

2
Le prix du pétrole, thermomètre des émergents, à nouveau au cœur des préoccupations

9
Baromètre
Modification des évaluations Coface risque pays

10
Fiches pays
Bilan économique de 10 pays

PANORAMA

OCTOBRE 2016

Baromètre risque pays 3^{ème} trimestre 2016

Le prix du pétrole, thermomètre des émergents, à nouveau au cœur des préoccupations

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Le début de l'été a marqué les esprits, tant l'idée d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) semblait improbable. Le choc du *Brexit* le 23 juin dernier a fait trembler les marchés financiers mondiaux. Tous les yeux se sont alors tournés vers le Royaume-Uni, mais Theresa May, la Première ministre britannique vient seulement d'annoncer qu'elle activerait l'Article 50 avant fin mars 2017. A partir de là sera lancée la procédure de sortie de l'UE, qui doit théoriquement durer deux ans, mais qui pourrait s'avérer en réalité beaucoup plus longue. Sans surprise ce choc nous conduit à réviser l'évaluation du pays en A3, tant l'incertitude est grande et pèse sur la confiance des agents, avec un impact négatif du choc potentiellement inquiétant lors de la sortie effective du Royaume-Uni de l'UE.

Au-delà du *Brexit*, nombre d'incertitudes planent toujours sur l'économie mondiale. La question de la faiblesse du commerce mondial revient au cœur des débats, et un rebond vigoureux n'est pas attendu. Par ailleurs, le prix du pétrole ne s'est pas redressé significativement et peine à dépasser durablement les 50 USD le baril de Brent, ce qui conduit à nouveau à des déclassements de plusieurs pays dont l'activité est étroitement liée à l'évolution du paysage pétrolier et des matières premières plus généralement (Nigéria, Oman, Mongolie, Trinité et Tobago). La dernière réunion de l'OPEP le 28 septembre dernier a mené à un accord sur un niveau de production autour de 33 millions de barils par jour (Mbj). Qualifié « d'historique », cet accord ne devrait pourtant pas remettre en cause l'existence des fondamentaux amples qui prévalent sur le marché, et une progression seulement modérée du prix du pétrole. Cela est d'autant plus vrai que

les pays de l'OPEP doivent encore se mettre d'accord le 30 novembre sur leurs cibles de production d'une part et qu'ils doivent ensuite les respecter d'autre part. C'est loin d'être gagné, les besoins de court terme prenant souvent le pas sur la logique de long terme. Par ailleurs en cette fin d'année les yeux seront rivés vers la Fed, qui pourrait relever ses taux lors de la réunion du comité de politique monétaire de décembre.

Les bonnes nouvelles toutes relatives viennent toutefois du Brésil et de la Russie. Bien que ces économies continuent de faire face à une situation très dégradée, le point bas semble être atteint sur le plan macroéconomique et ces pays devraient progressivement entrer dans une période de convalescence. Cela ne s'est toutefois pas encore traduit par des signes d'amélioration au niveau des entreprises.

Octobre 2016

LE PRIX DU PÉTROLE, THERMOMÈTRE DES ÉMERGENTS, À NOUVEAU AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS

Après un début d'été agité par le *Brexit*, calme précaire sur les marchés

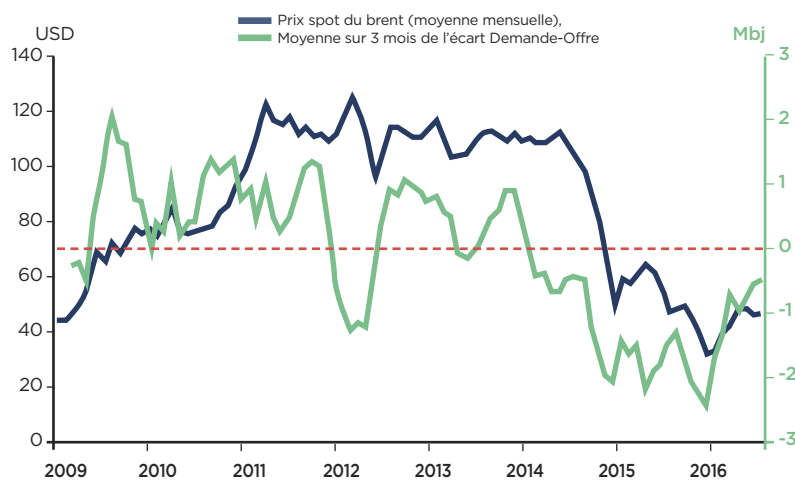
Le choc du *Brexit* le 23 juin a provoqué une chute des marchés boursiers, notamment européens. Les indices des principales bourses ont chuté et l'Eurostoxx 50 a perdu presque 9 % en une journée. Mais ces derniers se sont repris, pour être à nouveau perturbés, dans une moindre mesure, par la publication des stress tests européens le 29 juillet (baisse de 2 % le 2 août de l'Euro Stoxx 50). Depuis une certaine accalmie semble avoir été retrouvée, et plusieurs indices boursiers nationaux ont retrouvé le niveau qui prévalait antérieurement au *Brexit* (ce n'est toutefois pas le cas de certains pays plus fragiles à l'image de l'Italie ou de la Grèce par exemple).

Dans cet environnement incertain, la BoE (Bank of England) mais également la BoJ (Bank of Japan) n'ont pas hésité à assouplir leur politique monétaire. La première a notamment diminué son taux directeur à 0,25 % le 4 août (pour la première fois depuis 2009), décidé d'acheter 10 Mds £ d'obligations d'entreprises de bonne qualité et d'augmenter le *quantitative easing* de 60 Mds USD pour le porter à 435 Mds USD pendant 6 mois. La seconde a étendu son programme d'achat de fonds négociables en bourse fin juillet à 6 Mds de yens, contre 3,3 précédemment afin de stimuler l'économie. Son discours

est d'ailleurs de moins en moins engagé sur l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, qui semble un objectif de moins en moins tenable. La BoJ a également annoncé en septembre dernier s'engager à poursuivre les achats d'obligations du gouvernement pour conserver un taux souverain 10 ans proche de 0 %. Quant à la remontée des taux américains qui reste un enjeu clé, la probabilité de hausse des taux en décembre était estimée le 5 octobre à 57 % selon la trajectoire des *Fed fund futures*. Ainsi les entreprises continuent d'évoluer dans un environnement de taux très bas voire négatifs, ce qui induit des conditions de financement très avantageuses, mais engendre une hausse du risque bancaire à surveiller (cf. Encadré n°1 page 4).

Les aléas baissiers sur la situation économique mondiale se sont ainsi renforcés. La décision de sortie du Royaume-Uni de l'UE engendre une incertitude encore plus forte sur les prévisions. Elle pèsera négativement sur la confiance des agents privés, et pas uniquement britanniques⁽¹⁾, même si l'impact final dépendra bien évidemment des modalités de l'accord entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Le prix du Brent ne devrait pas non plus fortement rebondir selon nos prévisions (44 USD en 2016 et 51 USD en 2017), et ce malgré l'accord du 28 septembre à Alger sur un quota de production OPEP de 33 Mbj. En effet, même si le signal envoyé a fait rebondir momentanément le prix sur les marchés, les fondamentaux restent amples (cf. graphique n°1) et le rééquilibrage entre l'offre et la demande n'est pas pour demain : les stocks de l'OCDE ont notamment atteint un point haut à 32,5 Mb en juillet dernier et la demande mondiale ne devrait pas être très dynamique. Bien que l'offre non OPEP diminue (pour le moment mais elle pourrait repartir si les prix remontent) les productions des pays de l'OPEP atteignent presque ou battent des records (Koweït, EAU, Arabie Saoudite, Iran). La Russie a aussi évoqué la possibilité d'un gel ou d'une réduction de la production, mais doit faire ses preuves. Les cibles de production par pays seront définies lors de la prochaine réunion de l'OPEP du 30 novembre ce qui devrait être un exercice difficile. De plus, le respect des quotas n'est pas gagné si l'on se réfère à l'expérience passée (les préoccupations de court terme des pays prennent souvent le pas sur le respect de l'accord).

Graphique n° 1
Pétrole : Des fondamentaux encore amples



Sources : EIA, Thomson Reuters, Calculs Coface

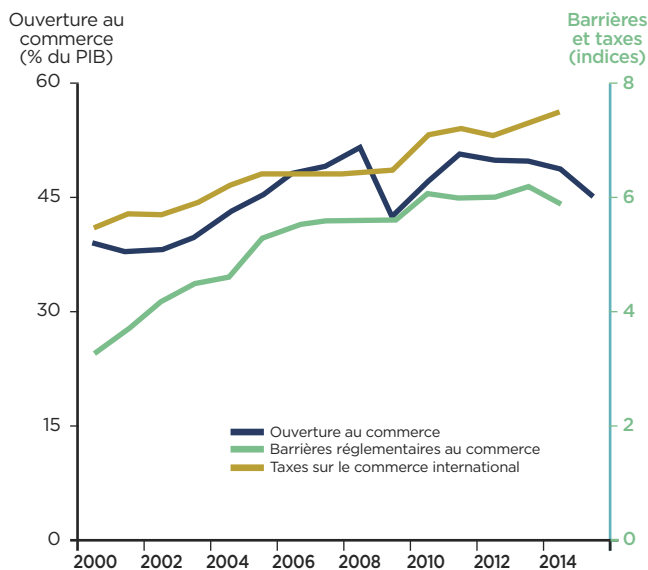
(1) Etude Coface « Le risque politique va-t-il « gâcher la fête » en 2017 ? », septembre 2016

En outre, les déceptions s'accumulent du côté du commerce mondial comme en attestent les fortes révisions à la baisse des dernières prévisions de l'OMC (Organisation mondiale du commerce) de la croissance du commerce mondial, qui publie désormais une fourchette pour 2017 (+1,7 % en 2016 et entre +1,8 et +3,1 % en 2017)⁽²⁾. La révision de plus d'un tiers à la baisse de la croissance du commerce mondial interroge. D'après la Banque

de France⁽³⁾, le ralentissement s'explique, au-delà de la diminution des coûts des échanges, par la réduction de la demande de la zone euro et le rééquilibrage de la croissance chinoise vers sa demande intérieure (la production répond davantage aux besoins de la demande interne). Les auteurs considèrent néanmoins que l'élasticité unitaire du commerce mondial à la croissance de long terme n'est pas remise en cause. Le commerce ne devrait ainsi redémarrer que de manière progressive l'an prochain comme le souligne les études du Ministère de l'économie et des finances français (DG Trésor)⁽⁴⁾ et du FMI⁽⁵⁾, et sa croissance ne devrait pas être durablement plus forte que celle de l'activité mondiale à court terme. Enfin, comme le fait remarquer le FMI et CEPIL⁽⁶⁾, le risque de protectionnisme resurgit dans ce contexte, les mesures dans ce sens étant de plus en plus nombreuses même si elles concerneraient une part limitée des échanges mondiaux pour le moment. A titre d'exemple, le ratio d'ouverture commerciale⁽⁷⁾ a baissé de 6,6 pts de PIB entre 2007 et 2015 et le nombre de taxes sur le commerce ainsi que les barrières réglementaires ont augmenté depuis la crise (cf. graphique n°2).

