire de la coalition d'opposition, le « Rêve géorgien », portée par l'influent homme d'affaires Bidzina Ivanichvili, qui a de ce fait été nommé premier ministre. Ces élections revêtent une importance particulière du fait de la modification de la Constitution, qui entrera en vigueur lors des élections présidentielles d'octobre 2013, accroissant les pouvoirs du Parlement. La nouvelle majorité devra néanmoins parvenir à fédérer une coalition disparate, regroupant l'ensemble des opposants au régime du président, afin d'éviter tout blocage politique. La formation de cette alliance hétéroclite n'a en effet été possible que par la confection d'un programme conciliateur. La répartition du pouvoir restera incertaine jusqu'aux élections présidentielles, M. Ivanichvili ayant appelé M. Saakachvili à la démission. Ce dernier ne pourra briguer un troisième quinquennat conformément à la Constitution. Sur le plan extérieur, la Géorgie a finalement retiré son veto à l'adhé-

sion de la Russie à l'OMC en novembre 2011 suite à l'adoption d'un accord pour l'intervention d'une société privée neutre contrôlant les frontières commerciales entre les régions indépendantistes d'Osétie du Sud et de l'Abkhazie. Toutefois, le risque d'une nouvelle confrontation entre les deux pays demeure important, M. Ivanichvili souhaite en effet intégrer l'OTAN, ce qui pourrait déclencher les foudres de la Russie.

Points FORTS ↗

- Soutien de l'aide financière internationale
- Position géographique stratégique (point de passage du pétrole et du gaz de la mer Caspienne)
- Politique favorable aux investisseurs étrangers

Points FAIBLES ↘

- Faible diversification économique
- Déficit courant structurel
- Pauvreté importante et taux de chômage très élevé en zones urbaines
- Tensions persistantes avec la Russie
- Incertitudes politiques intérieures

INDE

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE



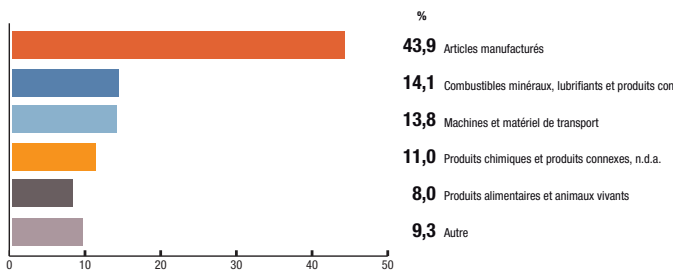
Principaux indicateurs économiques

	2009/10	2010/11	2011/12(e)	2012/13(p)
Croissance PIB (%)	8,4	8,4	6,5	5,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,8	9,6	8,9	7,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,9	-9,2	-8,0	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-2,7	-4,2	-3,0
Dettes publiques / PIB (%)	71,8	68,1	67,5	66,0

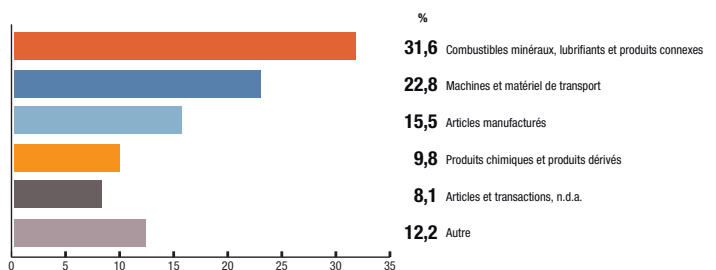
(e) : estimation (p) : prévision avril/mars

Échanges commerciaux

Exportations 20 % du PIB



Importations 24 % du PIB



→ Appréciation du risque

Poursuite du ralentissement de l'activité en 2012/2013

L'économie indienne a ralenti en 2011/12 en raison de la faiblesse de la demande externe et du retournement de cycle sur le plan domestique après une longue période de resserrement de la politique monétaire dans un contexte de forte inflation (13 hausses de taux d'intérêt entre mars 2010 et octobre 2011). Malgré le relâchement de la politique monétaire (baisse du taux repo de 50 points de base en avril 2012 et du taux de réserves obligatoires à plusieurs reprises entre janvier et septembre 2012), la croissance a continué à ralentir en 2012, atteignant 5,3% entre janvier et mars et 5,5% entre avril et juin, soit son plus bas niveau depuis 9 ans en raison de la contraction de la production manufacturière. Les secteurs automobile et immobilier - où les biens sont achetés à crédit - ont enregistré une chute brutale.

Sur le reste de l'année fiscale 2012/13, la croissance restera à un niveau bien inférieur à son potentiel. Le relâchement engagé de la politique monétaire ne pourra être significatif en raison des craintes liées à la chute de la roupie et à l'inflation. En outre, le gouvernement ne pourra pas engager de politique budgétaire expansionniste en raison du niveau élevé d'endettement public. Le modèle équilibré (entre investissement et consommation ; entre industrie et services) qui a fait les succès du pays commence à s'épuiser en raison des goulets d'étranglement persistants (infrastructures, réseaux de distribution, manque de main d'œuvre qualifiée) qui contraignent l'investissement et des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires qui freinent les IDE. Ainsi, le secteur manufacturier affichera des performances en net recul. En revanche, le secteur des services (tourisme, transports, communication, informatique) restera dynamique.

Par ailleurs, même si l'inflation ralentit (7,6% en septembre 2012 contre près de 10% l'année précédente), elle restera élevée sur l'ensemble de l'année fiscale 2012/13 en raison de la hausse des prix administrés des carburants. En outre, avec l'émergence des classes moyennes, la demande de

produits alimentaires autrefois réservés à une minorité (lait, viande, œuf) a augmenté alors que la productivité agricole progresse très lentement et que le système de distribution alimentaire reste peu efficace. En découle une inflation des prix alimentaires qui se propage aux produits manufacturés et aux services à travers des effets de second tour liés aux hausses de salaires.

La roupie sous pression en raison de la dégradation des comptes extérieurs

La situation financière extérieure du pays se détériore. Le déficit courant restera substantiel en 2012 en raison du dynamisme de la demande interne et des importations massives de carburants. Ce déficit courant ne sera que très partiellement couvert par les IDE, qui ralentissent dans un contexte de turbulences sur les marchés internationaux et d'entraves domestiques persistantes (restrictions à l'achat de terres, complexité des autorisations environnementales et lenteur de la libéralisation de secteurs comme l'assurance). Dans ce contexte, l'Inde est de plus en plus dépendante des marchés financiers. Or, l'année fiscale 2011/12 a été marquée par des sorties brutales de flux de portefeuille fragilisant la roupie (-23% entre juillet 2011 et juin 2012). Face à ces risques, la Reserve Bank of India (RBI) a cherché à limiter les pressions à la dépréciation par la vente de dollars sur le marché des changes, en entamant ses réserves internationales. Ces dernières restent toutefois à un niveau satisfaisant (5 mois d'importations). Simultanément, elle a pris des initiatives réglementaires à travers des mesures pour attirer les dépôts des indiens résidant à l'étranger (hausse de la rémunération de dépôts en USD) ou par l'obligation imposée aux exportateurs indiens de convertir en roupies la moitié de leurs revenus en devises. Mais, les pressions sur la roupie génèrent une hausse du prix des produits importés ce qui pourrait encore accentuer le déficit courant à moyen terme et peser sur le cours de la devise qui ne connaîtra pas de revirement durable.

En 2012, le déficit budgétaire restera substantiel, alimentant une dette publique déjà élevée. En outre, la poursuite de la dépréciation de la roupie fera augmenter le montant des subventions que l'Etat débourse pour stabiliser le prix

domestique du carburant. De plus, le lourd service de la dette devrait continuer de pénaliser les investissements publics en capital (notamment en infrastructures).

Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Les élections régionales de mars 2012 dans cinq Etats notamment l'Uttar Pradesh, ont fragilisé la coalition menée par le Parti du Congrès, ce qui pourrait encore freiner le rythme des réformes structurelles (éducation, infrastructures, système fiscal) jusqu'aux prochaines élections de 2014. En outre, des lacunes en termes de gouvernance demeurent, notamment en termes de corruption. Plusieurs affaires ont éclaté en 2011, notamment dans l'organisation des «Jeux du Common Wealth» et dans l'octroi des licences de téléphonies mobiles. Par ailleurs, le manque de transparence des résultats financiers des entreprises de taille moyenne et l'absence de bilans consolidés des groupes sont toujours à noter.

Points FORTS

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

Points FAIBLES

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

IRAK

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ



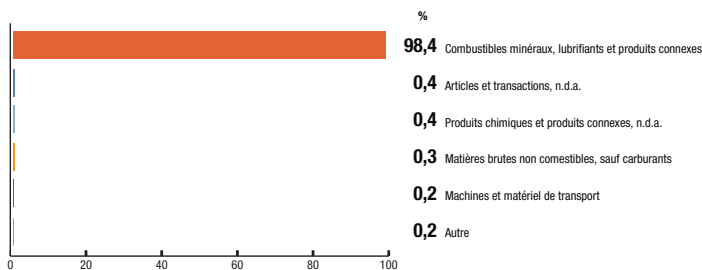
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011(e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,5	1,0	9,9	11,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-2,2	2,5	6,0	7,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-22,0	-9,0	7,5	4,0
Solde courant / PIB (%)	-14,0	-2,0	7,5	9,0
Dettes publiques / PIB (%)	143,0	107,0	40,5	35,5

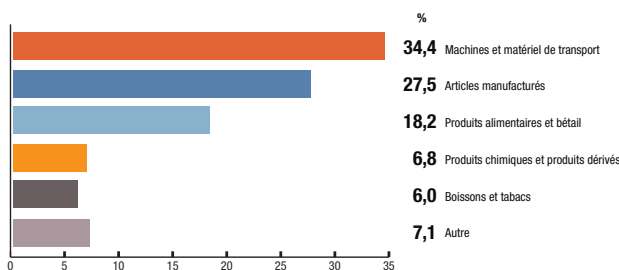
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **61 %** du PIB



Importations **64 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Une conjoncture toujours dépendante de la situation sécuritaire et du secteur des hydrocarbures

L'insécurité et l'instabilité politique demeurent les principaux freins au développement économique. En outre, l'économie, presque entièrement dépendante des exportations d'hydrocarbures, source essentielle des recettes budgétaires et des devises, reste très exposée aux fluctuations de la production et des prix des hydrocarbures. La croissance se renforce en 2012, en raison de prix élevés du pétrole et d'une production continuant d'augmenter grâce à des contrats de service avec les compagnies pétrolières internationales, pour la réhabilitation et le développement de champs pétroliers.

Il subsiste, toutefois, de fortes variations selon les régions, en fonction de leur caractère plus ou moins homogène ethniquement et religieusement. Dans les régions confrontées à de moindres tensions politiques et religieuses, comme le Kurdistan ou les provinces du Sud et de l'Ouest, une forte croissance économique est envisagée, alors que certaines zones dans le Centre et l'Est continueront de souffrir d'une moindre expansion.

Une amélioration significative des finances publiques et des comptes extérieurs

La hausse des revenus d'exportations d'hydrocarbures, combinée à un moindre engagement des dépenses publiques, permettra de dégager un nouvel excédent budgétaire en 2012, après celui de 2011. Par ailleurs, afin de conforter sa situation financière, l'Irak a passé en février 2010 un nouvel accord de stabilisation avec le FMI. En outre, l'annulation de 80% du stock de la dette de 2004 et le rééchelonnement du solde à partir de 2011, consentis par les créanciers publics du Club de Paris, vont permettre de ramener les ratios d'endettement public à des niveaux aisément soutenables.

L'augmentation prévue des exportations de pétrole va entraîner une hausse de l'excédent courant, en dépit de la demande croissante de biens d'équipement et de consommation importés. Le pays n'a, de ce fait, pas de besoin de financement extérieur, mais il pourrait, néanmoins, recourir à des crédits à long terme. De plus, l'Irak bénéficie d'un montant confortable de réserves de change (de l'ordre de onze mois d'importations) et d'un ancrage officieux de sa devise au dollar.

Une situation sécuritaire, politique et un environnement des affaires toujours critiques

Après une relative amélioration du climat sécuritaire depuis 2007, une recrudescence de la violence a été observée à la suite du retrait des forces militaires américaines combattantes fin 2011.

Les différentes factions politiques rivales et communautés irakiennes - la majorité chiite, la minorité sunnite et les Kurdes - sont représentées dans le gouvernement d'union nationale dirigé par le Premier ministre chiite, Nouri al-Maliki, depuis fin 2010. Toutefois, la menace d'un effondrement de cette coalition demeure, comme on a pu l'observer après le mandat d'arrêt lancé fin 2011 contre un ancien vice-président, le sunnite Tariq al-Hashemi. Néanmoins, la relative réussite du Premier ministre al-Maliki dans sa confrontation avec les opposants sunnites et kurdes a quelque peu renforcé le gouvernement fédéral.

En tout état de cause, la normalisation de la situation dépendra largement des issues trouvées sur la loi sur les hydrocarbures, le statut de Kirkouk, le partage des richesses et la révision de la Constitution. Or, le plus probable est le maintien du statu quo, avec un partage du pouvoir entre communautés dans le cadre d'un Etat affaibli.

Dans ce contexte, le climat des affaires restera assombri par les fragilités institutionnelles, la corruption et l'inefficacité de l'administration, perméable aux luttes d'influence politiques, religieuses et régionales, tous ces facteurs étant susceptibles d'affecter les paiements et le recouvrement de créances.

Points FORTS ↗

- Importantes ressources naturelles (pétrole et gaz)
- Annulation de dette et moratoire permettant un redémarrage sur des bases plus soutenables
- Aide internationale soutenant l'effort de reconstruction et de développement économique

Points FAIBLES ↘

- Economie très dépendante des revenus des hydrocarbures.
- Rivalités ethniques et religieuses, compliquant l'établissement d'un état de droit et alimentant le risque de guerre civile.
- Infrastructures à rétablir après vingt années de guerres, suivies de sept années de chaos.
- Insécurité et faiblesses institutionnelles retardent la reconstruction et les investissements.