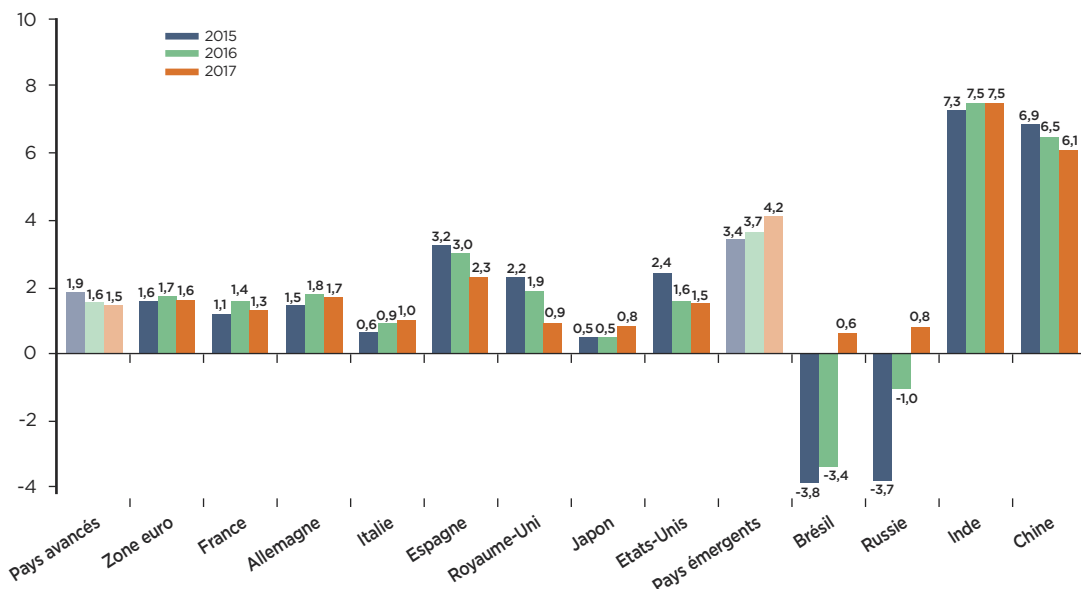
Nos prévisions de croissance demeurent dans ce contexte toujours peu dynamiques (+2,5 % en 2016 et +2,6 % en 2017), caractérisées par une stabilité de la croissance dans les pays avancés autour de 1,6 % à l'image de celle de la zone euro et une amélioration de la croissance dans les pays émergents (+4,2 % après +3,7 % en 2017), liée notamment à une sortie de la récession attendue au Brésil et en Russie (cf. graphique n°3).

Graphique n° 2
Commerce mondial : Montée du protectionnisme



Sources : Banque mondiale, Fraser Institute Economic Freedom of the World Index

Graphique n°3
Taux de croissance (%)



Source : Coface

(2) WTO, « Trade in 2016 to grow at slowest pace since the financial crisis », press release, 27 septembre 2016. Les révisions à la baisse ont été marquées en Amérique Latine, en Asie et aux Etats-Unis.

(3) Banque de France, Rue de la Banque n°30, « Le rôle de la Chine dans le ralentissement des échanges commerciaux », septembre 2016

(4) DG Trésor, Trésor Eco n°166, « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? », Avril 2016

(5) Aslam & alii, FMI, « Entretien les rouages du commerce international », septembre 2016

(6) Sébastien Jean, CEPIL, « La croissance du commerce mondial en deçà des attentes de l'OMC. Comme prévu ! », billet du 29 septembre 2016

(7) Calculé comme le rapport de la somme des valeurs des exportations et des importations sur le PIB en dollars.

Encadré n°1

Quel impact des taux négatifs sur les entreprises ?

Quelles banques centrales appliquent un taux négatif ?

Alors que la théorie économique laisse peu de place à l'idée d'un taux d'intérêt négatif, voilà que neuf banques centrales pratiquent aujourd'hui une politique de taux d'intérêt négatif (NIRP). Historiquement pourtant, la Suisse et la Suède avaient déjà franchi le rubicond en appliquant temporairement un NIRP : dans les années 1970 pour la première, en 2009 pour la seconde. Actuellement, les pays pratiquant un NIRP représentent un quart du PIB mondial. La banque centrale du Danemark (DNB) a été la première à en instaurer durablement un en 2012. Suivi par la BCE en 2014, la Suisse (SNB), la Suède (SR) et la Norvège (NB) en 2015 et enfin le Japon (BOJ), la Hongrie (MNB), la Bulgarie et la Bosnie Herzégovine en 2016.

L'application du NIRP diverge en revanche sur le taux ciblé et la raison de la mise en place de cette politique. Dans le cas de la BCE, de la BOJ ou encore de la DNB, le taux de dépôt a ainsi été ciblé alors que la SR a, en plus du taux de dépôt, fait passer son taux directeur en territoire négatif. Alors que certaines banques centrales ont adopté un NIRP en réponse à la faible demande interne et à un niveau d'inflation inférieur à leur cible (BCE, BOJ,

SR), d'autres ont souhaité limiter les effets de débordements associés aux politiques monétaires non conventionnelles dans le but de limiter l'appréciation de leurs devises qui servent de valeur refuge (DNB, SNB).

Quels sont les canaux de transmission ?

En théorie, la mise en place d'un NIRP engendre une augmentation de la consommation des ménages et de l'investissement privé et un gain de compétitivité-prix pour les entreprises. Le premier effet est expliqué par deux canaux de transmission : le taux d'intérêt et le portefeuille d'actifs. L'introduction d'un NIRP affecte indirectement le crédit. C'est en effet à travers la baisse du taux interbancaire, qui entraîne un recul de l'ensemble des taux, ainsi que des conditions de financement sur les marchés obligataires, que la croissance du crédit s'accélère. Le deuxième effet (portefeuille d'actifs) est dû au programme d'achat d'actifs par la BCE (ou les autres banques centrales pratiquant un QE). L'achat massif d'obligations souveraines abaisse les taux longs et aplatit donc l'ensemble de la courbe des taux. Les rendements n'étant plus suffisamment attractifs pour les investisseurs, ceux-ci se reportent sur d'autres actifs, notamment les actions

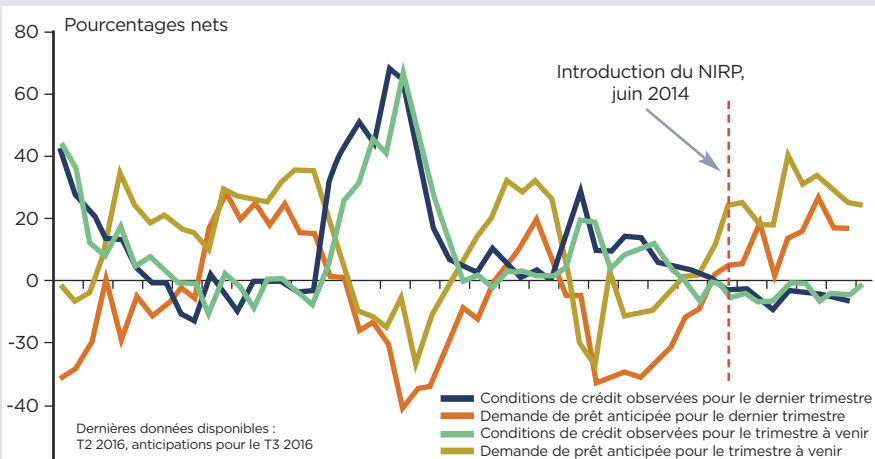
et l'immobilier. L'effet richesse qui en découle et l'augmentation du crédit ont ainsi un impact positif sur la demande et l'investissement. Quant au gain de compétitivité-prix des entreprises, le canal du taux de change l'explique. Face à la mise en place dans un pays donné d'un NIRP, l'investisseur découragé d'investir dans la devise du pays cherchera des rendements supérieurs ailleurs. La devise du pays en question perd alors de son attractivité ce qui pèse sur le taux de change qui se déprécie, améliorant la compétitivité-prix des entreprises.

Est-ce que ces effets sont réellement observés ?

Selon l'enquête *Bank Lending Survey* (BLS) de juillet 2016 réalisée par la BCE, les conditions de crédit aux entreprises se sont à nouveau améliorées et la demande de crédit continue de progresser au deuxième trimestre 2016 (cf. graphique n°4). La croissance du crédit aux entreprises s'est ainsi nettement redressée depuis l'introduction du NIRP par la BCE, passant d'une contraction de -2,6 % sur un an à fin mai 2014 à une expansion de 1,3 % à fin juillet 2016. La BCE a estimé que le NIRP a contribué à environ un point de pourcentage à la croissance du crédit entreprise depuis juillet 2014 (Rostagno ⁽⁸⁾). Par ailleurs, l'enquête sur l'accès au financement des entreprises (SAFE) de la BCE de juin 2016 montre que la disponibilité des sources de financement externe des PME s'améliore à nouveau et que les banques sont davantage prêtes à leur octroyer un crédit. L'amélioration de l'environnement macroéconomique en zone euro et l'introduction du NIRP ont eu un impact positif sur plusieurs composantes du PIB. La consommation des ménages est passée de 1,3 % au deuxième trimestre 2014 à 2,1 % au premier trimestre 2016, tandis que l'investissement privé est passé de 1,7 % à 3,8 % sur la même période. L'impact sur le taux de change euro face au dollar a également été significatif, il s'est déprécié de 18 % entre juin 2014 et août 2016. La dépréciation de l'euro semble toutefois profiter, en théorie, davantage aux pays du sud (Espagne, Italie, Portugal) qui ont un niveau de gamme inférieur à celui des pays du nord (Allemagne, Pays-Bas).

Graphique n° 4

Entreprises : conditions d'octroi de crédit et demande de prêts en zone euro



Dernières données disponibles : T2 2016, anticipations pour le T3 2016

Note : les courbes bleu et orange montrent les changements qui se sont produits, tandis que les courbes verte et jaune montrent les changements anticipés par les banques.

Source : BCE

(8) Rostagno and others., 2016, « Breaking through the zero line : the ECB's negative interest rate policy », Presentation at Brookings Institution "Negative interest rates: lessons learned... so far", 6 juin, disponible sur la page internet: <https://www.brookings.edu/events/negative-interest-rates-lessons-learned-so-far/>

Encadré n°1 (suite)

Quel impact des taux négatifs sur les entreprises ?

Vers une baisse de la profitabilité des banques ?

Un effet négatif pourrait toutefois apparaître si l'environnement de taux négatifs devait se prolonger dans le temps, dans la mesure où les prêts aux entreprises et aux ménages dépendent de la profitabilité des opérations de prêts, qui est en baisse. L'introduction du NIRP aplatit la courbe des taux. C'est ce phénomène qui réduit la marge nette d'intérêt⁽⁹⁾ de la banque et qui mène donc à une baisse de la profitabilité. La perte de confiance des investisseurs et de volonté des banques d'octroyer des crédits pourrait engendrer un ralentissement de la croissance des prêts. L'enquête BLS montre en effet que 80 % des banques interrogées estiment que le NIRP contribue à la baisse de leur revenu net d'intérêt⁽¹⁰⁾. Par exemple, la Commerzbank a quantifié le coût du NIRP sur ses revenus liés aux prêts bancaire à 161 millions d'euros. Le FMI estime que même si le NIRP a jusqu'à présent un faible impact sur la marge d'intérêt nette des banques (une baisse de 50 points de base du taux d'intérêt

entraînerait une baisse de 7 points de base de la marge nette d'intérêt), le seuil à partir duquel le NIRP devient contre-productif est proche. Pour limiter l'impact négatif du NIRP sur la profitabilité des banques, la BCE et les autres banques centrales ont adopté plusieurs mesures. L'augmentation du QE et la mise en place d'un TLTRO 2 par la BCE en mars 2016 ; l'introduction d'un système de taux de dépôt à plusieurs niveaux (taxant ainsi seulement les dépôts excédentaires) pour la BoJ, la DNB ou encore la SNB. En outre la BoJ s'est engagée à poursuivre les achats d'obligations d'Etat afin de conserver le taux souverain 10 ans proche de 0 % pour la BoJ. Les banques commerciales ont en effet pu contrebalancer l'effet négatif du NIRP jusqu'à présent via une hausse du volume des prêts même s'ils restent limités par la réglementation, la baisse des dépenses d'intérêt et du risque de provision et des gains en capital.

D'autres effets négatifs à venir du NIRP ?

La faiblesse des taux d'intérêt a surtout

redistribué les ressources des épargnants nets aux emprunteurs nets. Comme les derniers ont une propension marginale à consommer supérieure aux premiers, ceci supporte la consommation de l'économie. Toutefois, ce même effet pourrait à l'inverse contraindre certains épargnants à accroître leur épargne pour compenser la perte de la rémunération de leur capital, réduisant ainsi leur consommation. Enfin, le NIRP pourrait avoir à terme un impact sur la stabilité financière. Les banques pourraient en effet vouloir accroître leur exposition au risque en abaissant la qualité des contreparties exigées lors d'une demande de prêt, ou en augmentant les prêts à destinations des PME (comme le suggère l'enquête SAFE) afin de générer davantage de revenu. Or historiquement, les PME enregistrent des taux de défaut supérieurs aux ETI et aux grandes entreprises. Par ailleurs, le risque lié à l'émergence d'entreprises « zombies », dont l'activité pourrait être maintenue grâce à des financements à taux artificiellement bas, est aussi à surveiller⁽¹¹⁾.

Au-delà du *Brexit*, les risques bancaire et politique demeurent toujours des sources de préoccupations majeures en Europe

Au **Royaume-Uni**, la question du *Brexit* est un enjeu déterminant. Certes, les performances de croissance ont été meilleures qu'anticipé au 1^{er} semestre en lien avec le maintien de la consommation privée et ce malgré le manque de dynamisme de l'investissement. La croissance devrait ainsi atteindre 1,9 % selon nos prévisions cette année. Néanmoins, le gouvernement a clairement affiché sa volonté de limiter l'impact négatif du *Brexit* : même si aucun plan d'urgence budgétaire n'a été décrété, des mesures de stimulus devraient être prises d'ici la fin de l'année (*statement*) et la BoE a réagi rapidement via son assouplissement monétaire. Ces mesures, associées à un scénario central d'accord favorable avec l'UE nous conduisent à prévoir un taux de croissance autour de 0,9 % l'an prochain, en ligne avec les prévisions de la BoE (1,0 %). Du point de vue des entreprises, une bonne surprise pourrait provenir des échanges extérieurs, en lien avec la forte dépréciation de la livre sterling (point bas depuis 31 ans début octobre vis-à-vis du dollar) qui pourrait soutenir les exportations mais pénaliser la consommation

en provoquant une nette hausse de l'inflation. En outre, elles avaient adopté un comportement d'attente en termes de production et d'investissements et la détérioration attendue de la croissance devrait conduire à une baisse moins significative des défaillances cette année et une hausse l'an prochain (respectivement -3,8 % en 2016 contre -9,6 % en 2015 et +6,3 % en 2017 selon nos estimations cf. *graphique n°5 page 6*). Enfin, le risque portant sur le secteur immobilier est à surveiller suite aux gels de fonds immobiliers cet été. En effet, 75 % des PME utilisent leurs biens immobilier commercial comme collatéral et le risque de transmission au secteur bancaire est important : selon la BoE une baisse de 10 % des prix de l'immobilier commercial est associé à une baisse de 1 % de l'investissement global. En outre le degré élevé d'endettement immobilier des ménages (132 % du revenu disponible) ainsi que la surévaluation des prix de 34,6 % selon l'OCDE sont sources d'inquiétude. Toutefois le secteur bancaire est aujourd'hui mieux capitalisé que par le passé.

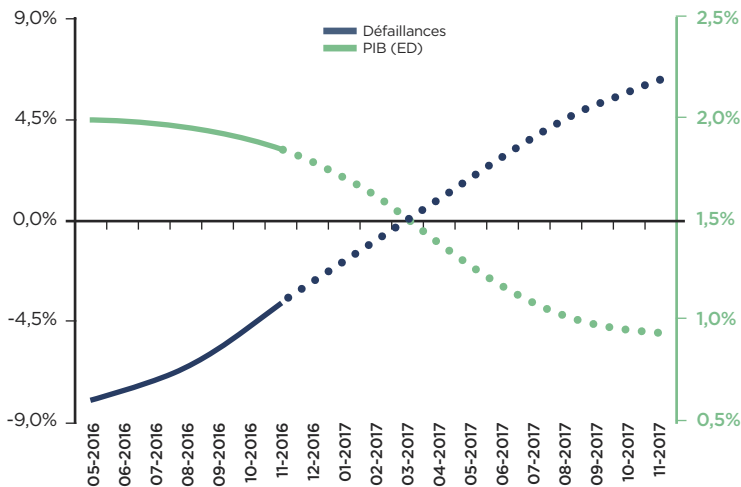
(9) Différence entre le taux d'intérêt auquel prête une banque et le taux d'intérêt auquel elle se refinance sur les différents marchés de capitaux.

(10) Mesure la rentabilité d'une banque. Solde entre les crédits et les dépôts.

(11) Banque de France, Rue de la Banque n°29, « Des entreprises insolubles survivent-elles grâce à des crédits à taux trop bas ? », septembre 2016

Graphique n° 5

Royaume-Uni : vers une augmentation du niveau des défaillances



Sources : Statistiques Nationales UK, Coface

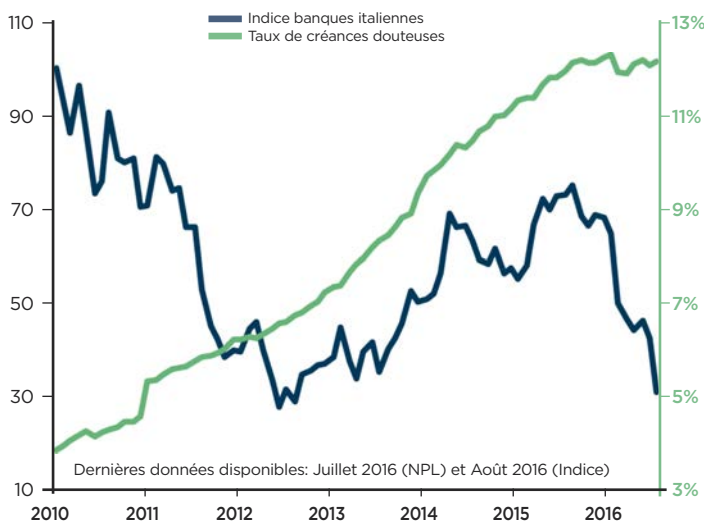
Aux **États-Unis**, après un trou d'air au 1^{er} trimestre l'activité a légèrement rebondi au T2 en rythme trimestriel annualisé (+1,4 % après +0,8 %). La consommation est moins vigoureuse, la situation des entreprises ne s'améliore pas et sur le front de l'emploi les nouvelles demeurent mitigées avec des créations d'emplois moins dynamiques (inférieures à 200 000 créations mensuelles). Le **Japon** poursuit quant à lui sa stratégie habituelle, avec l'extension de son *policy mix*, à la fois monétaire (cf. plus haut) et budgétaire (annonce début août d'un plan de relance de 130 Mds USD soit 3 % du PIB, ciblé essentiellement dans le domaine des infrastructures et l'aide aux ménages défavorisés), afin de compenser la faiblesse de l'investissement privé et alors même qu'en mai dernier avait été décidé le report de la nouvelle hausse de la TVA en 2019. Malgré ces mesures, les perspectives ne devraient pas s'améliorer significativement à court terme.