IRAN

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ



Principaux indicateurs économiques

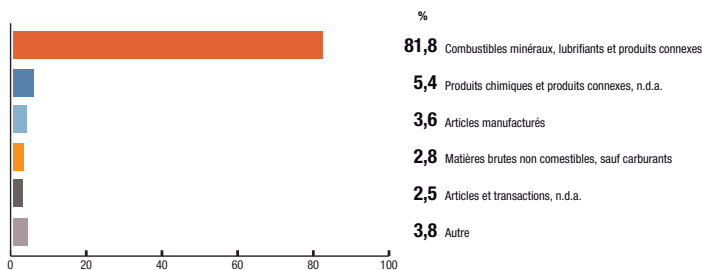
Année fiscale débutant le 21 mars	2009/10	2010/11	2011/12 (e)	2012/13(p)
Croissance PIB (%)	3,5	1,5	1,5	-1,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	15,5	16,5	18,5	18,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	0,9	2,1	-1,0	-5,0
Solde courant / PIB (%)	2,5	4,9	0,5	-1,8
Dettes publiques / PIB (%)	19,0	17,0	18,2	18,8

* Année fiscale se terminant fin mars

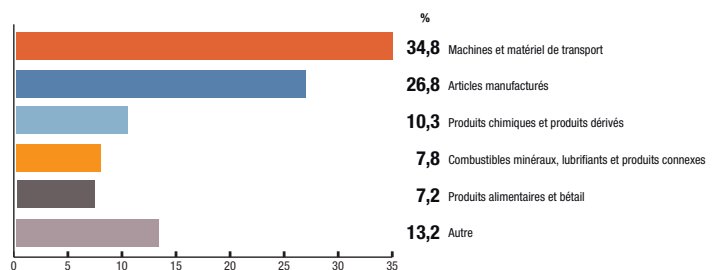
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **32 %** du PIB



Importations **22 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Récession imputable à l'aggravation des sanctions internationales et persistance d'une inflation élevée

La croissance devait être atone en 2012, mais, du fait de l'aggravation des sanctions internationales, l'économie est entrée en récession. L'activité pétrolière, industrielle et commerciale est, en effet, freinée par l'impact du renforcement de ces sanctions, tandis que la consommation des ménages (principale composante du PIB) est affectée par la réduction des subventions, l'augmentation du chômage (surtout parmi les jeunes) et les fortes tensions inflationnistes.

Ces tensions sur les prix resteront fortes en raison notamment de l'élimination progressive des subventions sur des produits courants depuis fin 2010 et de la chute du rial.

Creusement des déficits budgétaire et courant

Le budget devait être tout juste équilibré durant l'année budgétaire 2011/12, grâce aux revenus des hydrocarbures, représentant deux tiers des recettes fiscales, et à une politique d'élimination graduelle des coûteuses subventions (10% du PIB). En raison du recul de l'activité et de l'impact négatif des sanctions internationales sur les exportations d'hydrocarbures, un déficit budgétaire est apparu et il devrait se creuser fortement en 2012/13. A ce stade, néanmoins, le niveau de la dette publique resterait soutenable, le pays disposant, en outre, d'un Fonds de réserve pour les générations futures.

Après une chute de l'excédent courant en 2011/12, en dépit de cours mondiaux élevés du pétrole, les comptes extérieurs seront déficitaires en 2012/13, les ventes de pétrole devant diminuer à cause de la baisse de la production - imputable à des investissements insuffisants dans des technologies modernes - et des sanctions internationales, qui freinent également les exportations non pétro-

lières. Parallèlement, malgré la nécessité d'importer un tiers du carburant raffiné, la facture des importations devrait diminuer, les sanctions compliquant le financement du commerce extérieur.

La position financière extérieure de l'Iran devrait, néanmoins, rester assez confortable, en raison d'un très faible endettement extérieur (3% du PIB) et du niveau relativement élevé des réserves de change (équivalant à 12 mois d'importations), bien que la très nette dépréciation du rial, liée aux sanctions, et de possibles fuites de capitaux, liées aux incertitudes politiques, constituent d'importants facteurs de fragilité.

Tensions politiques internes et nouveau renforcement des sanctions internationales, affectant la marche et l'environnement des affaires

Les élections législatives de mars 2012 ont été remportées par les ultra conservateurs favorables au Guide suprême (ultime autorité religieuse et politique), l'ayatollah Ali Khamenei. A l'approche de la présidentielle en juin 2013 - fin du second et dernier mandat du président Ahmadinejad - les tensions s'exacerbent entre factions conservatrices rivales du régime, le courant du président n'ayant obtenu qu'un tiers des sièges aux législatives. Cette situation réduit davantage sa marge de manœuvre, alors qu'il est accusé de la mauvaise gestion économique et de l'isolement diplomatique accru du pays.

Par ailleurs, un nouveau durcissement des sanctions internationales a été édicté fin 2011, à la suite d'un rapport de l'Agence internationale de l'énergie atomique sur le programme nucléaire iranien. En outre, les puissances occidentales ont renforcé leurs sanctions, en interdisant la plupart des transactions financières avec l'Iran et en instituant un embargo pétrolier depuis juillet 2012. Toutefois, dans une période électorale, même des sanctions plus sévères ne semblent pas de nature à modifier fondamentalement la politique nucléaire de l'Iran. D'ailleurs, les négocia-

tions avec les cinq membres permanents du Conseil de sécurité de l'ONU plus l'Allemagne, reprises en juin 2012, ont échoué à ce stade, avec un risque accru d'attaque des installations nucléaires iraniennes par Israël.

Les nouvelles sanctions vont peser encore plus lourdement sur les différents secteurs économiques et sur un environnement des affaires déjà très affecté par la détérioration du climat politique et les carences institutionnelles.

En raison de la suspension des activités des firmes occidentales, l'Iran développe ses échanges avec la Chine, l'Inde et la Turquie, intéressés par les hydrocarbures iraniens et susceptibles de contribuer aux investissements indispensables dans les secteurs de l'énergie et de la pétrochimie. Toutefois, ces partenaires commerciaux profitent des sanctions pour accentuer la pression sur leurs fournisseurs iraniens en vue d'obtenir des conditions plus favorables. De plus, ces sanctions se traduisent par des défauts de paiement accrus, notamment sur des importations de produits agricoles.

Points FORTS ↗

- Deuxième producteur de pétrole de l'OPEP
- Importantes réserves de gaz (au second rang après la Russie)
- Très faible endettement extérieur

Points FAIBLES ↘

- Programme nucléaire à l'origine de sanctions de l'ONU, durcies par les Etats-Unis et l'UE
- Situation économique et financière toujours dépendante des revenus des hydrocarbures
- Climat des affaires peu favorable et investissements insuffisants
- Tensions politiques et sociales

KOWEÏT

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A3**

Cotation moyen terme

RISQUE FAIBLE



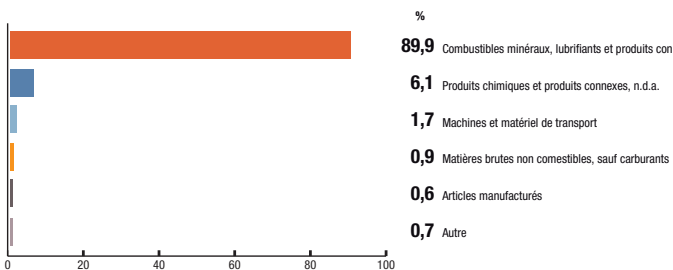
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-7,8	6,0	8,3	5,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,0	4,1	4,6	4,5
Solde budgétaire / PIB (%)	28,5	22,5	30,5	31,0
Solde courant / PIB (%)	26,5	30,8	41,5	43,0
Dettes publiques / PIB (%)	8,0	7,5	5,0	4,5

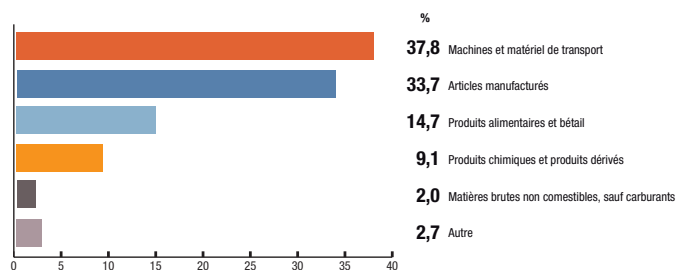
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **66 %** du PIB



Importations **26 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Croissance soutenue

L'augmentation de la production de pétrole en 2011 a permis d'atteindre une croissance élevée. En effet, en dépit de l'absence d'assouplissement des quotas de l'OPEP, le Koweït a produit plus de pétrole pour combler le vide laissé par la chute de la production libyenne.

L'augmentation de la production de pétrole se poursuit en 2012 grâce à la mise en service de nouveaux champs pétroliers. La consommation privée reste soutenue par les salaires élevés dans l'administration et un régime généreux de subventions et d'avantages sociaux, renforcé en 2011 en raison de l'agitation socio politique dans un certain nombre de pays arabes et de tensions sociales au Koweït, notamment des grèves dans le secteur public. Dans ce contexte, grâce au maintien de prix élevé du pétrole, la croissance reste soutenue, bien que l'économie soit vulnérable aux tensions intérieures et régionales.

Par ailleurs, la progression du crédit au secteur privé reste modérée, en raison de l'aversion au risque des banques, du fait de la médiocre qualité d'une partie de leurs actifs. Elles demeurent, en effet, exposées à des secteurs convalescents comme la construction et l'immobilier, ainsi qu'à deux sociétés locales d'investissement toujours en restructuration. Certains segments sont, néanmoins, plus dynamiques, tels l'industrie et le crédit à la consommation.

Maintien d'une situation financière très solide

La manne pétrolière permet au Koweït de continuer d'afficher d'importants excédents des comptes extérieurs et publics. Les ventes d'hydrocarbures représentent l'essentiel des recettes d'exportation (près de 95%). En 2012, avec l'augmentation de la production de pétrole, les ventes surpasseront de beaucoup la hausse des importations. Il en résultera un nouvel excédent courant considérable. S'agissant des recettes budgétaires, le pétrole en constitue près de 90%. L'accroissement des dépenses sociales et

d'investissement, ces dernières dans le cadre du plan de développement de 105 milliards\$ sur cinq ans (2010-2014), n'empêchera pas les comptes publics de rester très largement excédentaires. Ce plan a pour but de diversifier l'économie et de faire du Koweït un centre commercial et financier régional en 2014.

Dans ce contexte, le Koweït va continuer de bénéficier d'une très grande aisance financière. Au-delà de ses réserves de change, le pays dispose de substantiels actifs financiers gérés par la KIA, dont le montant atteindrait quelque 350 Mds\$ fin 2012.

Lenteur des réformes économiques

Un certain nombre de réformes ont été adoptées ces dernières années : ouverture du marché boursier aux étrangers et création d'un régulateur indépendant (en janvier 2010), admission d'opérateurs étrangers dans les secteurs pétrochimique et bancaire, cadre plus favorable à l'investissement étranger dans les zones franches. De plus, fin juillet 2011, la première phase de la privatisation de Kuwait Airways, attendue depuis longtemps, a été lancée. Toutefois, la mise en œuvre de la loi de privatisation adoptée en mai 2010 est ralentie par des querelles politiques et des lourdeurs bureaucratiques, et cela ne devrait pas s'améliorer à la suite de la crise constitutionnelle qui a éclaté mi 2012. De plus, les secteurs de l'énergie, de la santé et de l'éducation en sont exclus et l'Etat entend conserver un droit de veto dans les sociétés privatisées.

Tensions politiques récurrentes

Avec à sa tête le Cheikh Sabah al-Ahmad al-Sabah, l'Emirat dispose de l'Assemblée Nationale la plus dotée de pouvoir des monarchies du Golfe et la plus avancée, des femmes en étant membres depuis 2009. Dans ce cadre, les relations entre le pouvoir exécutif et le Parlement sont

traditionnellement très tendues, le pays étant affecté par des crises politiques à répétition. Fin 2011, ces tensions se sont traduites par la démission du gouvernement pour des problèmes de corruption et de limitation de la liberté d'expression. De plus, sous la pression de l'opposition parlementaire et sur fond de mécontentement populaire, l'Emir a dissout le Parlement et les élections législatives de février 2012 ont été remportées par l'opposition islamiste.

En juin 2012, toutefois, la Cour constitutionnelle a dissout le Parlement et restauré l'Assemblée élue en 2009, mais, en octobre l'Emir a dissout sous la pression de l'opposition, ouvrant la voie à des élections anticipées avant la fin de l'année. Le Koweït est donc confronté à une nouvelle crise constitutionnelle et politique. Cependant, malgré l'affaiblissement du leadership de l'Emir vieillissant, cette situation critique ne semble pas susceptible de compromettre la stabilité du régime, ne serait-ce que parce que l'opposition parlementaire est profondément divisée.

Points FORTS ↗

- Importantes réserves de pétrole
- Accumulation de considérables surplus des comptes extérieurs
- Très importants excédents budgétaires, confiés à la Kuwait Investment Authority (KIA)

Points FAIBLES ↘

- Economie très dépendante de la rente pétrolière et peu diversifiée
- Obstacles politiques aux réformes structurelles
- Contexte de fortes tensions régionales

LIBAN

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE ÉLEVÉ



Principaux indicateurs économiques

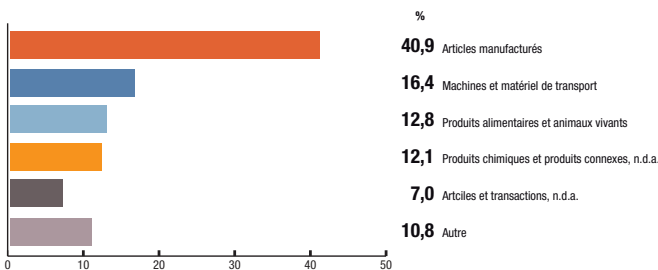
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	8,5	7,0	1,5	1,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,1	4,5	5,1	5,5
Solde budgétaire / PIB (%)*	-8,0	-7,5	-8,5	-8,9
Solde courant / PIB (%)	-19,3	-20,1	-25,5	-25,1
Dette publique / PIB (%)	146,0	137,0	134,0	132,0

* Hors dans

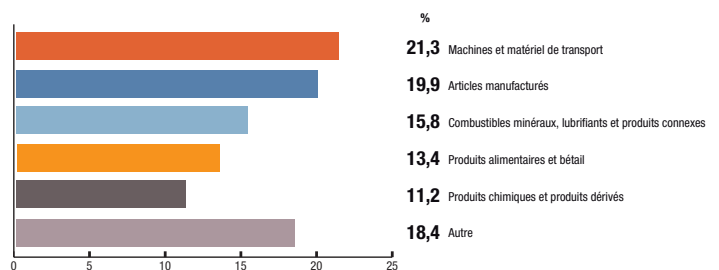
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 13 % du PIB



Importations 12 % du PIB



→ Appréciation du risque

Situation économique toujours très dépendante du climat politique local et régional

L'activité a nettement ralenti en 2011, en raison principalement de la lenteur de la formation, par le sunnite Najib Mikati, d'un gouvernement de coalition dominé par le Hezbollah chiite et pro syrien, six mois après la chute, en janvier, de celui dirigé par Saad Hariri. La plupart des secteurs de l'économie libanaise, et notamment les services qui jouent un rôle prépondérant, ont pâti, par ailleurs, des tensions géopolitiques grandissantes dans la région et plus particulièrement des conséquences des soulèvements dans la Syrie voisine.

En 2012, la croissance est encore plus faible, en raison à la fois de l'impact négatif de l'instabilité politique intérieure sur la consommation privée et l'investissement, mais aussi des troubles croissants en Syrie. En outre, si les tensions géopolitiques s'accroissent un peu plus dans la région, existe le risque d'une contraction encore plus forte de l'activité, car l'économie libanaise - dans la mesure où les services y jouent un rôle prépondérant - est très sensible aux événements politiques et à la situation économique régionale, les Etats arabes de la zone étant les principaux consommateurs de services du pays.