La croissance a affiché une modeste performance en **zone euro** au 2^{ème} trimestre (+0,3 % au T2 après +0,6 %), en lien notamment avec l'atonie de la demande domestique. Les résultats ont cependant été disparates : l'Allemagne et l'Espagne ont bien résisté et devraient ainsi afficher cette année des taux de croissance légèrement plus élevés que prévu précédemment, tandis que la France ou encore l'Italie ont affiché une croissance proche de zéro et les prévisions sont restées stables ou en baisse.

Au-delà de l'impact du *Brexit*, **les inquiétudes sur la santé de certaines banques se sont accrues**. En effet, bien que les résultats des *stress tests* parus le 29 juillet montrent une bonne résilience globale des 51 banques testées, ils mettent aussi en exergue les difficultés d'une douzaine d'entre elles, en particulier italiennes. Le montant de leurs prêts non performants atteint 12 % du total des prêts, l'indice bancaire italien synthétique a chuté (cf. *graphique n°6*) et la banque MPS (*Monte dei Paschi di Siena*), troisième banque du pays, afficherait un ratio CET1 à -2,2 % dans le cas du scénario stressé. Néanmoins l'approbation du plan de sauvetage par la BCE qui prévoit d'augmenter son capital à hauteur de 5 Mds EUR et de vendre 9,2 Mds de créances douteuses, a été de nature à rassurer les investisseurs. D'autres banques notamment irlandaises (RBS) ou encore allemandes (Deutsche Bank et Commerzbank) sont parmi les plus mal notées. L'exercice était cependant caractérisé par plusieurs limites. D'une part les banques grecques et portugaises n'étaient pas incluses dans l'échantillon, d'autre part le risque de *Brexit* et l'environnement de taux bas ne semblent pas avoir été pris en considération. Le FMI souligne d'ailleurs la meilleure situation des banques en termes de capitalisation et de liquidité mais souligne que la Deutsche Bank représente un des risques systémiques les plus élevés pour le système financier global⁽¹²⁾ (les marchés se sont d'ailleurs révélés fébriles fin septembre et le cours de l'action a chuté de plus de 50 % depuis le début de l'année).

Graphique n° 6

Italie : Situation bancaire difficile



Sources : Banque centrale d'Italie, Datastream

Par ailleurs, l'Italie fait également face à une **hausse du risque politique**, en lien avec le référendum portant sur la réforme de la constitution visant à limiter le pouvoir du Sénat (afin de réduire les blocages), et qui devrait avoir lieu avant la fin de l'année. Les derniers sondages n'apportent que peu de visibilité sur les résultats du scrutin tant les réponses sont partagées (30,1 % de « oui », 34,1 % de « non » et 35,8 % sont indécis d'après un sondage du 19 septembre de EMG Acqua). Les récentes déclarations laissent entendre que Renzi ne démissionnerait pas forcément en cas de « non », mais si sa démission se concrétisait cela engendrerait davantage d'incertitudes sur le devenir de l'Europe, déjà actuellement fortement remise en question. Le risque politique n'épargne pas non plus l'Espagne où la situation est également toujours très délicate, le pays ne possédant pas de gouvernement. La démission du chef du parti socialiste pourrait toutefois ouvrir des perspectives plus favorables. Néanmoins ce contexte

(12) FMI GFSR, Avril 2016

politique fragile ne semble pas avoir d'incidence négative forte sur l'activité économique du pays pour le moment, et le pays a eu droit à un délai supplémentaire jusqu'en 2018 pour faire passer le déficit public sous le seuil des 3 % du PIB⁽¹³⁾.

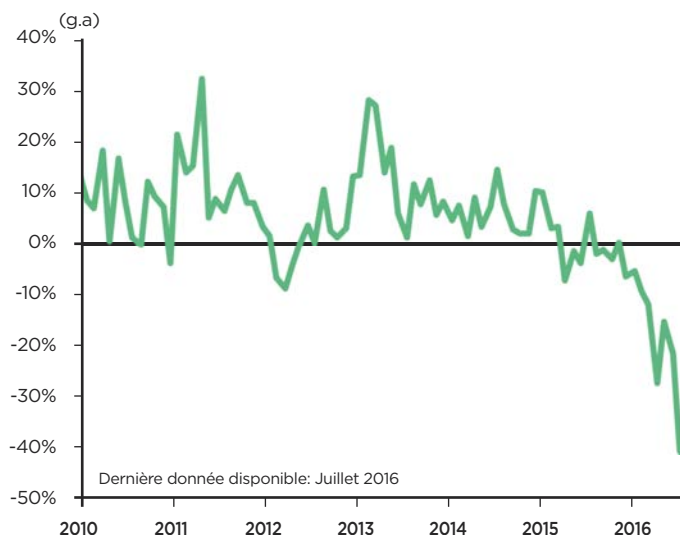
Les émergents, des nouvelles mitigées

Le **Brésil** montre des signes de progrès même s'il demeure enclavé dans une situation économique encore difficile. En effet l'activité ralentit toujours, avec -0,6 % au T2 sur un trimestre (après -0,4 % au T1), mais à des rythmes bien inférieurs à ceux de l'an dernier (-1,5 % en moyenne par trimestre). Néanmoins la situation reste fragile comme en atteste la dernière publication de l'indice production industrielle qui a chuté de 3,8 % en août sur un mois, soit la plus forte chute depuis janvier 2012 et un chiffre bien plus négatif qu'anticipé par le consensus. Le contexte politique se clarifie progressivement avec l'approbation par le Congrès le 31 août dernier de la destitution de Dilma Rousseff. L'ancien président Lula devrait aussi être jugé dans le cadre du scandale de corruption Petrobras. Ainsi les perspectives semblent s'améliorer lentement avec un redressement des indicateurs financiers depuis le début d'année (change, bourse, spreads), et un repli de l'inflation qui laisse suggérer une baisse prochaine du taux directeur, d'où un léger redressement de la croissance à attendre l'an prochain (+0,6 % de croissance en 2017 après 3,4 % selon nos estimations). La **Russie** semble également avoir également atteint un point bas dans un contexte de stabilité du prix du pétrole depuis ces six derniers mois et partant du rouble.

En **Turquie**, en plus de la répétition d'attentats, la tentative de coup d'Etat a provoqué une purge et le secteur touristique (autour de 4 % du PIB et la part relative du tourisme dans la création d'emplois sur 2009-2013 était supérieure à 16 %) a été considérablement affecté par cet accroissement de l'insécurité. Les arrivées de touristes ont baissé jusqu'à 40 % en juillet dernier (cf. graphique n°7). La consommation privée, moteur de la croissance, semble commencer à montrer des signes de faiblesse (ventes au détail en baisse de 2,7 % en g.a en juillet, mois de la tentative de coup d'Etat). Cela nous conduit à réviser à la baisse nos prévisions de croissance à 3,0 % en 2016 et 2017. Le pays devant faire face à un important besoin de financement extérieur, l'évolution du taux de change méritera d'être surveillée (d'autant plus dans un contexte de possible resserrement de la politique monétaire américaine). La dégradation de l'environnement institutionnel et du climat des affaires devrait commencer à affecter l'investissement. Néanmoins la livre ne s'est pas écroulée vis-à-vis du dollar lors de la tentative de coup d'Etat, et le rapprochement en cours avec la Russie, l'Égypte et l'Israël sont de nature à favoriser à nouveau les échanges commerciaux. La récente dégradation de l'agence Moody's de la notation souveraine du pays en septembre en catégorie

spéculative constitue toutefois une source d'inquiétude pour le pays. Dans ce contexte les investisseurs pourraient devenir plus méfiants et des fuites de capitaux pourraient se matérialiser.

Graphique n° 7
Turquie : Arrivées de touristes



Source : Turkstat

En Asie, du côté de la **Chine**, la situation économique s'est stabilisée au 1^{er} semestre (+6,7 % de croissance) mais les déséquilibres ne se corrigent toujours pas, notamment au vu de la poursuite de la croissance du crédit. Dans ce contexte le dernier rapport de la BRI en septembre confirme nos craintes concernant la situation bancaire: le rapport met en évidence la surchauffe financière du pays avec un « credit to GDP gap » qui s'établit à 30,1 soit un niveau de risque très élevé (le plus élevé des 23 pays étudiés), un niveau de 10 signalant qu'une crise bancaire est probable ces 3 prochaines années. Ce niveau est également haut comparé par exemple au Japon (4,1) ou d'autres pays émergents comme le Brésil à 4,6.

En **Inde**, la situation reste également délicate et à surveiller même si le dernier rapport de la BRI ne met pas en évidence un risque élevé. La réforme bancaire est positive et devrait assainir les bilans. La première loi concernant les faillites adoptée en mai 2016 devrait aider les créanciers dans ce processus puisqu'il autorise les banques à prendre le contrôle des entreprises défaillantes. Le risque qui pèse sur les entreprises est lié seulement aux grandes entreprises publiques, surtout dans les secteurs des infrastructures et des matières premières. Néanmoins les PME pourraient aussi souffrir davantage de la situation car même si leurs bilans est plus sain, elles peuvent être en affaire avec les grandes compagnies.

Le **Nigéria** a été caractérisé par une récession au premier semestre. La situation reste très délicate pour le pays malgré le faible poids du secteur

(13) Etude Coface « Le risque politique va-t-il « gâcher la fête » en 2017 ? », septembre 2016

pétrolier dans le PIB au vu de l'importance du poids des hydrocarbures d'un point de vue des recettes d'exportations (90 % du total) et budgétaires (75 % du total). La croissance du pays devrait ainsi être négative car le Nigéria subit une double peine, avec d'une part la chute du prix du baril et son maintien à un niveau bas et d'autre part une forte baisse de la production de pétrole en lien avec les tensions dans le delta du Mend. Sa décision de flexibiliser son taux de change en juin a mené à une chute du naira mais l'écart avec le taux de change sur le marché

parallèle persiste, en lien notamment avec la persistance de mesures de restrictions d'allocations de devises, ce qui explique notre décision de déclasser le pays.

A l'inverse les perspectives en **Europe centrale** demeurent toujours plus positives que dans les autres zones. La croissance atteindrait 3 % cette année et l'an prochain, notamment en raison de facteurs conjoncturels favorables mais aussi de l'absence de déséquilibres marqués (*cf. Encadré n°2*).

Encadré n°2

L'Europe centrale affiche-t-elle de si bonnes performances ?**L'Europe centrale se compare avantageusement à la zone euro et aux autres régions émergentes**

La croissance des pays membres de l'UE d'Europe centrale (3,4 % en 2015) se compare avantageusement avec celle de la zone euro (1,6 %), de l'Amérique latine (-0,7 %), des pays arabes (2,6 %) et de l'Afrique subsaharienne (3,0 %), mais est restée bien en dessous de celle de l'Asie émergente (6,6 %). Le déficit public régional était proche de celui de la zone euro (2,4 % du PIB contre 2 %), mais a été plus faible que dans toutes les autres régions émergentes (3,7 % dans les pays émergents d'Asie, 7 % en Amérique latine, 11,2 % dans les pays arabes et 4,1 % en Afrique sub-saharienne). Sa dette publique (50,2 % du PIB) était beaucoup plus faible que celle de la zone Euro (93,2 %) et proche de celles des autres régions émergentes (46,4 % dans les pays émergents d'Asie, 56,4 % en Amérique latine, 37,6 % dans les pays arabes et 38,4 % dans les pays d'Afrique subsaharienne). Son solde courant a enregistré un excédent de 0,6 % du PIB, ce qui est mieux que l'Amérique latine (-3,6 %), les pays arabes (-4,5 %), Afrique subsaharienne (-5,9 %), mais en dessous de la zone Euro (3 %) et de l'Asie émergente (2 %).

Croissance élevée en Europe centrale : la demande intérieure s'ajoute aux exportations

La consommation des ménages est fermement soutenue par la hausse des salaires, la progression de l'emploi, les réductions d'impôts, et, éventuellement, de nouvelles allocations sociales. L'investissement privé compense la baisse de l'investissement public due à la transition entre deux programmes de financement européens grâce au crédit subventionné et aux réductions d'impôts (Hongrie, Roumanie), à l'investissement direct étranger (Slovaquie) et à un effet de rattrapage (Bulgarie). La politique budgétaire et

monétaire accommodante est facilitée par une inflation faible ou négative, ainsi que les déficits budgétaires modérés. Les ventes sur les marchés d'Europe occidentale se tiennent bien. Les pays fortement intégrés dans la chaîne de production allemande comme la République tchèque, la Hongrie et la Slovaquie bénéficient de la vigueur de la consommation des ménages allemands et des performances satisfaisantes des exportations allemandes. Les mêmes pays ainsi que la Roumanie, en raison de la forte présence de l'industrie automobile, profitent de l'essor du marché européen de la voiture de tourisme et du véhicule utilitaire. Les exportations réalisent aussi de bonnes performances sur les marchés d'outre-mer grâce au faible niveau de l'euro avec lequel les monnaies locales, pour les pays qui ne font pas encore partie de la zone euro, fluctuent en tandem.

Une intégration étroite dans l'industrie manufacturière européenne, en particulier allemande

Avec généralement plus de 50 % des exportations se dirigeant vers la zone euro et plus de 25 % vers l'Allemagne, et avec des exportations représentant près de 50 % du PIB pour la Pologne et la Roumanie, mais le double en Slovaquie, en Hongrie et en République tchèque, la dépendance à l'économie de l'Europe occidentale est élevée. Les liens sont particulièrement développés dans l'automobile et l'électroménager où l'intégration dans la chaîne de production allemande est évidente. La présence de l'Europe occidentale est également forte dans les secteurs de vente au détail et de la banque. Les fabricants européens sont attirés par la proximité géographique et culturelle, ainsi que la main-d'œuvre bien formée qui contribue à la compétitivité régionale. En outre, les fonds de cohésion de l'UE représenteraient en moyenne 2,7 % du PIB régional au cours des

7 prochaines années. Dans ce contexte d'intégration étroite, le sentiment anti-européen dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, alimenté par la crise migratoire et aggravé par le vote du *Brexit* et le discours populiste et nationaliste des politiciens locaux, est un mauvais signal pour les investisseurs. La réforme du système d'asile européen et de la directive sur les travailleurs détachés fait l'objet d'une vigoureuse opposition dans la plupart des pays, alors que la Commission européenne critique l'Etat de droit en Pologne et en Hongrie. Néanmoins, le risque d'être condamné à une amende ou de perdre le droit de vote, sans parler de l'exclusion d'une Union plus étroite, d'un côté, et l'importance de la région pour les fabricants européens (allemands), de l'autre, pourraient conduire à des compromis.

Mais la politique économique ne pourra pas soutenir la demande interne indéfiniment

Les cadeaux fiscaux et sociaux, si prolongés, pourraient entraîner une détérioration de la situation budgétaire et remettre en cause les progrès réalisés depuis la crise. Ce risque a été mis en évidence par le FMI en particulier dans le cas de la Roumanie et de la Pologne où le déficit se rapproche de 3 % du PIB, niveau au-delà duquel il est considéré comme excessif par l'UE. Selon le pacte de stabilité et de croissance de l'UE, le Conseil européen peut, alors, décider une amende et une suspension partielle des financements européens. La politique monétaire régionale accommodante est permise par la baisse récente des prix de l'énergie, ainsi que l'attitude de la FED et de la BCE. Si l'un de ces deux facteurs change, les autorités monétaires locales devraient probablement resserrer afin de ne pas voir leurs monnaies se déprécier face à l'euro, de maintenir les entrées de capitaux et de freiner l'inflation.

BAROMETRE

Octobre 2016

MODIFICATION DES ÉVALUATIONS COFACE RISQUE PAYS

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

PAYS	Nouvelle évaluation risque pays
Royaume-Uni	A3
Oman	B
Trinité Tobago	B
Mongolie	D
Nigéria	D

Evaluations risque pays

L'évaluation pays Coface mesure le risque de défaut moyen des entreprises d'un pays. Cette évaluation résulte d'une combinaison des perspectives économiques et politiques du pays, du climat des affaires et de l'expérience de paiement enregistrée par Coface. Elle s'étend sur une échelle de huit niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D, E. Cette échelle comprenait jusqu'ici 7 crans seulement. Une huitième catégorie a été créée afin d'ajouter de la granularité dans l'analyse risque pays : une partie des pays faisant partie de la catégorie D sont désormais inclus dans cette nouvelle catégorie E synonyme de risque de crédit extrêmement élevé.

Royaume-Uni : A3

- La sortie du Royaume Uni de l'Union Européenne (*Brexit*) aura un impact négatif sur l'activité même si son ampleur dépendra du processus de sortie. Dans notre scénario central, la croissance n'atteindrait plus que 0,9 % l'an prochain.
- Le manque de détails sur ces modalités de sortie induit de l'incertitude qui incite les consommateurs et des investisseurs à reporter leurs décisions, ce qui pèse sur l'activité.
- Les autorités craignent l'impact du *Brexit* sur l'activité comme en atteste la baisse du taux directeur de la BoE à 0,25 % en août pour la première fois depuis 2009 et le renforcement de la politique de *quantitative easing*. Des mesures de relance sont attendues d'ici la fin de l'année.

Oman : B

- Choc extérieur liée à la baisse des cours du pétrole et du gaz : L'économie omanaise a subi un sévère ralentissement en 2016. Le pays qui reste fortement dépendant du secteur hydrocarbures (35 % du PIB) pâti de la faiblesse des cours. En 2015, le sultanat était parvenu à maintenir un taux de croissance élevé en raison d'importants investissements publics qui ont limité le choc initial. Mais cet accroissement des dépenses publiques dans un contexte de contractions des recettes pétrolières a généré un important déficit avoisinant 17 % du PIB en 2016. La baisse des dépenses qui s'est traduite par des coupes budgétaires sur certains projets d'infrastructures a affecté l'activité non pétrolière.
- En 2017, l'économie devrait continuer à ralentir. La confiance des ménages s'affaiblit, l'investissement devrait se contracter sous le coup de la baisse des dépenses publiques. Néanmoins, les déficits jumeaux devraient rester conséquents, contraignant la capacité du gouvernement à s'endetter sur les marchés internationaux à des conditions peu favorables.

Trinité Tobago : B

- La contraction de l'activité qui a commencé en 2014 dans le sillage de l'effondrement des prix du pétrole et du gaz continue de s'approfondir en 2016.
- Cette chute de prix a fortement affecté le secteur de l'énergie (pétrole et la production de gaz naturel), principal moteur de l'économie (environ 40 % du PIB, 50 % des recettes fiscales et plus de 80 % des exportations de marchandises).