Maintien de déficits jumeaux élevés et d'un endettement public excessif et extérieur très lourd

L'élaboration des politiques économiques est compliquée par des intérêts divergents au sein d'une coalition gouvernementale fragile. Il est donc peu probable que les réformes nécessaires pour assainir les finances publiques - en raison d'intérêts absorbant environ 50% des recettes fiscales et à l'origine d'importants déficits budgétaires - soient mises en chantier d'ici à fin 2012, notamment la hausse de la TVA et l'élargissement de son assiette, ou la restructuration de l'entreprise publique Electricité du Liban. Aux problèmes chro-

niques d'un secteur public pléthorique et fortement subventionné, s'ajoute le coût de la reconstruction depuis la guerre civile pour expliquer une dette publique difficilement soutenable, tempérée toutefois par la prépondérance de la part interne en monnaie locale.

Au plan extérieur, l'économie reste peu dépendante des exportations de biens, comme l'atteste le déficit structurel de la balance commerciale, également imputable aux importations de pétrole. Toutefois, l'excédent des invisibles devrait encore contribuer à contenir partiellement le très important déficit courant en 2012 et les courants permanents de capitaux provenant de la diaspora devraient permettre de couvrir ce déficit. Néanmoins, le poids de la dette extérieure demeure très lourd (autour de 85% du PIB), d'autant qu'elle est principalement à court terme (environ 83% de la dette totale). Une fuite de capitaux, en cas de fortes turbulences politiques, provoquerait des problèmes de financement, mais, dans une telle situation, le Liban pourrait probablement bénéficier du soutien de pays «amis».

Système bancaire solide, mais exposé au risque souverain et en partie dollarisé

Les banques libanaises restent correctement capitalisées, très liquides et rentables, avec des créances douteuses en baisse. Les dépôts devraient continuer d'augmenter, compte tenu de taux de rémunération attractifs et de la confiance que le système bancaire et l'ancrage de la livre libanaise au dollar inspirent aux déposants (locaux, diaspora et non-résidents du Golfe). Les banques préfèrent, toutefois, couvrir une bonne part du besoin de financement de l'Etat plutôt que d'accorder des crédits au secteur privé. Elles sont ainsi surexposées au risque souverain et également vulnérables du fait de la forte dollarisation des dépôts.

Par ailleurs, les entreprises libanaises montrent traditionnellement une forte résilience à des chocs politiques majeurs et elles se sont jusqu'ici toujours efforcées de payer, même dans des situations critiques.

Points FORTS ↗

- Fortes capacités de rebond
- Soutien financier de la communauté internationale et de la diaspora
- Secteur bancaire solide
- Bonne résistance des entreprises en matière de paiement

Points FAIBLES ↘

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

LIBYE



Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ

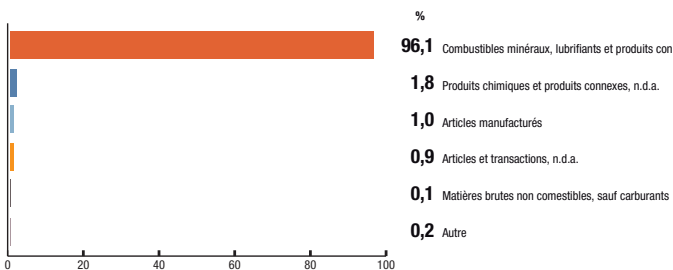
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-0,7	3,5	-35,0	76,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,5	2,5	9,0	6,5
Solde budgétaire / PIB (%)	4,6	9,0	-14,0	0,5
Solde courant / PIB (%)	13,5	20,0	-12,5	4,5
Dettes publiques / PIB (%)	3,0	2,5	4,0	2,5

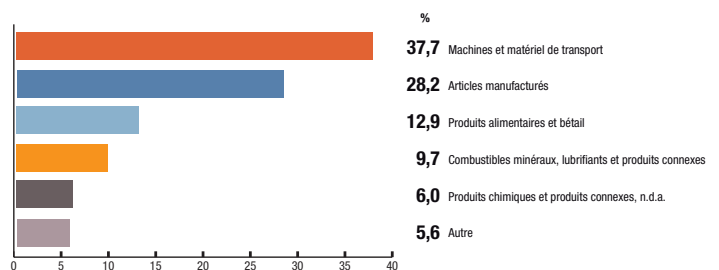
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **67 %** du PIB



Importations **27 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Transition politique et situation sécuritaire incertaines

Après la chute, à la fin du mois d'août 2011, du régime du colonel Kadhafi, au pouvoir depuis 1969, le Conseil national de transition (CNT) a élaboré une constitution provisoire prévoyant le processus de transition. Lors de l'élection pour le Congrès général national (le parlement provisoire) en juillet 2012, 120 des 200 sièges ont été attribués à des candidats individuels, et parmi les partis, l'Alliance des Forces nationales de Mahmoud Jibril l'a emporté sur les islamistes du Parti de la justice et de la construction, issu des Frères musulmans. Ces deux blocs pourraient, cependant, former un gouvernement d'union après avoir évincé en octobre 2012 le technocrate Abou Chagour nommé Premier ministre par le Congrès en septembre. Par ailleurs, le CNT a annoncé la formation d'une assemblée constituante, avec 60 sièges attribués à parts égales entre la Tripolitaine, à l'ouest, la Cyrénaïque à l'est et le Fezzan au sud. La transition devrait se poursuivre jusqu'à la tenue d'élections législatives à la mi-2013. Son bon déroulement dépendra de la réussite de l'intégration de factions opposées, certaines se référant à une appartenance tribale ou régionale, d'autres à l'islamisme ou au libéralisme politique à l'occidentale. Les autorités devront également constituer une armée unifiée, alors que la lutte contre l'ancien régime a donné lieu à la création de multiples milices dans les différentes régions. Autre défi majeur, la capacité des autorités à rétablir rapidement les services de base de l'Etat. Etablir de nouvelles institutions nationales crédibles ne sera cependant pas facile, dans un pays en proie à l'insécurité et sans expérience démocratique. Après la mort de l'ambassadeur américain en Libye, le 11 septembre 2012, à la suite d'une attaque contre le consulat de Benghazi attribuée à des islamistes radicaux, la lutte contre l'insécurité est un défi majeur pour le gouvernement.

Enorme rebond de la croissance en 2012

La croissance rebondit très fortement en 2012, la Libye ayant réussi à ramener sa production de pétrole quasiment au niveau d'avant la guerre civile beaucoup plus rapidement que prévu (mi-2013 était plutôt envisagé). Toutefois, alors que les entreprises étrangères gèrent une proportion très importante de la production d'hydrocarbures, des capitaux et du personnel étrangers supplémentaires sont nécessaires pour augmenter la production, et cela dépend en partie de la situation politique et sécuritaire. Hors hydrocarbures, la reconstruction stimule aussi la croissance.

Restauration en cours des excédents des comptes publics et extérieurs

Le pays bénéficie normalement d'importants excédents public et extérieur, grâce à l'exploitation des ressources en hydrocarbures (environ 90% des recettes budgétaires et 95% des exportations). Suite à la relative normalisation de la situation politique et sécuritaire en 2012, la production et les exportations d'hydrocarbures sont pratiquement revenues à la normale, ce qui entraîne la réapparition de très importants excédents budgétaire et courant, malgré le coût de la reconstruction du pays et l'accent mis par les autorités sur l'augmentation des investissements publics, la création d'emplois et le développement, afin de répondre aux attentes de la population. En outre, après la levée des sanctions internationales et le dégel des actifs à l'étranger du fonds souverain Libyan Investment Authority (LIA), le total des avoirs libyens devrait s'élever fin 2012 à l'équivalent de six ans d'importations et de plus de deux fois le PIB. Cela consolide fortement la position financière extérieure de la Libye, bien que la question de l'accès à certains fonds du LIA demeure, car beaucoup sont peu liquides ou pourraient s'avérer difficiles à retrouver et à récupérer.

Amélioration attendue d'un environnement des affaires catastrophique

Les problèmes institutionnels et de gouvernance ont pesé sur l'économie sous l'ancien régime. En outre, l'environnement des affaires était très difficile en raison d'une réglementation incertaine et de l'inefficacité de l'administration. Dans la période de transition politique en cours, les problèmes de transparence et de responsabilisation sont encore plus exacerbés. La Libye a, cependant, un avantage significatif sur d'autres économies sorties d'un conflit, en dépit de l'insécurité : elle n'est pas tributaire de l'aide financière extérieure. Dans ce contexte, on attend du nouveau gouvernement qu'il fasse avancer l'établissement de la primauté du droit et l'introduction de réformes permettant au secteur privé de fonctionner plus efficacement, même s'il n'a pas formellement établi sa politique dans ce domaine. Avant la résolution de tous ces problèmes, de longs retards de paiement et des difficultés de recouvrement des créances sont à prévoir.

Points FORTS ↗

- Importance des réserves de pétrole et de gaz
- Assise financière extérieure solide
- Potentiel touristique lié au patrimoine archéologique

Points FAIBLES ↘

- Economie très peu diversifiée, tributaire des hydrocarbures, avec des infrastructures à reconstruire
- Niveaux insuffisants d'éducation et de formation, d'où dépendance envers la main d'œuvre étrangère
- Transition politique incertaine et problèmes sécuritaires
- Environnement des affaires difficile
- Insuffisance des réformes structurelles (modernisation de l'économie, du secteur bancaire)

MAROC



Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE

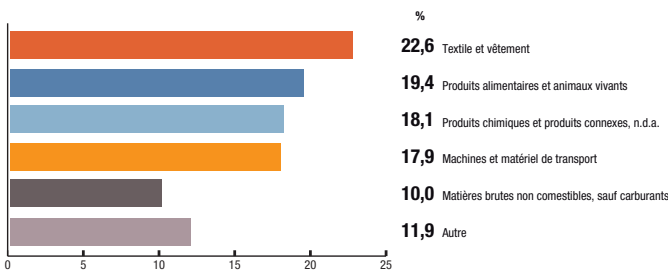
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,9	3,8	5,0	2,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,1	0,8	0,9	1,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,2	-4,8	-6,9	-6,1
Solde courant / PIB (%)	-5,9	-4,6	-8,4	-8,0
Dette publique / PIB (%)	48,0	51,3	54,3	56,9

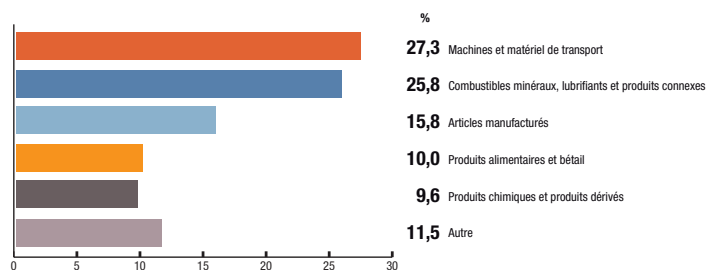
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **29 %** du PIB



Importations **39 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Activité toujours principalement dépendante des performances du secteur agricole et de la conjoncture dans l'Union européenne

La croissance a été soutenue en 2011, grâce à une bonne récolte céréalière et à une légère progression des recettes touristiques, les effets directs et indirects sur l'économie des soulèvements dans divers pays arabes ayant été limités.

Pour 2012, les perspectives sont moins favorables, en raison notamment de moins bonnes récoltes agricoles et du net ralentissement économique dans l'UE, le principal partenaire économique et commercial du pays. La croissance demeure, en outre, tributaire des fluctuations des cours internationaux des phosphates (dont le Maroc est le 1^{er} producteur et exportateur mondial) et des hydrocarbures importés.

La demande interne continue, cependant, de soutenir l'activité, avec une relative vigueur de la consommation privée et des secteurs de la construction - sous l'impulsion du développement du logement social - et de l'automobile, à la suite de l'entrée en production de l'usine Renault/Dacia de Tanger.

Maintien des déficits public et courant, mais endettement extérieur gérable

En 2011, dans la foulée du « printemps arabe », les rallonges budgétaires destinées à atténuer les tensions sociales - avec une augmentation des salaires et subventions - ont entraîné un creusement du déficit budgétaire. La diminution en 2012 des subventions sur les produits pétroliers va permettre de réduire légèrement ce déficit. Toutefois, l'accumulation récente de ces déficits conduit à une hausse de l'endettement public, essentiellement domestique. En outre, une grande partie de la dette extérieure, essentiellement publique et d'un poids supportable, est remboursable à des conditions concessionnelles, donc avantageuses.

Par ailleurs, les exportations sont tirées par les ventes de phosphates, et, à un moindre degré, de voitures (Dacia), mais la faiblesse de la demande de l'UE et le niveau élevé des prix

internationaux de l'énergie pèsent négativement sur la balance commerciale. En outre, avec des revenus du tourisme et des transferts des expatriés moins résilients, il en résultera le maintien d'un déficit significatif des comptes extérieurs. Il ne sera que très partiellement couvert par les flux d'investissements directs étrangers, principalement de l'UE et du Moyen-Orient, qui s'insèrent souvent dans le cadre de partenariat publics-privés relatifs aux infrastructures routières, ferroviaires, portuaires ou touristiques.

Dans un contexte mondial mouvementé, le pays dispose d'une certaine capacité de résistance à un retrait brutal de capitaux, grâce à des financements peu volatils et à un régime de change administré, bien que le niveau de réserves de change ait tendance à diminuer.

Le FMI a, de ce fait, accordé au Maroc, en août 2012, une « Ligne de précaution et de liquidité » de 6,2 Mds\$, nouvelle facilité destinée aux pays dont les fondamentaux et les politiques économiques sont sains, mais présentant certaines vulnérabilités. Il s'agit d'une sorte d'assurance contre les chocs extérieurs, mais le Maroc ne semble pas susceptible de tirer prochainement sur cette ligne de crédit.

De plus, son système bancaire, le plus développé d'Afrique (hors Afrique du Sud), demeure bien capitalisé et rentable, tandis que l'amélioration de la réglementation prudentielle se poursuit, mais l'essor du crédit, immobilier en particulier, doit être surveillé.

Réforme constitutionnelle dans le contexte de bouleversements dans le monde arabe

En réponse à une insatisfaction politique et sociale grandissante, dans le sillage des révoltes dans le monde arabe, une réforme constitutionnelle, initiée par le Roi Mohammed VI, a été approuvée par référendum en juillet 2011. Cette réforme vise un rééquilibrage au sein de la monarchie, par un renforcement des pouvoirs du Premier ministre et du Parlement, une plus grande indépendance de la justice et une régionalisation accrue. Elle ne modifie cependant pas l'essentiel des prérogatives d'un monarque qui reste populaire, bien qu'une frange de la population se plaigne de la corruption, du clientélisme et de la mal gouvernance, des mouvements de contestation mettant

en cause, à ce titre, certains membres du proche entourage du roi (le « makhzen »).

Après les élections législatives avancées à fin novembre 2011, qui se sont soldées par une majorité relative du Parti (islamiste) de la Justice et du Développement, la nomination de son dirigeant Abdellah Benkirane comme Premier ministre et la formation en janvier 2012 d'une coalition gouvernementale avec trois partis laïcs, beaucoup dépendra de la mise en œuvre de la nouvelle Constitution, mais aussi de progrès vers une plus grande justice sociale, par le biais d'une réduction de la pauvreté, des inégalités et du chômage.