- Les productions de gaz naturel et de pétrole brut ont chuté de 11,6 % et 9,5 % respectivement de janvier à mai 2016 en glissement annuel, liées notamment à la maintenance et à la mise à niveau des entreprises du secteur. Cette tendance devrait se poursuivre en raison de l'arrivée à maturation des champs pétrolifères, de la poursuite des travaux de maintenance des sites, ainsi que de la faiblesse des prix de l'énergie.

Mongolie : D

- Le pays est fortement affecté par la baisse du prix des matières premières et le ralentissement de l'économie chinoise (plus de 90 % de ses exportations). La croissance du PIB est passée de 17,3 % en 2011 à 2,3% en 2015 (0,5 % attendu en 2016)
- Les fondamentaux macroéconomiques du pays ne cessent de se dégrader et les autorités ont reconnu que la dette publique est largement plus élevée que ce que les précédents chiffres montraient.
- La devise a subi une forte dépréciation et le pays, au bord d'une crise de la balance des paiements, a sollicité l'aide du FMI.

Nigéria : D

- La croissance du PIB du Nigéria devrait être négative en 2016.
- Les recettes fiscales (provenant à environ 75 % du secteur des hydrocarbures) sont réduites par la chute des cours du pétrole et la baisse de la production consécutive aux sabotages des installations pétrolières dans le Delta du Niger.
- Depuis Juin 2016, date à laquelle la Banque centrale du Nigeria a introduit une certaine flexibilité dans la gestion du taux de change, le naira a perdu plus de 35 % de sa valeur face au dollar.
- La baisse des exportations de pétrole (90 % du total), conséquence de l'effet combiné de la baisse du volume et des prix, a conduit à un manque de devises étrangères, avec un fort impact sur la production industrielle.

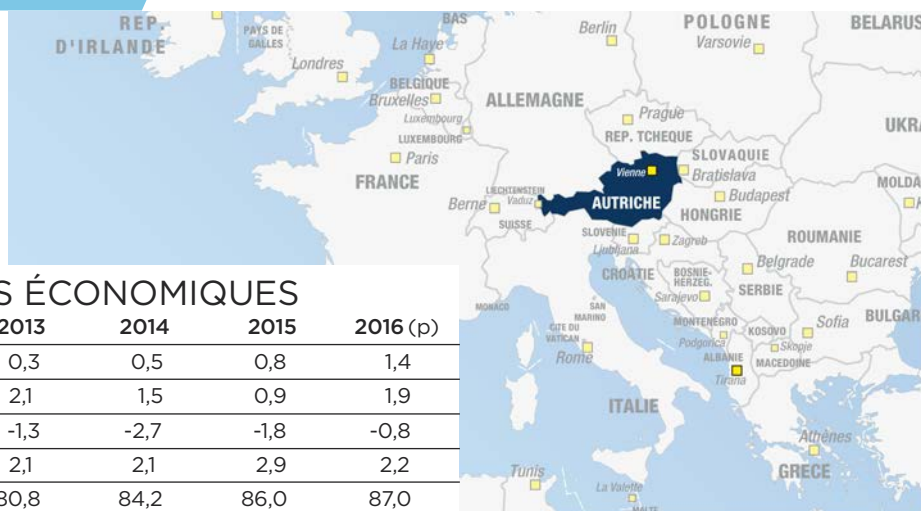
AUTRICHE

ÉVALUATIONS COFACE

A1

Pays

A1

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	0,3	0,5	0,8	1,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,1	1,5	0,9	1,9
Solde public / PIB (%)	-1,3	-2,7	-1,8	-0,8
Solde courant / PIB (%)	2,1	2,1	2,9	2,2
Dette publique / PIB (%)	80,8	84,2	86,0	87,0

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Confirmation de la reprise en 2016

Si la croissance devrait être modeste, elle doublerait par rapport à 2015. Elle sera majoritairement alimentée par la consommation privée et l'investissement. La réforme de l'impôt sur le revenu mise en place en janvier 2016 va permettre aux Autrichiens une économie de 5mds€ (soit 1 000€ d'allègement fiscal moyen par salarié ou retraité par an), ainsi la consommation devrait progresser fortement dans les mois à venir, si les ménages n'épargnent pas le surcroît de revenus. La majoration d'autres taxes destinée à financer cette réforme devrait avoir un faible effet récessif. De plus, la présence et l'intégration des réfugiés donneront aussi un coup de pouce à la demande intérieure et in fine à la croissance. L'investissement, qui est redevenu positif en 2015, devrait encore légèrement augmenter, même si cette prévision repose sur un climat d'incertitude notamment liée à l'élection présidentielle de début décembre, à la croissance modérée des pays de la zone euro, suite à l'annonce du *Brexit* et, enfin, aux défis auxquels le secteur bancaire autrichien fait face. Les dépenses publiques vont continuer à augmenter du fait de la poursuite de la reconstruction du secteur bancaire, bien que l'évolution de celui-ci aille dans le bon sens. Les exportations d'équipements industriels, d'engins de construction, de pièces et véhicules automobiles (40% du total à eux trois), de produits chimiques et de produits agroalimentaires, mais aussi le tourisme, les services informatiques et financiers devraient profiter d'une demande mieux orientée sur les marchés européens et de la faiblesse de l'euro qui compenseront l'atonie des marchés émergents lointains. Cependant, comme les importations progresseront dans le sillage de la demande intérieure, la contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait être nulle.

Consolidation budgétaire en attente

La politique budgétaire sera neutre en 2016. La réforme de l'impôt sur le revenu avec la création de trois nouvelles tranches d'imposition et l'abaissement du taux pour les faibles revenus coûtera l'équivalent d'un peu plus de 1% du PIB. Les réfugiés entraîneront un surcroît de dépenses estimé entre 0,1 et 0,2%. Cela devrait être contrebalancé par la lutte contre l'évasion fiscale, l'augmentation du taux intermédiaire de la TVA de 10 à 13% sur les spectacles, l'hôtellerie... et une majoration de l'imposition des revenus du capital de 25 à 27,5%. L'objectif, initialement prévu dans le plan fiscal de 2012, d'atteindre l'équilibre structurel budgétaire (i.e. ne prenant pas en compte les effets cycliques) à partir de 2016 est compromis étant donné que le déficit attendu va presque atteindre 1%. Cependant, à partir de 2017, le pays sera obligé par ses engagements européens de fournir un effort représentant chaque année 1,25% du PIB, afin de faire revenir sa dette au seuil de 60% sur vingt ans. Les économies en matière de retraite et d'assurance-maladie (recul progressif de l'âge effectif de départ à la retraite, durcissement de l'attribution des pensions d'invalidité) seront limitées. L'implication des Länder et des nombreuses communes (1/3 de la dépense publique) pourrait décevoir compte tenu du

fait qu'ils tirent l'essentiel de leurs ressources de l'imposition fédérale. Toutefois, les subventions, notamment aux transports, qui représentent 4% du PIB sont une source potentielle d'économie. La consolidation est un enjeu majeur pour la grande coalition des socio-démocrates du SPÖ et des conservateurs du ÖVP jusqu'aux prochaines élections de 2018. Le problème est que les deux partis ne sont pas d'accord sur la manière de procéder : les premiers veulent favoriser la hausse des prélèvements, les seconds la diminution des dépenses. L'assainissement est conditionné par l'hypothèse que l'épisode de sauvetage des banques, à l'origine du quart de la dette, touche à sa fin. La situation des banques, dont les actifs en Europe centrale et orientale représentent 33% du PIB, s'est beaucoup améliorée. Sur fond d'embellie conjoncturelle, leur activité en Europe centrale et orientale est de nouveau globalement bénéficiaire. 90% de l'encours de leur crédit y est couvert par des dépôts locaux. Toutefois, 37% de leurs actifs régionaux se situent dans des pays classés dans la catégorie spéculative. De plus, si leur situation est très favorable en République tchèque, en Slovaquie et en Pologne, elle demeure médiocre en Hongrie, en Roumanie, en Croatie et mauvaise en Russie où leurs actifs sont importants et les créances douteuses élevées.

Solide excédent des échanges de services et fragile excédent des échanges de biens

Le modeste excédent courant recouvre un solide et significatif excédent pour les services (3% du PIB) et un frêle et, probablement, excédent pour les biens. Ces dernières années, les entreprises ont été confrontées à une érosion de leur productivité, alors que leurs coûts salariaux progressaient. De plus, elles sont confrontées à des services rendus relativement onéreux par le manque de main d'œuvre disponible et de concurrence. Cela est susceptible d'affecter leur compétitivité-prix et de conduire certains de leurs nombreux donneurs d'ordre allemands, notamment dans l'automobile, à délocaliser leur approvisionnement dans les pays d'Europe centrale et orientale. Pour le moment, leur avance technologique, la proximité avec l'Allemagne, le faible coût de l'énergie et du crédit ainsi que la dépréciation de l'euro les protègent. Cela s'est traduit par un recul de 5% des défaillances en 2015, qui, tombées à un bas niveau, pourraient légèrement remonter en 2016, si la tendance observée au premier semestre se poursuit.

Points forts

- Position centrale en Europe et qualité de vie attractive
- Diversification industrielle et tertiaire
- Compétitivité hors-prix grâce aux entreprises familiales et aux produits de niche
- Faible endettement des ménages et des entreprises
- Taux d'emploi élevé et faible chômage des jeunes (rôle de l'apprentissage et de la flexisécurité)
- 30% de l'énergie consommée d'origine renouvelable
- Atouts touristiques

Points faibles

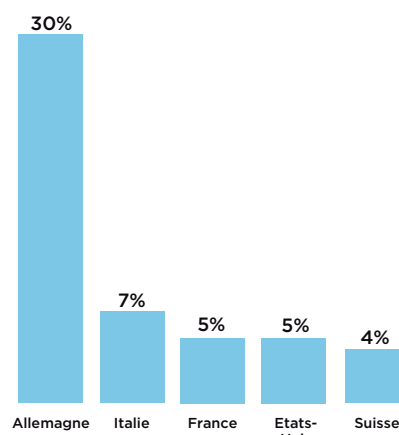
- Dépendance à la conjoncture allemande et centre/est-européenne
- Secteur bancaire très exposé aux pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-est
- Manque de capital-risque et insuffisance de la R&D
- Multiplication des niveaux de pouvoir et d'administration (fédération, Länder, communes)
- Faible taux d'emploi des seniors avec âge de la retraite effectif inférieur à 60 ans
- Démographie peu dynamique avec une natalité insuffisante

Population (millions d'habitants - 2014) 8,5

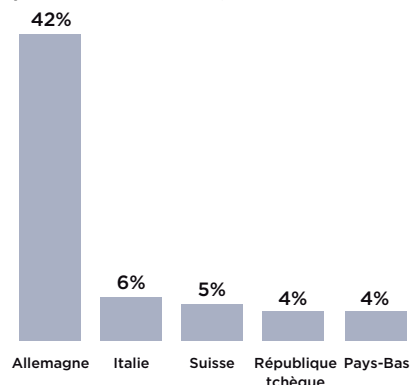
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 51 433

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

A4

Environnement
des affairesRISQUE
MODÉRÉCotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	4,9	4,4	3,1	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,0	2,9	5,0	7,3
Solde public / PIB (%)	-0,8	-1,7	-2,8	-3,1
Solde courant / PIB (%)	-3,3	-5,2	-6,5	-6,0
Dette publique / PIB (%)	37,7	44,2	49,3	49,3

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Vers un ralentissement de l'activité en 2016

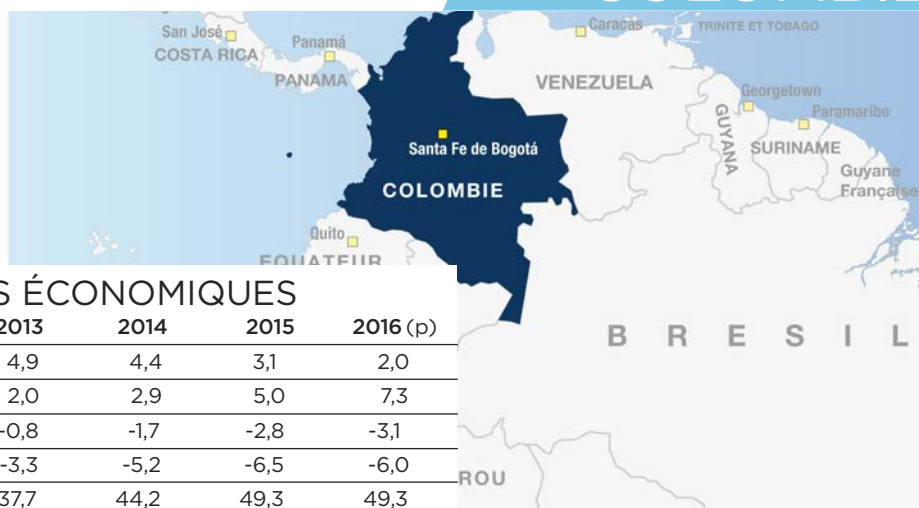
En 2016, l'activité devrait encore pâtir de la faiblesse du prix des matières premières, du pétrole en particulier et du ralentissement de la consommation privée. Les performances économiques du pays restent en effet très liées aux exportations d'hydrocarbures (près de 50 % des exportations du pays) et dans une moindre mesure à l'activité minière et agricole. La faiblesse du prix des hydrocarbures, qui génère près du tiers des recettes de l'Etat, limite l'investissement public tandis que la consommation des ménages est pénalisée par la hausse de l'inflation et la progression du chômage qui affecte leur pouvoir d'achat. L'investissement privé destiné principalement au secteur de l'énergie devrait rester peu dynamique en raison de la faiblesse du prix du pétrole et par les hausses à dix reprises des taux de la banque centrale, après celle décidée en septembre 2015. La hausse de la capacité de production de la plus grande raffinerie du pays devrait en revanche contribuer à stimuler la production industrielle. Le secteur du tourisme devrait aussi bénéficier des avancées dans les négociations avec les FARC.

L'inflation devrait augmenter en 2016, affectée par la hausse des prix alimentaires en raison de la sécheresse qui a sévit dans le pays la première moitié de cette année, provoquée par les effets d'El Niño.

Des déficits budgétaire et courant
encore importants

En 2015 le déficit public s'est creusé, affecté notamment par la baisse du prix des hydrocarbures qui représente près du tiers des recettes de l'Etat. Cette tendance devrait se poursuivre en 2016 en raison de la faiblesse persistante du prix de l'énergie. Malgré une réduction prévue des dépenses d'investissement, la hausse des dépenses courantes attendue à cause de la progression des transferts vers les gouvernements régionaux, prévue constitutionnellement, devrait réduire la marge de manœuvre du gouvernement central. La Colombie, réputée pour sa rigueur budgétaire et sa politique économique orthodoxe, s'est engagée à respecter la loi sur l'équilibre budgétaire adoptée en 2011 qui prévoit un retour progressif du déficit structurel du gouvernement central à 1% du PIB d'ici 2022. Le projet de suppression de l'impôt sur le patrimoine et de la taxe sur les transactions financières qui avait été repoussé à 2018-2019 pourrait ainsi être annulé.

Sur le plan du commerce extérieur, le déficit du solde courant devrait diminuer grâce notamment à la réduction des importations de biens de consommation affecté par la dépréciation du change. Les importations des dérivés du pétrole devraient aussi diminuer, compte tenu de la hausse de la production de la raffinerie de Cartagena (Refica).

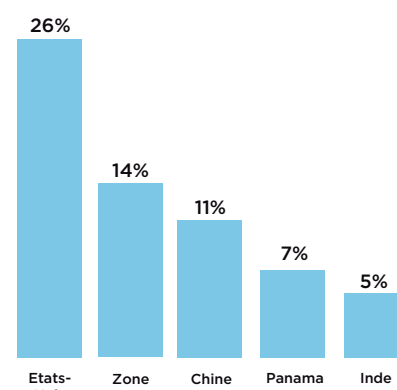


Population (millions d'habitants - 2014) 47,7

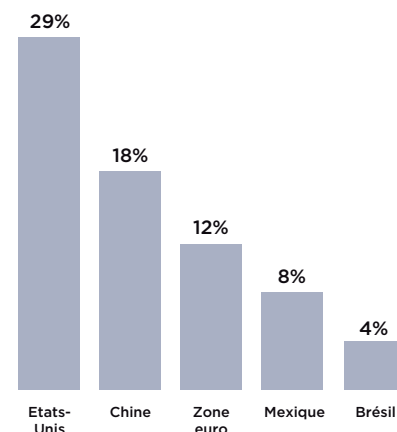
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 7 298

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total

Des avancées significatives dans les
négociations autour d'un accord de paix avec
les FARC

En juin 2016, le gouvernement colombien et les forces armées révolutionnaires (FARC) ont franchi une étape supplémentaire dans le processus de paix avec la signature d'un accord historique de cessez-le-feu et de désarmement de la rébellion. Il s'agit d'un progrès important dans les négociations engagées par le président Santos depuis 2012. Cet accord sera soumis à l'approbation de la population via un plébiscite prévu pour le 02 octobre. La volonté des deux bords de mettre un terme au conflit est de bon augure et constituerait une avancée majeure pour la Colombie. Les autorités colombiennes estiment que l'amélioration du contexte sécuritaire pourrait avoir des retombées positives sur l'économie comprises entre 1 et 2% du PIB. Une issue positive dans le processus de paix ne signifie pas que la Colombie sera pour autant débarrassée de ses problèmes internes tels que le trafic de drogue et la criminalité. Les guérillas ne sont qu'indirectement reliées au trafic de drogue et aux narcotrafiquants ainsi qu'aux bandes criminelles émergentes (Bacrim) qui participent également au trafic de stupéfiants. A long terme cependant, l'accord de paix devrait renforcer le cadre institutionnel, participer à la hausse de l'investissement et au développement social du pays.

Points forts

- Double façade océanique
- Population importante (près de 50 millions)
- Abondantes richesses naturelles (agricoles, minérales)
- Potentiel touristique important
- Politique économique prudente
- Stabilité institutionnelle
- Système bancaire sain

Points faibles

- Sensibilité aux cours des matières premières et à la conjoncture américaine
- Déficiences des infrastructures routières et portuaires
- Situation sécuritaire problématique liée au trafic de drogue
- Carences éducatives et sanitaires
- Important secteur informel (60% de l'emploi)
- Manque de main d'œuvre qualifiée et de productivité
- Lenteurs législatives, judiciaires et administratives, corruption
- Chômage structurel, pauvreté et inégalités

ESPAGNE

ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

A1

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	-1,7	1,4	3,2	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,5	-0,2	-0,6	-0,4
Solde public / PIB (%)	-6,9	-5,9	-5,1	-4,6
Solde courant / PIB (%)	1,5	0,9	1,4	1,8
Dettes publique / PIB (%)	93,7	99,3	99,2	99,4

(p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

La demande intérieure continue à tirer la croissance

L'Espagne a connu une forte reprise de l'activité en 2015, ce rebond reflétant en partie l'ampleur de la récession qui a suivi la crise financière. La croissance a été tirée par la demande intérieure, elle-même soutenue par l'amélioration du marché du travail et le renforcement de la confiance des ménages, la faiblesse des prix du pétrole et l'assouplissement des conditions de crédit. Le désendettement du secteur privé n'aura que peu affecté la demande intérieure (la dette des entreprises et des ménages est passée de 218 % à 169 % du PIB entre le deuxième trimestre 2010 et le premier trimestre 2016). Le taux de chômage reste élevé mais a sensiblement décliné depuis 2013, se situant à 19,6 % en juillet 2016. Le marché immobilier s'est repris à compter de début 2014 et les faillites d'entreprises ont amorcé une décrue à partir du 2^{ème} trimestre 2013. L'incapacité des partis à former un nouveau gouvernement depuis décembre 2015 n'a pas jusqu'ici affecté la reprise. Le PIB a progressé de 0,8 % au 2^{ème} trimestre 2016, tout comme lors des trois précédents trimestres. Malgré l'amorce probable d'un ralentissement au deuxième semestre, la croissance devrait atteindre 3 % en 2016. La consommation privée (près de 58 % du PIB) devrait demeurer le premier moteur de la croissance et l'investissement continuer à bénéficier de conditions de financement favorables et d'une progression satisfaisante des exportations. Cependant, après avoir atteint un point haut en 2015, la confiance des entreprises et des consommateurs tend, depuis, à fléchir.