Points FORTS ↗

- Ressources naturelles et agricoles, vaste potentiel touristique
- Position géographique favorable, avec la proximité du marché européen
- Stratégie de montée en gamme et de diversification de la production, avec des secteurs prioritaires, automobile, aéronautique, électronique, chimie, textile/cuir, agroalimentaire
- Politique de stabilité macroéconomique poursuivie par les autorités
- Réformes politiques engagées par le royaume chérifien

Points FAIBLES ↘

- Economie encore très dépendante du secteur agricole
- Productivité et compétitivité insuffisantes
- Pauvreté et chômage (des jeunes en particulier), sources de tensions sociales
- Vulnérabilité de l'activité touristique à des actions terroristes
- Insuffisance des progrès en matière d'environnement des affaires

MEXIQUE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE



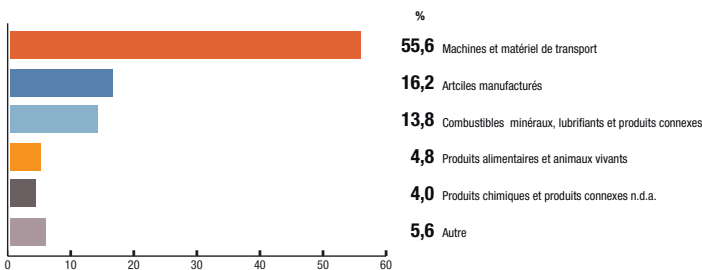
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-6,1	5,5	3,9	3,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,3	4,2	3,4	4,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,3	-2,8	-2,5	-2,4
Solde courant / PIB (%)	-0,6	-0,3	-1,0	-0,6
Dettes publiques / PIB (%)	44,9	42,9	43,0	44,0

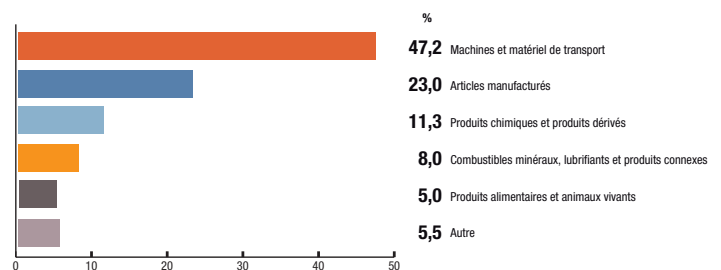
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **28 %** du PIB



Importations **29 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Maintien d'une croissance confortable en 2012

Très liée aux Etats-Unis (ces derniers absorbent près de 80% des exportations du Mexique), l'économie mexicaine bénéficie encore en 2012 d'une demande américaine en progression, bénéficiant à la fois à l'industrie manufacturière et au tourisme. La part du Mexique dans les importations américaines augmente (12%) au détriment de son principal concurrent : la Chine. La baisse du taux de change effectif réel et, plus encore, l'intégration du Mexique dans le processus industriel de nombreuses entreprises américaines, européennes et asiatiques en sont l'explication. Les transferts des travailleurs expatriés (13 millions habitent aux Etats-Unis) et des personnes d'ascendance mexicaine mais naturalisées (20 millions) poursuivent leur progression (+5% sur les 7 premiers mois de 2012). Cependant, la contribution des échanges extérieurs à la croissance reste légèrement négative en raison d'une progression des importations plus rapide. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises, soutenus à la fois par les transferts, les mesures mise en place par le gouvernement dans la perspective des élections de juillet dernier et les exportations restent en effet le moteur de la croissance.

Situation financière relativement saine

L'augmentation des recettes fiscales, notamment pétrolières, va permettre de maintenir le déficit public à un faible niveau en 2012 malgré l'augmentation des dépenses sociales et d'investissement à l'approche des élections. Le gouvernement devrait poursuivre sa politique budgétaire prudente, le déficit du gouvernement central devrait encore reculer et sa dette se stabiliser. Les autorités disposent d'une marge importante d'augmentation des impôts compte tenu de nombreuses exonérations. Une augmentation permettrait de moins puiser dans les bénéfices de Petróleos Mexicanos (Pemex), à l'origine du tiers des revenus budgétaires, et,

ainsi, de mieux garantir le développement de ses capacités de production qui ont fléchi ces dernières années.

Les importations générées par le dynamisme de la demande intérieure et les frais de transport associés aux échanges extérieurs progressent plus rapidement que les exportations, les recettes touristiques et les remises des émigrés. Le déficit courant va donc encore se creuser en 2012, tout en restant très modeste. Il est couvert par les entrées de capitaux étrangers, essentiellement sous forme de prêts, car les IDE restent nettement en-dessous du niveau d'avant la crise. Le pays ne devrait pas avoir de problème de financement, car il bénéficie de confortables réserves de change et d'une ligne de crédit de précaution du FMI de 72 milliards de dollars jusqu'en janvier 2013.

Une expérience de paiement légèrement meilleure que de la moyenne mondiale

En 2012, les retards de paiement enregistrés par Coface sont repassés sous la moyenne mondiale, dans le sillage de l'embellie, très relative, de la conjoncture américaine. Les PME demeurent pénalisées par une politique restrictive des banques qui préfèrent prêter à l'Etat et aux grandes firmes. En outre, malgré la solidité du système bancaire, dans le cas d'une aggravation de la crise dans la zone euro, le pays pourrait être négativement affecté via les filiales de banques espagnoles qui occupent une large part du marché.

Le retour du PRI aux affaires ne garantit ni accélération des réformes ni réduction de la violence

Les élections de juillet 2012 ont ramené à la présidence le PRI (Partido Revolucionario Institucional), après douze ans d'éloignement, en la personne d'Enrique Peña Nieto, ancien gouverneur de l'Etat de Mexico. Il succédera à Felipe Calderón du PAN (Partido Acción Nacional) le 1^{er} décembre.

Cependant, le PRI n'a pas obtenu la majorité absolue au Congrès et devra rechercher le soutien du PAN au Sénat pour faire passer des textes. L'adoption de réformes structurelles essentielles, comme celles du marché du travail, de la fiscalité, de l'éducation et de la santé, restera laborieuse compte tenu de l'opposition des syndicats, très implantés au sein du PRI. De plus, le nouveau président sera confronté à l'insécurité, la violence et à la corruption induits par le narcotrafic.

Points FORTS ↗

- Secteur manufacturier profitant de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA)
- Proximité géographique et humaine avec le marché américain
- Faible dette extérieure
- Secteur bancaire très rentable
- Démographie favorable

Points FAIBLES ↘

- Dépendance vis-à-vis des Etats-Unis pour les exportations, l'investissement et les transferts des travailleurs émigrés
- Vulnérabilité des finances publiques aux revenus pétroliers
- Faible développement du crédit
- Bureaucratie, corruption, manque de concurrence et insécurité
- Secteur informel massif (30% de la main d'œuvre) coupé de la formation et des aides sociales
- Insuffisance de l'éducation et de la recherche

NOUVELLE-ZÉLANDE

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



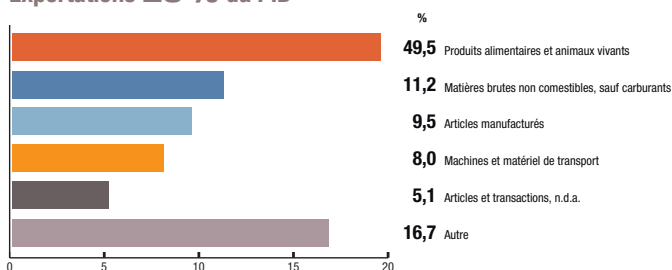
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-0,2	0,9	0,5	2,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,1	2,3	4	2,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-4,4	-8,5	-6,4
Solde courant / PIB (%)	-2,6	-3,4	-3,9	-5
Dettes publiques / PIB (%)	23,3	27,4	36	41,5

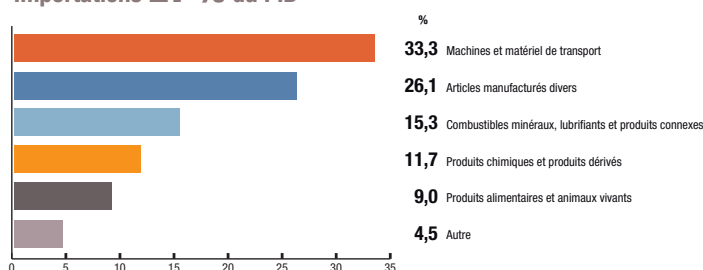
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 27 % du PIB



→ Appréciation du risque

La reconstruction de la région de Canterbury pourrait débiter avant la fin de 2012

Les deux tremblements de terre qui se sont produits dans la région de Canterbury en septembre 2010 et en février 2011 ont détruit 10% de la richesse du pays. L'activité économique a donc ralenti en 2011. Malgré l'accélération de la croissance attendue cette année, tirée par la consommation des ménages, mais surtout par l'investissement privé et public, des fragilités apparaissent dans les industries manufacturières et dans leurs performances à l'exportation. Dans ce contexte, la balance commerciale continue d'apporter une contribution négative.

La consommation des ménages demeure favorisée par la progression du revenu disponible mais l'indice de confiance se détériore, avec la hausse du taux de chômage à 6,8% de la population active. Les dépenses sont limitées par le processus de désendettement entrepris depuis 2008 et qui s'est traduit par une réduction de la dette à 141% du revenu disponible (RD). Elles sont également contraintes par la reconstitution de l'épargne, négative au moment du déclenchement de la crise, et qui aujourd'hui est repassée en territoire positif au-dessus de 1% du RD. L'investissement résidentiel, de son côté, est freiné par le faible niveau des stocks, en particulier sur le segment des premiers prix. Cette situation engendre une progression des prix des logements : le prix médian est cinq fois plus élevé que le revenu des ménages, ce qui pousse certains à s'endetter au-delà de leur capacité, d'autres à se tourner vers la location ou à émigrer, vers l'Australie notamment. En revanche, la croissance devrait être soutenue, vers la fin de 2012, par la reconstruction des logements détruits dans la région de Canterbury. La mise en œuvre de ce programme dépendait en effet de l'arrêt total des secousses sismiques et du règlement des dossiers d'assurance. Deux options qui semblent aujourd'hui levées. Les dommages sont évalués dans le budget du gouvernement à NZ\$ 11 milliards sur cinq ans (structures com-

merciales et infrastructures comprises), ce qui pèse sur le déficit budgétaire et compromet l'objectif de réduction de la dette publique qui demeure néanmoins contenue.

Les exportations pâtissent de la demande moins vive de l'Asie et de l'Australie

Les importations ont regagné en deux ans le terrain perdu pendant l'année de récession, les entreprises profitant de l'appréciation du dollar néo-zélandais pour accélérer leurs achats. Elles devraient décélérer autour de 6% en 2012, en raison du ralentissement de la reconstitution des stocks et de la consommation courante. Les exportations, quant à elles, avaient globalement peu souffert en 2009 portées par la demande vive de l'Australie son premier partenaire (23%), et de l'Asie émergente (32%). En revanche cette année, la demande moins vive en provenance de l'Asie devrait limiter leur progression, d'autant que l'activité en Australie pâtit d'ores et déjà du ralentissement des commandes chinoises, notamment dans le domaine minier. Les secteurs manufacturier et du tourisme demeurent handicapés par la parité élevée du dollar néo-zélandais. L'évolution du taux de change est sur une tendance haussière depuis trois ans, mais la volatilité observée depuis mi-2011 affecte le secteur des matières agricoles, lorsque la devise locale s'apprécie, lors de la conversion en NZ\$ des revenus des exportations libellées en US\$. Les prix du lait et du bétail devraient rester élevés, bénéficiant de la croissance démographique mondiale, de l'émergence des classes moyennes dans les pays émergents et du niveau faible des stocks dû à la sécheresse aux États-Unis. En revanche, la volatilité des prix de la laine constitue un handicap pour la mise en place de stratégies de long terme chez les éleveurs.

Progression des faillites

La reconstruction de la région de Christchurch, qui devrait débiter avant la fin de l'année, soutiendra l'activité du secteur

bâtiment et travaux publics et les branches connexes, comme les bureaux d'architecte, les matériaux de construction, le bois... Cela compense la moindre activité observée dans les travaux dépendant des collectivités locales. La compétition très vive entre les fournisseurs devrait tirer les prix vers le bas et peser sur les marges. Les exportateurs de produits manufacturés et de services liés au tourisme pâtissent du niveau élevé du change et, pour les premiers, de la hausse des coûts des intrants que la vigueur de la devise ne permet pas de compenser totalement. Dans le cas d'une volatilité soutenue du dollar néo-zélandais, les petites structures sont fragilisées, ne disposant généralement pas de l'expertise pour se couvrir contre ce risque. La prudence des ménages devrait en outre fragiliser les secteurs dédiés au marché domestique ainsi que la construction. Les faillites des entreprises ont affiché une progression de 57% entre février et avril 2012, par rapport à la même période de 2011.

Points FORTS →

- Proximité avec l'Asie émergente et l'Australie
- Attrait touristique et secteur agricole important
- Dette publique contenue
- Système bancaire solide
- Démographie dynamique

Points FAIBLES →

- Economie de petite taille et dépendance aux investissements étrangers
- Endettement significatif des ménages et des entreprises
- Politique budgétaire contrainte par le financement de la reconstruction de la région de Christchurch
- Pénurie de main-d'œuvre qualifiée

PAYS-BAS

Évaluations **Coface**

Pays **A2**

Environnement des affaires **A1**



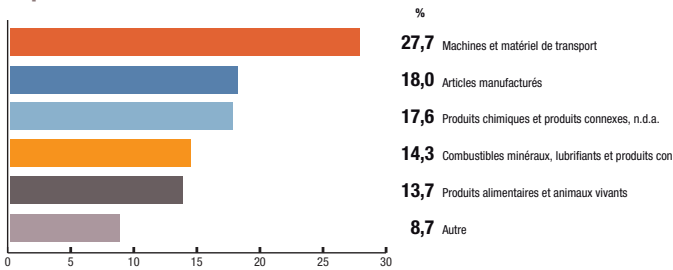
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,7	1,6	1,0	-0,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,0	0,9	2,5	2,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,6	-5,1	-4,7	-4,8
Solde courant / PIB (%)	4,1	7,0	8,5	10,0
Dettes publiques / PIB (%)	60,8	62,9	65,2	69,7

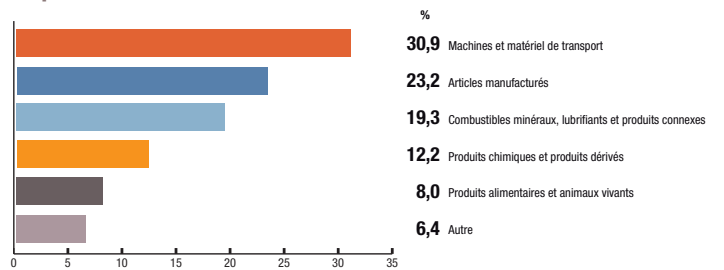
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **69 %** du PIB



Importations **62 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance négative en 2012

La croissance sera très probablement négative sur l'ensemble de l'année 2012. Seul le commerce extérieur – du fait en grande partie de la bonne tenue des réexportations – a soutenu la croissance dans la première partie de l'année. La consommation privée (secteurs de l'habillement, de l'automobile et de l'ameublement en particulier) et l'investissement (secteur de la construction principalement) ont poursuivi leur recul. Les indicateurs disponibles au troisième trimestre ne laissent guère augurer d'amélioration. Les dépenses des ménages ont continué à fléchir en juillet (12ème mois consécutif de baisse) et les perspectives en la matière ne sont guère encourageantes du fait de l'accroissement de la baisse des prix immobiliers en juillet-août et de la détérioration du marché de l'emploi. Par ailleurs, les exportations ont très sensiblement ralenti en juillet. Après quatre mois de quasi-stabilisation, la confiance des industriels (enquête CBS) s'est à nouveau effritée en septembre. Enfin, la politique de rigueur sera poursuivie. Les partis pro-européens (libéraux et travaillistes) arrivés en tête des élections législatives anticipées du 12 septembre 2012 devraient former une coalition gouvernementale et finaliser un programme de réduction des dépenses publiques pour les quatre années à venir.

L'ouverture financière et commerciale, le surendettement des ménages et l'envolée des créances douteuses constituent des fragilités

En dépit de fondamentaux toujours solides (comptes extérieurs excédentaires, dette publique contenue), l'économie a été fortement secouée par la crise financière en 2009 compte tenu de son ouverture financière et commerciale. Sous le coût de la crise du marché hypothécaire américain, plusieurs banques ont dû être secourues par la puissance publique. Depuis lors, une grande partie de ces aides a été remboursée mais le secteur a vu ses bénéfices chuter au 1^{er} semestre 2012 et est confronté à une envolée des créances douteuses, qui témoigne de la détérioration de la situation économique. Sur le plan commercial, le pays affiche un niveau de compétitivité satisfaisant et a gagné des parts de marché en Europe (même s'il convient de préciser que ce gain résulte pour une large part des réexportations). Cependant, il demeure très exposé aux aléas de la conjoncture dans les pays avancés du fait du degré élevé d'ouverture de l'économie (les exportations de biens et services représentent plus de 70 % du PIB) et de la forte concentration géographique des exportations (le pays réalise les deux-tiers de ses échanges avec l'Union européenne). D'autres fragilités sont à relever telles que la vulnérabilité du marché immobilier, le niveau très élevé de l'endettement des ménages (126% du PIB) et le vieillissement de la population qui, conjugué au recul du cours des actions, menace la solvabilité des fonds de pension et les contraint à réduire leurs prestations. Enfin, les entreprises ont abordé la crise avec une assise financière plutôt solide mais elles ont vu leurs bénéfices fondre. Sur les huit premiers mois de 2012, les faillites ont progressé de 25% par rapport à la même période de 2011 et les incidents de paiement enregistrés par Coface ont nettement augmenté.

Points FORTS ↗

- Activité portuaire (Rotterdam, 1^{er} port européen)
- Exportations diversifiées (pétrole raffiné, gaz naturel, automobile, matériel électrique, matériel informatique)
- Comptes extérieurs excédentaires
- Taux de chômage relativement faible
- Endettement public contenu

Points FAIBLES ↘

- Economie très ouverte et dépendante de la conjoncture européenne
- Secteur bancaire secouru par la crise
- Importante dette des ménages
- Vieillesse de la population

POLOGNE

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A2**



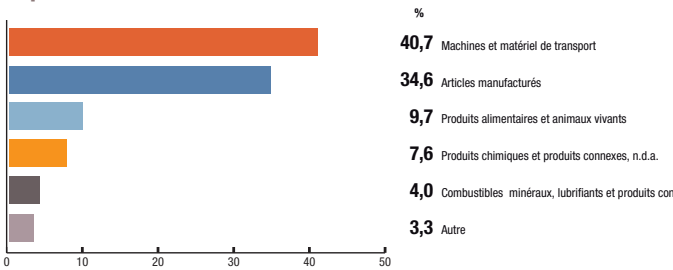
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	1,7	3,9	4,3	2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,0	2,7	3,9	3,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,3	-7,8	-5,2	-3,2
Solde courant / PIB (%)	-4,0	-4,7	-4,3	-3,8
Dettes publiques / PIB (%)	50,9	54,9	55,4	55,7

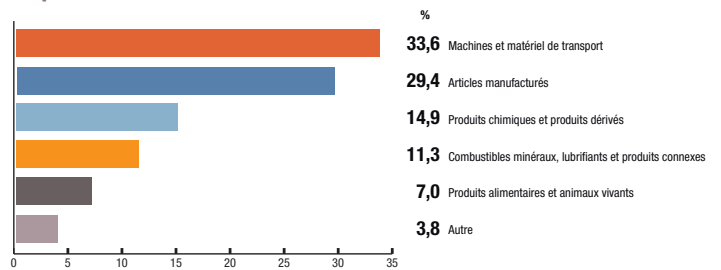
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **39 %** du PIB



Importations **39 %** du PIB



→ Appréciation du risque

La croissance décélère en 2012

L'activité est restée soutenue en 2011, malgré un ralentissement de la croissance au dernier trimestre. Cette décélération se poursuit en 2012. En effet, la consommation privée, qui représente 60% du PIB, reste affaiblie en raison du repli de la confiance des ménages, d'un taux d'inflation de 3,8% sur un an à fin août 2012, du gel des salaires dans la fonction publique et de la détérioration du marché de l'emploi (13,3% de chômage). Le déficit commercial polonais se réduit en 2012 suite à une contraction de la demande interne au deuxième trimestre comparée au premier trimestre (-3,1%) alors que les exportations diminuent (+0,8%). Les exportations, bien qu'affectées par le ralentissement en Europe occidentale, progressent de plus de 20% vers la Russie et l'Ukraine. Néanmoins, la balance des revenus, largement déficitaire, élimine une grande part de l'effet positif du resserrement commercial. L'impact du commerce extérieur sur le PIB est toutefois limité, en raison d'une faible ouverture commerciale comparée aux autres pays d'Europe centrale. La baisse anticipée de l'inflation devrait permettre à la banque centrale polonaise de modifier sa politique monétaire. Le gouverneur s'est d'ailleurs engagé à diminuer les taux en cas de ralentissement économique. Malgré ces baisses, les flux d'investissement en provenance de l'étranger couvriront le déficit courant. A fin juillet 2012 les flux net d'investissement de portefeuille recouvraient le déficit, soit 8 milliards d'euros. Le secteur de la construction privée a souffert de la diminution de la demande des ménages. L'indice de production de construction publié mensuellement par Eurostat était en retrait de 8% sur les 7 premiers mois de 2012 par rapport à 2011. Le secteur de la construction a par ailleurs été dopé, pendant plusieurs mois, par l'organisation des championnats d'Europe de football en juin 2012 (stades, hôtellerie, voirie...), soutenu par l'investissement public. Le crédit aux entreprises reste dynamique au premier trimestre, en particulier en zloty, mais l'investissement décélèrera fortement dans les prochains mois.

Des finances publiques en voie d'amélioration

Le *Plan pour le développement et la consolidation des finances publiques* élaboré par le gouvernement afin de respecter les critères de Maastricht à partir de 2013 se poursuivra. Le déficit public, qui atteignait près de 8% du PIB en 2010, devrait se replier en dessous des 4% en 2012, grâce à la hausse des taxes sur les produits pétroliers et à l'augmentation des cotisations sociales. En conséquence, la dette publique devrait se stabiliser autour de 55% du PIB. Néanmoins, une large part de la dette est détenue par des non-résidents, ce qui rend l'endettement vulnérable à l'aversion au risque des investisseurs. En outre, les flux d'investissements directs étrangers pâtissent en 2012 de la récession européenne et ne permettent pas le financement du déficit courant par des flux de capitaux stables à l'exception des fonds structurels européens. Le système bancaire polonais semble relativement solide avec des ratios de capitalisation supérieurs aux minimums requis par Bâle III. Néanmoins, les filiales de banques étrangères, dont les maisons mères sont pour la plus part implantées en zone euro, représentent les deux tiers du secteur bancaire, ce qui le rend dépendant des capitaux étrangers. Enfin, les banques restent fortement exposées au risque de change, les prêts aux ménages libellés en devises s'élevant à 14% du PIB. Or, le zloty a perdu 8% de sa valeur face à l'euro entre janvier et septembre 2012.

Un contexte politique plutôt stable

L'élection présidentielle d'août 2010 a porté Bronislaw Komorowski à la tête d'une coalition entre son parti de centre-droit (PO), au pouvoir depuis octobre 2007, et le Parti paysan polonais (PSA). Les élections générales du 9 octobre 2011 ont

confirmé cette coalition. Le premier ministre Donald Tusk fait de la réduction du déficit budgétaire sa priorité. Néanmoins, les derniers sondages d'opinions font part d'un mécontentement croissant de la population face aux politiques de rigueurs mises en place. Par ailleurs, l'entrée dans l'euro a été repoussée en raison du manque actuel d'attractivité de la monnaie européenne selon les dires du premier ministre.

Points FORTS ↗

- Seul pays de l'UE à avoir échappé à la récession en 2009
- Attractivité pour les IDE renforcée par la taille du marché intérieur
- Economie diversifiée
- Taux d'absorption des fonds structurels européens le plus élevé d'Europe émergente

Points FAIBLES ↘

- Taux d'investissement insuffisant
- Risque de change
- Importante disparité régionale
- Fort endettement en devises des ménages

ROUMANIE

Évaluations **Coface**

Pays **B**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

RISQUE MODÉRÉ



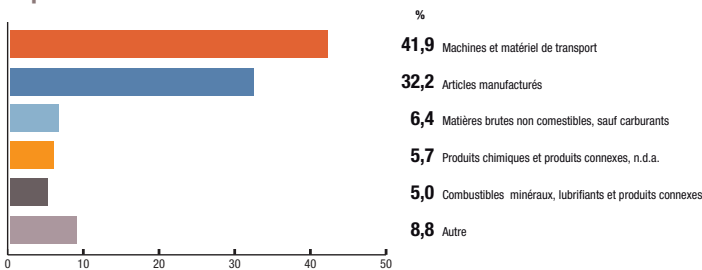
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,8	-1,9	2,1	1,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,6	6,1	5,8	2,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,3	-6,4	-4,1	-1,9
Solde courant / PIB (%)	-4,2	-4,4	-4,5	-3,5
Dettes publiques / PIB (%)	23,8	31,2	33,0	34,2

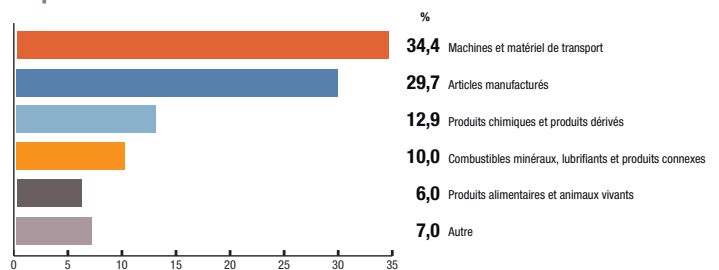
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **33 %** du PIB



Importations **40 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Une reprise fragile tirée par l'investissement public

Après un rebond modeste en 2011 tiré par les exportations, l'activité ralentit en 2012. Les exportations, orientées à 55% vers la zone euro en récession, faiblissent. Les secteurs de la pharmacie et de la chimie en pâtissent. L'investissement privé reste atone en raison d'un accès au crédit plus difficile et des incertitudes qui entourent les élections législatives de novembre 2012. Les flux d'investissements directs étrangers, qui proviennent à plus de 80% de la zone euro, ont fortement ralenti depuis le début de l'année. Toutefois, la consommation des ménages a été soutenue au premier semestre 2012 par un rebond du revenu disponible, porté par une décade du chômage à 7%, en deçà de la moyenne de l'UE, et par un rétablissement des salaires de la fonction publique au niveau de 2010, soit une hausse de 8%. Marqué par une dépréciation du Leu par rapport à l'euro et par une poussée des prix des matières agricoles, la consommation marque néanmoins le pas au second semestre. Le secteur de la construction est affecté par cette contraction et le commerce de détail devrait également ralentir en fin d'année. L'investissement public est devenu le principal moteur de la croissance dans un contexte où les besoins en infrastructure de transports demeurent très importants. Le cofinancement par les fonds structurels européens, dont le taux d'absorption reste le plus faible de l'UE, joue à cet égard un rôle clé.

Des ajustements financiers en cours

Après avoir bénéficié d'un financement multilatéral de 20 milliards d'euros entre 2009 et 2011, le pays a signé en mars 2011 un accord de précaution de vingt quatre mois avec le FMI d'un montant beaucoup plus modeste (de 3,5 milliards d'euros). Cet accord vise à renforcer la confiance des investisseurs dans la capacité du pays à mettre en œuvre des mesures d'assainissement budgétaire. Cet ajustement a été

significatif grâce aux relèvements de la TVA et se poursuit en 2012. Il bute toutefois sur un redressement difficile des bilans des entreprises publiques dans les secteurs de l'énergie et des transports, lesquelles continuent à afficher des arriérés. Le système d'imposition, à taux fixe, pourrait devenir progressif. L'efficacité de ce changement dépendra du plafond d'imposition, qui s'il n'est pas réévalué par rapport au taux fixe, conduira à collecter moins d'impôt. Par ailleurs, la fuite des richesses vers une économie informelle, évaluée à 25% du PIB, continue de grever les recettes publiques. Le besoin de financement externe, à 20% du PIB, reste élevé en 2012, en raison de la persistance d'un déficit courant et de l'importance de l'amortissement de la dette extérieure, dont l'encours s'élève à plus de 70% du PIB. Or, les investissements directs tout comme les financements bancaires devraient se tarir, alors que les rendements exigés par les marchés ont augmenté dans le sillage de l'intensification de la crise de la zone euro. Aussi, même si la Roumanie a recouvré l'accès au marché en 2010-11, le maintien du soutien financier multilatéral et des fonds structurels européens resteront essentiels pour la stabilité financière du pays. Dans ce contexte, la volatilité du Leu est à surveiller.

Le système bancaire est grevé par un niveau élevé de prêts non performants (17%). Par ailleurs, les banques de la zone euro, fragilisées par la crise de la dette souveraine, détiennent 72% des actifs bancaires roumains. Elles pourraient être contraintes de réduire significativement leur exposition sur les pays d'Europe centrale au regard des nouvelles exigences de liquidité imposées par Bâle III. Or, les banques roumaines sont dépendantes des prêts des maisons mères, au regard de l'insuffisance des dépôts (le ratio des prêts sur dépôts s'élevant à 120%). Le risque de refinancement auprès des maisons-mères grecques, très fragilisées, et dont les créances représentent 17% du PIB roumain, est particulièrement élevé. Dans ce contexte, l'offre de crédit est très largement contrainte.

Des réformes fragilisées par le contexte préélectoral

Le risque majeur en Roumanie est lié à la fragilité de la stabilité politique. Le pays a connu trois gouvernements différents en 2012 et de nouvelles élections législatives seront organisées en décembre 2012. Il semble que la coalition à laquelle appartient le Premier Ministre actuel, Victor Ponta, remportera le scrutin de novembre. Cette relative stabilité, liée au poids électoral d'une coalition de centre gauche et de centre droit, pourrait néanmoins s'avérer très fragile en cas de départ ou de destitution du Président roumain, M. Basescu. Le contexte pré-électoral constitue, par ailleurs, un frein supplémentaire à la mise en œuvre des réformes, notamment celles visant les secteurs de l'énergie et des transports, ou encore celles demandées par la Commission européenne, axées sur l'amélioration de la gouvernance.

Points FORTS ↗

- Attractivité du pays pour les investisseurs étrangers grâce à un large marché domestique
- Faible poids de la dette publique

Points FAIBLES ↘

- Forte exposition à la zone euro
- Exposition du secteur privé au risque de change
- Instabilité politique qui pèse sur la capacité du pays à conduire les politiques préconisées par le FMI
- Déficit courant toujours élevé
- Taux d'absorption des fonds structurels européens le plus faible de l'UE, qui traduit d'importantes carences institutionnelles et administratives

ROYAUME-UNI

Évaluations **Coface**

Pays **A3**

Environnement des affaires **A1**



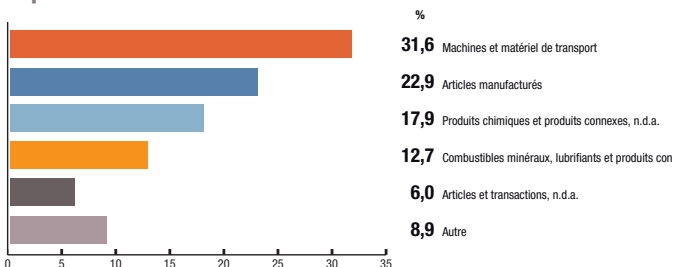
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,4	1,8	0,9	-0,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,2	3,3	4,5	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,4	-9,4	-8,4	-8,1
Solde courant / PIB (%)	-1,7	-3,3	-1,9	-2,6
Dettes publiques / PIB (%)	71,1	76,5	84,4	89,8

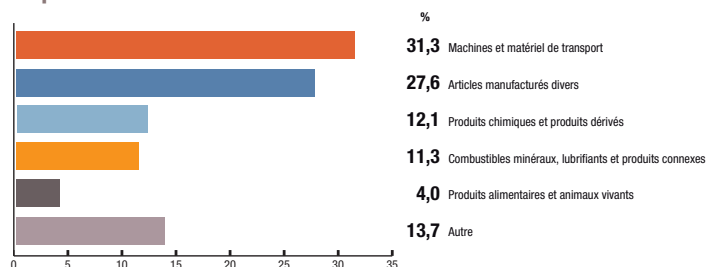
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 30 % du PIB



→ Appréciation du risque

Léger rebond de l'activité au troisième trimestre

Après trois trimestres consécutifs de contraction de l'activité, la croissance est repassée en territoire positif au troisième trimestre de 2012 (+1% t/t) grâce à la tenue des Jeux Olympiques. Malgré cela, la confiance des ménages et des chefs d'entreprise est demeurée à un faible niveau en septembre, ce qui laisse entrevoir une croissance médiocre sur l'ensemble de l'année. La croissance a été revue à la baisse de 0,2% à -0,5%.

Plusieurs facteurs continuent en effet de nourrir la morosité ambiante. Le taux de chômage reste élevé (8,1% en juillet) et pourrait progresser d'ici à la fin de l'année avec la disparition des emplois temporaires (Jeux Olympiques) et l'expiration de la *New Enterprise Allowance* qui a favorisé l'emploi indépendant. A cela s'ajoutent le désendettement (la dette représente 149% du revenu disponible des ménages -RD- contre 170% en 2008), des conditions de crédit toujours détériorées, la volonté de maintenir le niveau d'épargne autour de 7% du RD, les incertitudes liées à la crise en zone euro. Mais les pressions inflationnistes, après un pic de 5,2% en septembre 2011, se sont dissipées et le taux pour 2012 devrait s'établir en moyenne autour de 2,7%. Cela devrait permettre d'atténuer la contraction des dépenses des ménages (64% du PIB) cette année. D'autant que la *Bank of England* (BoE) poursuit sa politique monétaire expansionniste (maintien d'un taux directeur faible et probable augmentation en novembre du *quantitative easing* d'un montant initial de 375 milliards de livres). Le secteur de la construction a continué de se contracter au deuxième trimestre (fin des commandes d'infrastructures liées aux travaux de préparation des jeux Olympiques). Cette tendance s'est poursuivie durant l'été et le secteur devrait demeurer déprimé tout au long de l'année.

Cette récession entraîne une contraction des recettes fiscales liées à l'impôt sur les sociétés. Néanmoins cela ne devrait

pas entraîner un regain d'austérité, le gouvernement ayant revu à la baisse ses perspectives de réduction du déficit public en novembre 2011.

Les exportations devraient se contracter en 2012

La dernière enquête sur le secteur manufacturier met à jour une montée des coûts de production et l'accélération de la baisse des commandes à l'export. La forte progression des stocks devrait être suivie d'un recul de la production manufacturière. L'activité du secteur des services ne s'est, quant à elle, que peu améliorée. Les entreprises subissent donc des pressions sur leurs marges, ce qui devrait les pousser à freiner également leur investissement. Les exportations pâtissent du ralentissement de la demande de l'Union européenne, de la zone euro en particulier, principal partenaire commercial (54% du total). La progression des importations devrait ralentir au second semestre, en ligne avec la prudence des ménages et des entreprises, mais demeurer plus vive que les exportations sur l'ensemble de l'année. Le commerce extérieur devrait donc apporter une contribution négative à la croissance en 2012.

Crédit bancaire déprimé et faillites en progression

Le secteur bancaire britannique est fragilisé d'une part par son exposition importante (1200 milliards de dollars) aux contreparties publiques et privées de la zone euro et, d'autre part, par une moindre progression de ses profits. Les efforts des banques pour se désendetter maintiennent toujours le crédit sous pression. Face à cette tendance lourde, la BoE a mis en place en août avec le Trésor britannique le *Funding for Lending Programme* (£20 milliards) qui prévoit d'accorder des prêts à long terme aux banques à des taux préférentiels sous réserve de l'engagement de ces dernières d'offrir des financements à

moindre coût à l'économie réelle, aux PME en particulier. Il est trop tôt pour juger de l'impact de cette mesure sur le crédit aux entreprises et aux ménages, mais le montant alloué apparaît d'ores et déjà limité au regard des besoins. Les grandes entreprises, de leur côté, disposent d'un taux d'autofinancement élevé (160%) et d'un accès aux marchés obligataires. Les faillites des entreprises ont progressé de près de 5% sur douze mois à juin 2012. Cette évolution est reflétée par la progression de l'indice des incidents de paiement de Coface.

Points FORTS ↗

- Flexibilité de la politique monétaire de la Bank of England
- Production d'hydrocarbures couvrant les trois-quarts des besoins énergétiques
- Détermination gouvernementale à ajuster les finances publiques

Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance de l'économie aux services financiers
- Instabilité de la coalition gouvernementale autour de la question européenne
- Dette et déficits publics élevés
- Niveau record de l'endettement privé
- Fragilité du système bancaire
- Part croissante des jeunes dans le taux de chômage, source de tensions sociales

RUSSIE

Évaluations **Coface**

Pays **B**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE



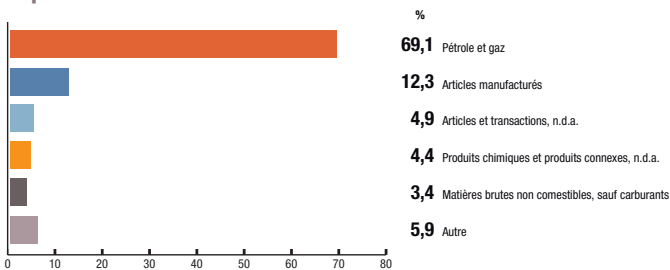
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-7,8	4,3	4,3	3,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	11,7	6,9	8,4	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,3	-3,5	1,6	-1,0
Solde courant / PIB (%)	4,0	4,7	5,3	3,1
Dettes publiques / PIB (%)	11,0	11,7	9,6	8,4

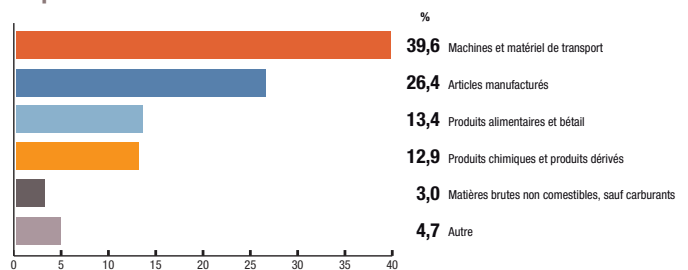
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **28 %** du PIB



Importations **20 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement de la croissance

La croissance a ralenti au deuxième trimestre. Cette tendance devrait se confirmer sur l'ensemble de l'année 2012, l'économie Russe résistant toutefois bien dans un contexte économique international très déprimé. La production de pétrole a atteint un niveau record en milieu d'année. En revanche, la production industrielle souffre de la baisse de la demande des principaux partenaires de la Russie (Union Européenne et Chine). L'investissement est freiné par une hausse des coûts de production réduisant les profits des entreprises. La consommation privée, principal moteur de l'économie russe, a été soutenue au premier semestre par la progression des salaires et des dépenses sociales, la croissance du crédit bancaire ainsi que par la bonne tenue du marché du travail. Toutefois, la reprise de l'inflation pèse désormais sur l'augmentation des salaires réels et donc la demande intérieure. La pression inflationniste s'accroît depuis juin, sous l'effet du renchérissement des biens alimentaires (renforcé par les effets de la sécheresse estivale) et des services publics (énergie). La Banque centrale a relevé son taux de refinancement mi-septembre (de 8% à 8,25%) pour tenter de contenir la hausse des prix dans la limite de sa «cible» de 6%.

Le dynamisme de l'activité reposera au second semestre essentiellement sur le niveau du cours du brut. Une baisse des cours d'ici fin 2012 – qui n'est pas à exclure – affecterait significativement la croissance, mais aussi les équilibres budgétaires et courants.

Les soldes budgétaires et courants très dépendants des cours du pétrole

Le budget 2012 a été amendé en juin pour tenir compte d'une hausse attendue des cours du pétrole (de 100 à 115 \$/baril) permettant l'augmentation des recettes budgétaires tout en maintenant les dépenses. Les recettes pétrolières comptent pour la moitié des revenus de l'Etat et le prix du

pétrole assurant l'équilibre des finances publiques a doublé depuis 2008. Compte tenu de l'évolution récente du prix du baril, les recettes devraient être inférieures à celles attendues alors que les dépenses ne seront pas revues à la baisse. Le solde devrait en conséquence être légèrement déficitaire en fin d'année. Toutefois, les finances publiques russes restent solides avec une dette publique inférieure à 10% du PIB, laissant des marges de manœuvre au gouvernement, au moins à court terme.

De même, les exportations russes sont largement dominées par le pétrole et le gaz (2/3 des revenus d'exportation) et permettent au pays d'enregistrer un excédent courant confortable. Le solde devrait toutefois se réduire sur l'année 2012 en raison de l'impact de la crise de la dette européenne sur la demande des pays de cette zone.

Les sorties de capitaux, encore très élevées au premier semestre compte tenu des incertitudes politiques liées au contexte électoral, devraient se poursuivre mais à un rythme moins rapide. Après une dépréciation marquée en début d'année, le rouble s'est stabilisé suite au ralentissement des flux de capitaux. Une baisse du prix du pétrole pèserait à nouveau sur le cours du rouble.

Le contexte politique restera tendu

La transition politique s'est déroulée comme prévue par le Kremlin, mais les scrutins de 2011-2012 ont été l'occasion d'un mouvement de contestation d'une ampleur inédite depuis le début des années 1990. Les jeunes et les classes moyennes ont exprimé leur mécontentement face à la montée des inégalités et aux lacunes persistantes de l'environnement des affaires. Les manifestations, qui sont restées circonscrites aux villes sans s'étendre aux campagnes, ont été marquées par l'émergence d'une nouvelle opposition, cristallisée autour de mouvements initialement mobilisés sur des enjeux locaux. Les élections locales et régionales de mi-octobre pourraient être l'occasion de mesurer l'insatisfaction de la population. Toutefois les lois récemment votées visant à

limiter les manifestations (réprimées par des amendes) et placer sous contrôle certaines ONG (notamment USAID) risquent de limiter les possibilités pour l'opposition de s'exprimer. Marqué par la prééminence des proches de Vladimir Poutine, le scénario d'un statu quo économique et sociopolitique, conjugué à un durcissement du régime face à la contestation semble se confirmer.

Par ailleurs, la gouvernance des entreprises reste un point faible récurrent : elles sont peu transparentes et il est parfois difficile d'en connaître l'actionnariat. A ce titre, l'accession de la Russie à l'OMC en août, dont l'impact sur le commerce reste incertain et ne sera en tout état de cause pas immédiat, pourrait contribuer à améliorer l'environnement des affaires. Si l'expérience de paiement enregistrée par Coface est stable, la vulnérabilité des entreprises aux chocs reste importante, maintenant le risque de crédit à un niveau plus élevé que dans les trois autres BRIC.

Points FORTS →

- Abondantes ressources naturelles (pétrole, gaz et métaux)
- Main d'œuvre qualifiée
- Faible endettement public et réserves de change confortables
- Puissance régionale et énergétique affirmée

Points FAIBLES ↘

- Accentuation du caractère rentier de l'économie
- Manque de compétitivité du secteur industriel
- Secteur bancaire privé fragile
- Faiblesse des infrastructures
- Démographie déclinante
- Lacunes persistantes dans l'environnement des affaires

RWANDA



Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **D**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ

Principaux indicateurs économiques

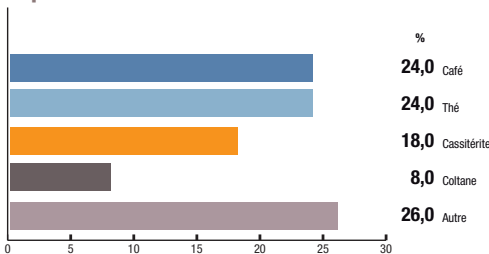
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,1	7,2	8,6	7,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	10,3	2,3	5,7	7,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,5	-13,3	-14,2	-13,2
Solde courant / PIB (%)	-7,3	-5,9	-7,3	-10,0
Dettes publiques / PIB (%)	14,5	14,6	18,0	18,7

* Hors dons Année fiscale: juillet à juin

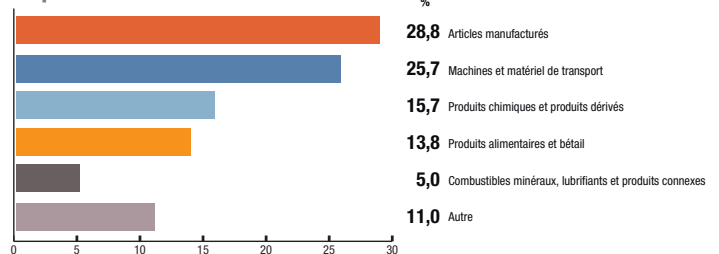
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 12 % du PIB



Importations 29 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance dynamique

La croissance du Rwanda, plutôt épargnée par la crise, restera soutenue en 2012 et 2013. La demande interne est le moteur essentiel de l'économie. Le secteur des services (commerce, services financiers, tourisme) contribue à la moitié du PIB. L'agriculture (34 % du PIB) reste la principale source d'emplois (80%). Sa faible productivité pourrait progresser grâce à des investissements dans les infrastructures et les intrants (engrais, semences). Mais le développement du secteur agricole reste contraint par la forte pression démographique, les productions vivrières limitant les capacités de productions d'exportation. Le secteur industriel (15% du PIB) est dominé par la construction, l'industrie manufacturière étant pénalisée par le déficit d'infrastructures. Le gouvernement a lancé un programme d'investissement dans les secteurs de l'énergie (production et distribution) et des transports. En outre, l'investissement privé est encouragé par le développement de la micro finance par l'intermédiaire de coopératives d'épargne et de crédit (SACCO). Le chômage demeure un défi majeur. Il touche particulièrement les jeunes en raison de l'inadéquation des qualifications aux besoins de l'économie.

Soldes budgétaire et courant déficitaires, mais risque de surendettement limité par une gestion prudente de la dette

Le déficit budgétaire restera très élevé en 2013. Certes, les mesures visant à lutter contre l'évasion fiscale et élargir l'assiette de l'impôt permettront d'augmenter les recettes et le programme de privatisation (télécommunications, banques) lancé par l'Etat devrait être source de revenus supplémentaires. Toutefois, la décision de plusieurs pays (notamment Etats-Unis, Royaume-Uni et Pays-Bas) de suspendre leur aide au Rwanda, suspecté de soutenir les rebelles du M23 en RDC, prive le pays d'importantes ressources. Les dons représentent en effet 45% à 50% des recettes budgétaires, le

rendant très dépendant de l'aide extérieure. Les recettes ne seront en conséquence pas suffisantes pour compenser l'accroissement des dépenses, orientées vers les capacités productives, la santé, mais aussi la réévaluation des salaires du secteur public (gelés depuis 2006). Le déficit budgétaire ne devrait donc pas se résorber, une meilleure gestion limitant toutefois sa dégradation.

Concernant les comptes extérieurs, les exportations restent constituées essentiellement de produits alimentaires (café, thé) et de matières premières minérales (étain, tungstène), malgré les efforts de diversification. Cette spécialisation rend le pays très vulnérable aux cours mondiaux. Les importations de biens manufacturés et d'énergie augmentent plus rapidement que les exportations, aggravant le déficit commercial. Les recettes liées aux transferts des travailleurs émigrés, au tourisme et dons publics ne permettent pas de combler ce déficit, ce qui se traduit par un solde courant négatif. Le ralentissement de l'économie en Europe et aux Etats-Unis fait peser un risque de diminution des transferts des expatriés, des recettes du tourisme ainsi que des IDE. Il en résulte des pressions baissières sur le franc rwandais : s'il est resté stable face au dollar en 2011 et au premier semestre 2012, il s'est ensuite déprécié de près de 4% au 3^{ème} trimestre.

L'endettement public s'accroît mais reste soutenable (19% du PIB). La dette extérieure (62 % de la dette publique) est détenue à plus de 80 % auprès de créanciers multilatéraux. Le risque de surendettement du Rwanda reste modéré grâce à une gestion prudente de la dette depuis l'allègement substantiel dont a bénéficié le pays et un accès à des conditions d'emprunt favorables.

Des progrès remarquables en matière de gouvernance qui améliorent l'environnement des affaires dans un contexte politique toutefois toujours difficile

Le Rwanda est un pays enclavé, frontalier notamment du Congo (RDC) avec lequel les relations sont tendues par les accusations de soutien des rebelles du M23 par le

gouvernement rwandais. Paul Kagame, président réélu en août 2010 pour un deuxième mandat, fait l'objet de critiques sur les dérives autoritaires de sa présidence.

Le Rwanda a mis en œuvre d'importantes réformes qui ont permis de renforcer le cadre législatif et réglementaire depuis 2001. La protection de la propriété est garantie par la Constitution (2003) et le Code des investissements (2005) autorise les investissements étrangers dans tous les secteurs ainsi que le libre et complet rapatriement du capital et des bénéfices. Le pays a en outre réalisé d'importants efforts pour lutter contre la corruption. Des écarts persistent entre le cadre légal et sa mise en œuvre effective et des progrès restent à réaliser (libertés civiles, protection des droits contractuels). Mais l'amélioration effective de l'environnement des affaires permet désormais au Rwanda d'occuper la 45^{ème} place dans le classement Doing Business de la Banque Mondiale (3^{ème} pays d'Afrique sub-saharienne après l'Afrique du Sud et Maurice).

Points FORTS ↗

- Potentiel géologique : cassitérite (étain), tungstène, or
- Faible endettement
- Progrès importants en matière de gouvernance

Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance à l'aide internationale et aux cours des matières premières
- Enclavement géographique
- Soumis aux tensions politiques et sociales des pays voisins (RDC)
- Forte pression démographique et densité de population la plus élevée d'Afrique

SYRIE

Évaluations **Coface**

Pays **D**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ



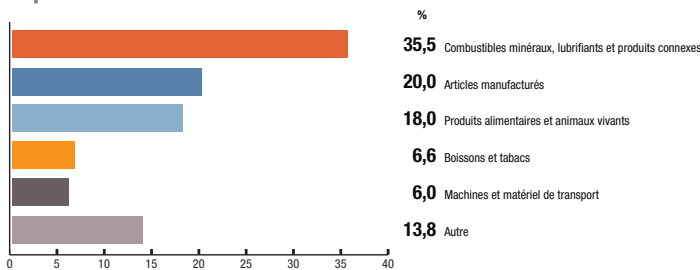
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,0	3,2	-5,0	-12,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,5	4,5	5,0	20,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,0	-4,5	-11,0	-14,0
Solde courant / PIB (%)	-2,2	-2,7	-10,0	-12,0
Dettes publiques / PIB (%)	31,5	29,5	35,5	45,5

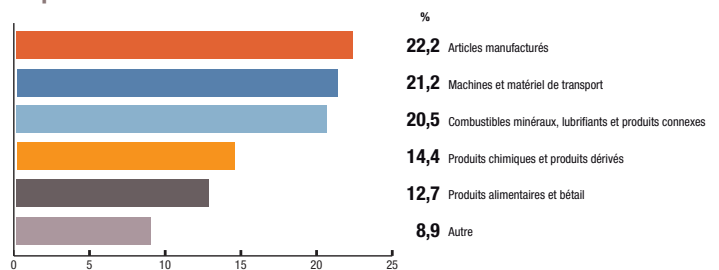
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **99 %** du PIB



Importations **104 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Probabilité d'une guerre civile prolongée

Le président Bachar al-Assad, qui a entamé un deuxième mandat de sept ans en 2007, est confronté à de violentes protestations à l'encontre de son régime depuis mars 2011, transformées en rébellion armée qu'il essaye de contenir par une répression militaire.

Dans ce contexte, l'isolement international de la Syrie s'est accru. Les États-Unis et l'UE ont décrété en août 2011 un boycott des exportations de pétrole syrien, tandis que la Ligue arabe a suspendu l'adhésion du pays fin 2011 et la Turquie l'accord de libre-échange entre les deux pays. En outre, l'Arabie saoudite et le Qatar ont poussé la Ligue arabe à exiger la démission du président Assad.

Toutefois, le régime syrien est susceptible de pouvoir continuer de compter sur l'opposition de la Chine et de la Russie à toute résolution du Conseil de Sécurité de l'ONU autorisant la force ou des sanctions internationales à son encontre. Après la démission de Kofi Annan en août 2012, le nouveau médiateur de l'ONU et de la Ligue arabe, Lakhdar Brahimi, a pour tâche de trouver une issue pacifique à la guerre civile, en dépit de la réticence des parties syriennes à négocier une trêve et des désaccords de la communauté internationale. Le noyau dur du régime est limité à la minorité alaouite (environ 12% de la population), notamment après les récentes défections de sunnites de haut niveau. Toutefois, malgré le contrôle accru de certaines zones du pays par l'opposition et l'Armée syrienne libre, ces forces semblent trop fragmentées pour renverser rapidement le régime. Par ailleurs, l'opposition a jusqu'ici échoué à convaincre les classes moyennes urbaines qu'elle pourrait offrir une alternative valable et crédible au régime, bien que le soutien de la communauté d'affaires sunnite, crucial pour Assad, faiblisse. Par conséquent, la perspective la plus probable est une guerre civile prolongée et, en définitive, le régime pourrait succomber à une combinaison d'escalade des combats, de troubles politiques et sociaux et de pressions extérieures, ou à un coup d'État fomenté par une fraction de l'armée.

Forte récession imputable aux troubles politiques

L'économie est encore plus durement touchée par le conflit en cours et les sanctions occidentales qu'en 2011, d'où une nouvelle chute de l'activité en 2012. Côté demande, la consommation des ménages est de nouveau très affectée, situation aggravée par des restrictions supplémentaires sur les importations. Côté offre, les services, qui représentent 45% du PIB, en particulier l'activité commerciale et le tourisme, sont victimes du marasme.

Très nette aggravation des déficits budgétaire et courant

L'année 2012 se traduit par une nouvelle aggravation du déficit budgétaire. En effet, la chute de l'activité économique et les sanctions occidentales à l'encontre du secteur pétrolier privent l'État de ses principales sources de revenus. De ce fait, la dette publique augmentera fortement en proportion du PIB, alors que l'annulation en 2005 de la dette bilatérale avec la Russie avait permis de la réduire sensiblement.

Par ailleurs, les exportations de pétrole chutent à cause des sanctions européennes et américaines. Autre conséquence des sanctions, les importations sont également en baisse, en dépit de l'importance des achats de pétrole raffiné. Au total, avec un effondrement du tourisme et une chute des transferts des expatriés, le déficit du compte courant va très fortement se creuser. En outre, le niveau modéré de la dette extérieure du pays se détériore, en raison de la contraction de l'activité économique, la fuite des capitaux devrait s'accroître et la monnaie se déprécier davantage, avec des pressions accrues sur le système bancaire. Cette situation se traduira par une forte diminution des réserves de change, qui pourraient tomber à un niveau estimé à quatre mois d'importations fin 2012.

Toutefois, l'aide financière de l'Iran pourrait aider le régime actuel à éviter, dans l'immédiat, une crise de financement et repousser ainsi son effondrement.

Environnement des affaires très défavorable

De considérables obstacles au changement et à la libéralisation progressive de l'économie existaient, même si les autorités avaient commencé à réformer les secteurs des affaires et de la banque, et prévu une loi sur les partenariats public-privé. L'environnement des affaires souffrait déjà de grandes faiblesses, transparence limitée des entreprises, bureaucratie, népotisme, corruption, pénurie de main-d'œuvre qualifiée, absence d'un cadre cohérent pour l'investissement direct étranger. Tous ces facteurs, en conjonction avec la détérioration très marquée de la situation politique et économique, donnent lieu à une augmentation des impayés et à des difficultés de recouvrement des créances.

Points FORTS ↗

- Appareil productif assez diversifié
- Fort potentiel touristique
- Endettement extérieur modéré

Points FAIBLES ↘

- Contestation politique croissante à l'encontre du régime en place, dans un pays multiconfessionnel
- Déclin de la production de pétrole, source de plus d'un quart des recettes fiscales
- Secteur public industriel obsolète
- Secteur agricole peu compétitif
- Environnement des affaires très imparfait

TUNISIE

Évaluations **Coface**

Pays **A4**

Environnement des affaires **A4**

Cotation moyen terme

ASSEZ BON RISQUE



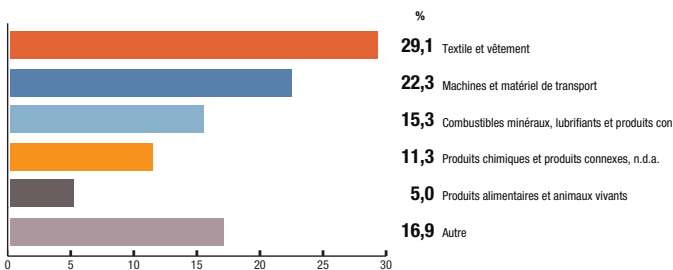
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,1	3,5	-1,5	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,5	4,4	3,5	4,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-2,9	-3,5	-7,0
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-4,7	-7,3	-8,0
Dette publique / PIB (%)	42,9	43,5	49,0	52,0

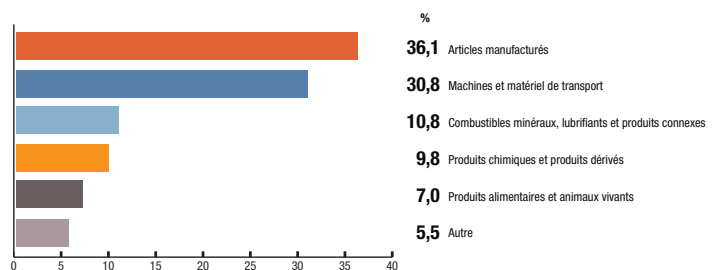
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **52 %** du PIB



Importations **55 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Nombreux défis sociaux et économiques à relever par la coalition gouvernementale

Les élections d'octobre 2011 à l'Assemblée constituante ont abouti à une majorité relative en faveur du parti islamiste 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 Premier ministre est revenu au secrétaire général d'Ennahda, Hamadi Jebali, dont le parti détient la majorité des portefeuilles et les ministères régaliens. Des élections législatives et présidentielle se tiendront fin juin 2013, l'élaboration de la nouvelle constitution devrait être terminée d'ici-là, un compromis ayant été trouvé sur un régime mi-présidentiel, mi-parlementaire. Toutefois, des lignes de fracture continuent de traverser la société, partagée entre islamisme et laïcité ou tradition et modernité.

Dans ce contexte, le nouveau gouvernement éprouve des difficultés dans plusieurs domaines, et notamment dans l'établissement d'un nouveau cadre de politique économique, même s'il affiche un programme économique libéral. Il est confronté 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 distribution sociale et géographique des fruits de la croissance, avec un schéma de développement en faveur de l'intérieur du pays, défavorisé par rapport aux régions côtières.

Modeste rebond de la croissance attendu en 2012

L'activité a fortement ralenti en 2011, en raison des événements politiques, la dégradation la plus marquée ayant concerné le tourisme (17% du PIB au sens large), puis la production minière.

Avec le retour à une situation politique plus stable, un modeste rebond de l'économie est attendu en 2012, en raison d'une reprise de la consommation des ménages et de l'investissement, stimulés par une politique budgétaire souple. Toutefois, le pays devrait avoir de moins bonnes récoltes, alors que le secteur agricole représente environ 12% du PIB et 20% de la population active.

Ce rebond risque en outre d'être freiné par des tensions sociales jusqu'à l'achèvement du processus de transition politique, ainsi que par une conjoncture économique mondiale difficile, surtout dans les principaux pays européens partenaires (France, 32% des ventes en 2011, Italie, 22%).

Nette détérioration des déficits jumeaux, atténués par des aides financières internationales

Après un creusement du déficit budgétaire en 2011, en raison à la fois du recul de l'activité et de l'augmentation des dépenses, l'année 2012 devrait se traduire par une détérioration encore plus marquée. Le budget est, en effet, axé sur la justice sociale, la création d'emplois, le développement régional et la relance des investissements publics. La dette publique est légèrement supérieure, en part du PIB, à la moyenne des pays émergents comparables, mais elle est majoritairement contractée avec des institutions multilatérales à des termes concessionnels.

Les comptes extérieurs vont rester sous pression en 2012. Les exportations ne devraient que faiblement progresser, en raison de la détérioration de la situation économique 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 ne reprend que modérément, après une chute sévère en 2011 et, au total, le déficit courant déjà élevé va s'accroître.

La Tunisie a obtenu du G8, en mai 2011, un soutien financier des institutions officielles multilatérales pour couvrir ses déficits publics et extérieurs. A cet effet des prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement sont mis en place, auxquels s'ajoutent ceux programmés par la BEI ou l'AFD. Le nouveau gouvernement souhaite, cependant, recourir également aux bailleurs de fonds et aux banques islamiques.

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
- Importance de l'économie informelle (50% du PIB) et environnement des affaires perfectible

VENEZUELA

Évaluations **Coface**

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE TRÈS ÉLEVÉ



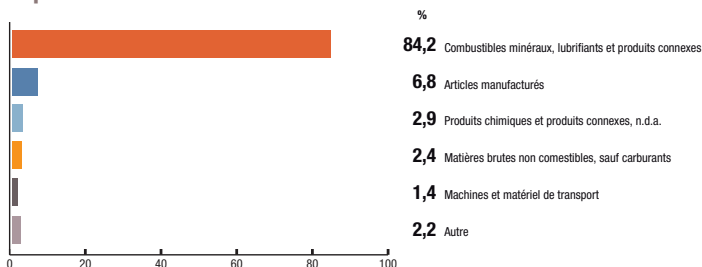
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,2	-1,5	4,2	4,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	27,1	28,3	27,1	25,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,2	-6,8	-4,0	-4,5
Solde courant / PIB (%)	1,9	3,1	9,0	6,5
Dettes publiques / PIB (%)	18,4	28,2	33,0	40,0

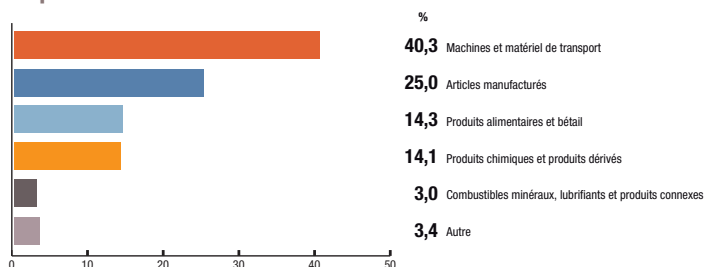
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **18 %** du PIB



Importations **20 %** du PIB



→ Appréciation du risque

L'activité profite encore de la forte progression des dépenses publiques entourant l'élection présidentielle d'octobre 2012. L'euphorie électorale s'estompant, la croissance devrait ralentir

Dans un contexte de prix du pétrole élevé et d'augmentation des dépenses publiques (subventions des denrées alimentaires de base, aides sociales en faveur des plus défavorisés, construction de logements), la consommation des ménages est dynamique. Par contre, l'investissement reste déprimé face à un environnement des affaires dissuasif (contrôle des prix et du change, risque d'expropriation...). Le manque de fiabilité de l'offre énergétique et le déficit chronique d'investissement pèsent sur les capacités productives, notamment dans le secteur pétrolier. Malgré d'immenses réserves, le mode de gestion de la rente pétrolière hypothèque les perspectives de croissance de la production. La compagnie pétrolière nationale PDVSA, qui est obligatoirement présente à hauteur de 60% dans tout nouveau projet, manque de moyens à la fois techniques et humains et n'investit pas suffisamment. Ses effectifs sont pléthoriques. Une bonne partie de ses revenus est ponctionnée pour le financement de dépenses à visées sociales et politiques. L'interventionnisme croissant de l'Etat, avec son lot régulier de nationalisations, freine la diversification de l'économie et nuit à la productivité.

Les finances publiques sont dégradées et dépendantes de l'évolution du prix des hydrocarbures

Malgré le cours élevé du pétrole, les finances publiques se sont détériorées. L'augmentation des recettes publiques générées par le pétrole est contrebalancée par la progression plus vive des dépenses, notamment au titre des subventions. Malgré la réduction attendue du déficit en 2013, la dette publique continuera de croître. L'opacité des comptes publics,

la gestion peu orthodoxe des recettes pétrolières et l'imprévisibilité du président Chavez conduisent à surveiller le comportement de paiement de l'Etat et des autres entités publiques. En cas de baisse prononcée des cours du pétrole, la situation deviendrait délicate.

La bonne tenue des cours du pétrole permet au Venezuela de dégager un excédent courant confortable

Grâce aux cours élevés du baril de pétrole et à la progression marquée des exportations d'hydrocarbures, le solde courant demeure largement excédentaire. En revanche, la balance des services, en raison d'un manque de compétences techniques pour l'exploitation pétrolière, est structurellement déficitaire. De plus, en dépit du strict contrôle des changes exercé par la *Comision de Administracion de Divisas* (CADIVI), les sorties de capitaux privés continuent, entraînant un besoin de financement couvert par l'endettement extérieur. PDVSA, tout comme le FONDEN (le fonds public dédié au développement social), s'endettent auprès de créanciers étrangers privés ou publics, notamment chinois, éventuellement en gageant de futures livraisons de pétrole.

Bien que l'endettement extérieur reste modéré, l'évolution des cours pétroliers reste une variable essentielle de la solvabilité du pays. Un regain de défiance à l'égard de l'économie du pays et du bolivar pourrait entraîner un manque de devises, d'autant plus probable que les réserves officielles de change sont peu élevées et que la devise domestique continue d'être largement surévaluée.

Un environnement politique et économique bien ancré

Grâce à sa popularité dans une grande partie de la population, reconnaissante des importantes dépenses sociales financées par les revenus pétroliers, Hugo Chavez

a été réélu à la présidence en octobre 2012 avec plus de 55% des voix face à Henrique Capriles. Le statu quo politique et économique est très vraisemblable. Il a désigné Nicolas Maduro, son fidèle ministre des Affaires étrangères, à la vice-présidence, en faisant son successeur probable au cas où il serait dans l'impossibilité de poursuivre son mandat.

Points FORTS ↗

- Importantes ressources pétrolières, gazières et minières
- Réserves considérables de pétrole lourd dans la ceinture du fleuve de l'Orénoque
- Rente pétrolière, outil pour étendre l'influence politique régionale du pays
- Les Etats-Unis, principal débouché du pétrole vénézuélien, malgré les différends politiques
- Adhésion au Mercosur à la faveur de l'expulsion du Paraguay qui s'opposait à son entrée

Points FAIBLES ↘

- Economie trop dépendante des hydrocarbures
- Gestion opaque et discrétionnaire des revenus pétroliers
- Capacités de production de la compagnie publique PDVSA restreintes par manque d'investissement
- Interventionnisme étatique et corruption pèsent sur l'environnement des affaires
- Précarité des droits des investisseurs étrangers
- Criminalité et corruption

Méthodologie de l'évaluation risque pays et environnement des affaires

Les évaluations risque pays Coface sur 157 pays sont accessibles et mises à jour régulièrement sur le site www.coface.fr, Services en ligne/Risque pays et études économiques. Leur consultation est en libre accès.

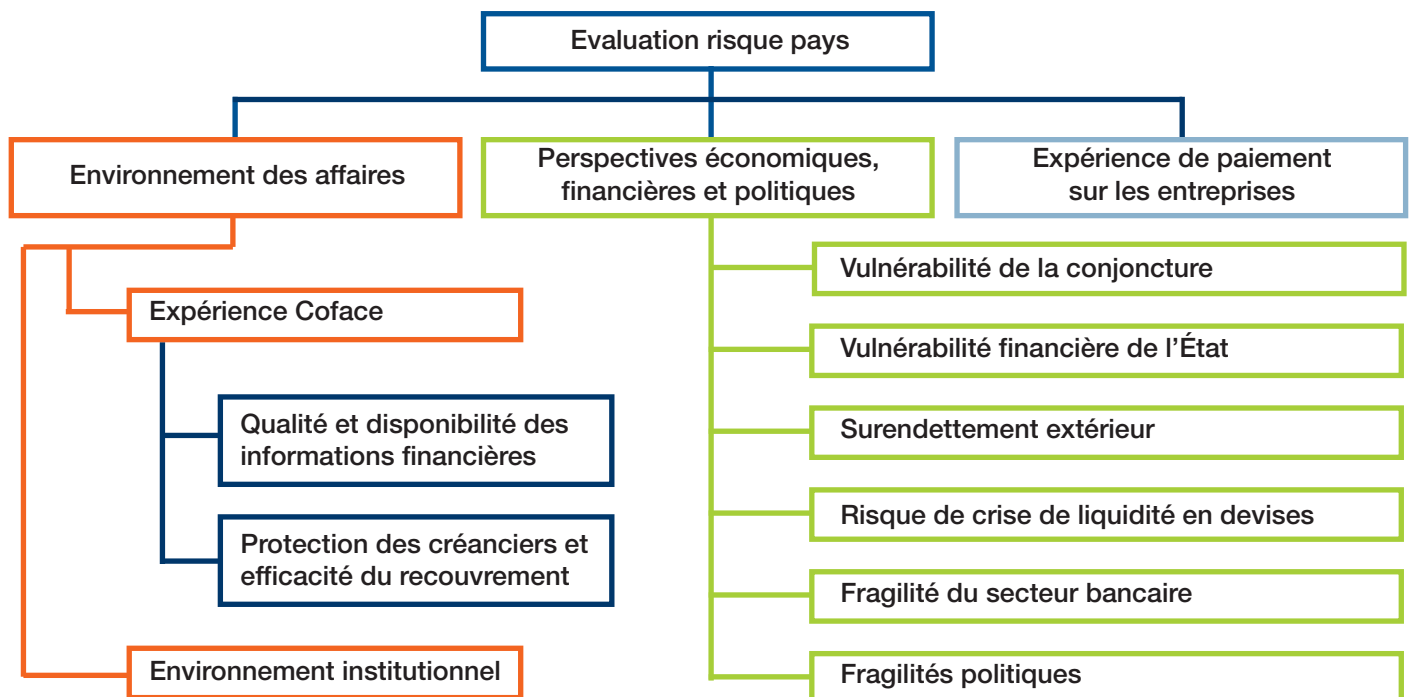
L'évaluation risque pays attribuée par Coface mesure le niveau moyen de risque d'impayé à court terme présenté par les entreprises d'un pays. Elle indique dans quelle mesure un engagement financier d'une entreprise est influencé par les perspectives économiques, financières et politiques du pays concerné, ainsi que par l'environnement des affaires.

Comment sont attribuées les évaluations risque pays ?

Ces évaluations s'appuient sur la triple expertise développée par Coface :

- 1. expertise macroéconomique** en matière d'appréciation des risques pays au travers d'indicateurs macroéconomiques financiers et politiques.
- 2. expertise microéconomique** qui s'appuie notamment sur le suivi de ses bases de données.
- 3. expertise sur l'environnement des affaires.** L'évaluation est calculée à la fois à partir de sources internes et externes.

Les évaluations risque pays et environnement des affaires s'établissent sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D dans l'ordre croissant du risque (voir définitions page suivante).



Définitions des évaluations risque pays

A1	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales sont très favorables. L'environnement des affaires est de grande qualité. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises est très faible .
A2	Les perspectives macroéconomiques et financières sont favorables et le contexte politique et social est généralement stable. L'environnement des affaires est globalement de qualité. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises est faible .
A3	Les perspectives macroéconomiques et financières peuvent être peu porteuses. Le contexte politique et social peut connaître de légères tensions. L'environnement des affaires peut présenter des lacunes. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau peu élevé .
A4	Les perspectives macroéconomiques et financières peuvent être marquées par quelques fragilités. Le contexte politique et social peut connaître des tensions. L'environnement des affaires peut présenter des lacunes non négligeables. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau moyen .
B	Les perspectives macroéconomiques et financières présentent des incertitudes et le contexte politique et social peut connaître de fortes tensions. L'environnement des affaires peut être instable et peu performant. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau assez élevé .
C	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales sont très incertaines. L'environnement des affaires est difficile. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau élevé .
D	Les perspectives macroéconomiques, financières, politiques et sociales présentent des risques très importants. L'environnement des affaires est très difficile. Dans ce contexte, la probabilité de défaut des entreprises se situe à un niveau très élevé .

Définitions des évaluations environnement des affaires

A1	Les bilans des entreprises sont en général disponibles et fiables. Le recouvrement des créances est efficace. Les institutions sont très performantes. L'environnement des affaires est donc de grande qualité .
A2	Les bilans des entreprises, quand ils sont disponibles, sont fiables. Le recouvrement des créances est généralement efficace. Les institutions sont relativement performantes. L'environnement des affaires est donc globalement de qualité .
A3	Les bilans des entreprises ne sont pas toujours disponibles mais sont relativement fiables. Le recouvrement des créances n'est pas toujours efficace et les institutions présentent quelques insuffisances. L'environnement des affaires peut donc présenter certaines lacunes .
A4	Les bilans des entreprises ne sont pas toujours disponibles ou fiables. Le recouvrement des créances peut être difficile. Les institutions présentent des insuffisances. L'environnement des affaires peut donc présenter des lacunes non négligeables .
B	La fiabilité et la disponibilité des bilans des entreprises sont très variables. Le recouvrement des créances est peu efficace. Les institutions présentent des fragilités. L'environnement des affaires est donc instable et peu performant .
C	Les bilans des entreprises sont rarement disponibles et peu fiables. Le recouvrement des créances est aléatoire. Les institutions présentent d'importantes insuffisances. L'environnement des affaires est donc difficile .
D	Les bilans des entreprises sont très rarement disponibles et peu fiables. Les carences du système juridique rendent le recouvrement des créances très aléatoire. Les institutions présentent des insuffisances majeures. L'environnement des affaires est donc très difficile .