Repasé dans le vert depuis 2013, le compte courant continue d'afficher des excédents. Cela est lié à la réduction de la facture pétrolière, à la baisse du coût du service de la dette et à la bonne tenue des exportations, notamment de services (tourisme et services aux entreprises), liée à des gains de compétitivité permis par la réduction du coût du travail et à la reprise modérée des marchés d'exportation, dont ceux de la zone euro, vers laquelle se dirigent la moitié des ventes.

Des entreprises et des banques plus solides mais une dette publique élevée

Les entreprises exportatrices ont su tirer leur épingle du jeu lors de la crise. Celles tournées vers le marché intérieur ont commencé à retrouver des couleurs, y compris dans le secteur de la construction. La compression des coûts salariaux et la disparition d'entreprises non-rentables ont, par ailleurs, conduit au redressement de la rentabilité des entreprises.

De nombreuses mesures ont été prises pour remettre à flot le secteur bancaire affecté par l'explosion d'une bulle immobilière et la récession. Le pays est sorti avec succès en janvier 2014 du plan d'aide européen ayant permis la recapitalisation du secteur. Sa solvabilité s'est renforcée et la qualité de son portefeuille s'est améliorée. La faiblesse de l'activité de crédit et la baisse

prolongée des taux d'intérêt pèsent malgré tout sur sa rentabilité. Par ailleurs, la privatisation de certaines banques a pris du retard et la structure de défaillance continue à afficher des pertes. En outre, Banco Popular Español S.A. fait partie des cinq établissements européens ayant obtenu les plus mauvais résultats à l'issue des tests de résistance conduits sous l'égide de l'Autorité bancaire européenne en juillet 2016.

Bien qu'il se soit fortement amélioré, comme en témoigne la décline continue des coûts d'emprunt sur le marché obligataire (taux à dix ans ramenés à 0,9 % au 22 septembre 2016), le risque souverain demeure significatif. En août 2016, l'exécutif européen, qui n'a finalement pas infligé d'amende au pays pour non atteinte des objectifs, lui a donné deux ans supplémentaires pour ramener son déficit sous la barre des 3 % du PIB (soit jusqu'en 2018). Le ratio de la dette publique se stabilise, certes, mais à un niveau élevé (près de 100 % du PIB).

Un paysage politique morcelé et des tensions indépendantistes persistantes

Les élections législatives de décembre 2015 ont marqué la fin du bipartisme. Quatre mois et demi après d'infructueuses négociations entre les quatre principales formations politiques (le Parti Populaire, le PSOE et deux nouveaux partis, Podemos et Ciudadanos), le parlement a dû être dissout. De nouvelles élections ont été convoquées en juin 2016, débouchant à nouveau sur un parlement fragmenté. Les députés ont refusé de reconduire le conservateur Mariano Rajoy au pouvoir et le Parti socialiste n'est pas en mesure de réunir une majorité de gauche. Les députés ont jusqu'à fin octobre 2016 pour trouver une formule de gouvernement, faute de quoi une troisième élection devra être organisée en décembre 2016. Le résultat des élections régionales au Pays Basque, le 25 septembre, et le renforcement de l'unité du camp indépendantiste en Catalogne, à l'occasion d'un vote de confiance en son parlement, le 29 septembre, devraient donner lieu, au niveau national, à d'ultimes tractations. Il n'est pas certain, cependant, qu'elles aboutissent.

Points forts

- Effort de réforme (marché du travail, secteur bancaire, insolvabilité, ...)
- Regain de compétitivité et renforcement des secteurs exportateurs
- Amélioration de la situation financière des entreprises
- Infrastructures de qualité
- Important potentiel touristique

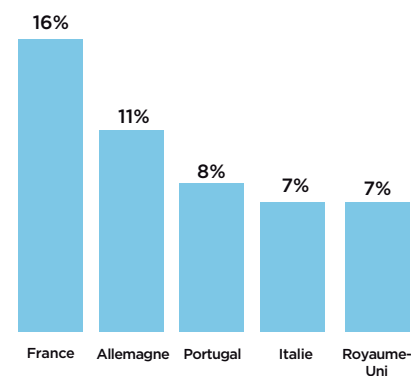
Points faibles

- Dettes privée et publique encore élevées, position extérieure nette très négative
- Dualité du marché du travail, chômage structurel élevé
- Contingent important de petites entreprises peu productives
- Paysage politique morcelé, unité du pays fragilisée par la poussée indépendantiste

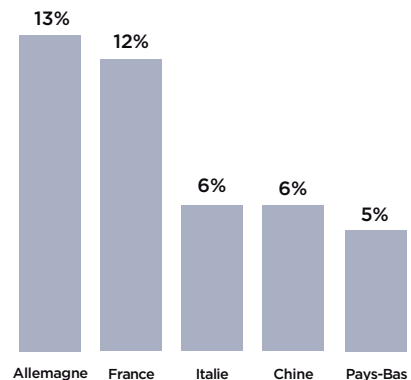
Population (millions d'habitants - 2014) **46,5**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **30 272**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total

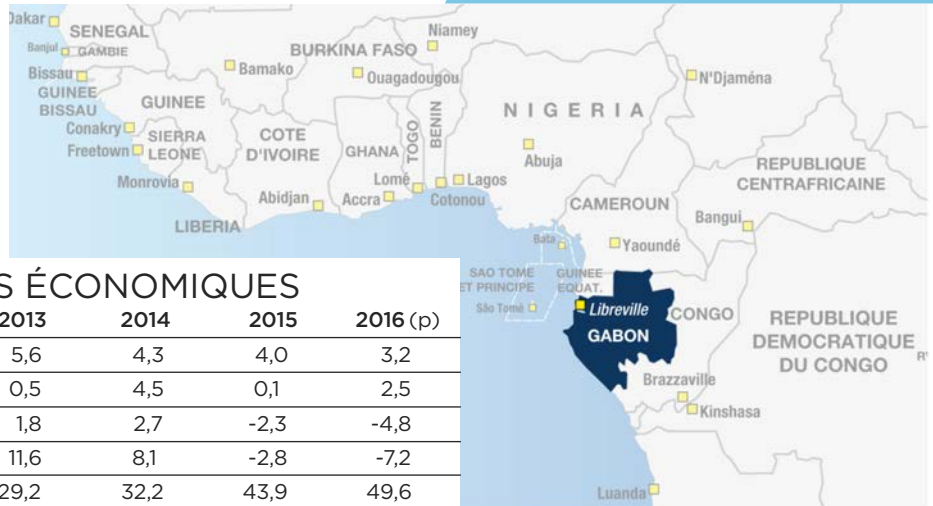


Importations de biens, % du total



ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
C	Environnement des affaires
RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ	Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	5,6	4,3	4,0	3,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,5	4,5	0,1	2,5
Solde public / PIB (%)	1,8	2,7	-2,3	-4,8
Solde courant / PIB (%)	11,6	8,1	-2,8	-7,2
Dettes publiques / PIB (%)	29,2	32,2	43,9	49,6

(p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

Une croissance sensiblement affectée par le choc pétrolier

La croissance a nettement diminué en 2015 sous l'effet de la chute des cours du pétrole et du recul sensible de la production d'or noir du fait d'une série de grèves et de la remise en état de certains puits. A cela s'est ajouté l'impact des coupes dans les dépenses d'investissement, auxquelles a été contraint de recourir le gouvernement pour éviter un dérapage des finances publiques. La croissance devrait encore diminuer en 2016 à 3,2 %. Cependant, la hausse des dépenses, destinées à apaiser les tensions sociales avant l'élection présidentielle, devrait stimuler la consommation privée, et les prêts étrangers devraient renforcer les projets d'investissement dans l'agriculture et l'industrie à valeur ajoutée. L'inflation devrait augmenter en lien notamment avec la hausse de la masse salariale.

La découverte de nouveaux gisements de pétrole n'a pas compensé l'épuisement progressif des anciens gisements et le pays se trouve confronté à un déclin de sa production d'or noir. Les faibles perspectives des prix du pétrole et la baisse de la production pétrolière sont à l'origine du ralentissement de l'investissement public, ainsi l'effort de diversification et de modernisation de l'économie entrepris par les autorités dans le cadre du Plan Stratégique Gabon émergent (PSGE) risque d'être freiné.

En dépit de la richesse pétrolière, le niveau de pauvreté (30% de la population sous le seuil de pauvreté) et de chômage reste élevé (19,7 % en 2014). Cette richesse ne s'est pas traduite par une réelle amélioration des conditions de vie de la population du fait de nombreux obstacles au développement tels que l'insuffisance des infrastructures, notamment de transport, le manque de qualification de la main-d'œuvre et la faiblesse de l'environnement des affaires, contraintes qui pourraient être un jour réduites si les objectifs du PSGE sont atteints.

Des comptes publics et extérieurs dans le rouge

Sur le plan budgétaire, la baisse des recettes pétrolières, qui assuraient plus de 45 % des revenus de l'Etat en 2014, a contraint les autorités à réduire les dépenses publiques à compter de 2014. Cette baisse a atteint 14 % en 2015 mais devrait être beaucoup plus limitée en 2016, du fait notamment de la tenue des élections. Les dépenses d'équipement, en particulier, ont été régulièrement revues à la baisse même si le gouvernement indique qu'il souhaite ne pas trop amputer celles qu'il juge prioritaires (transport et technologies de l'information et de la communication). L'excédent budgétaire a fondu au cours de ces dernières années du fait de la hausse massive de l'investissement public entraînée par la mise en œuvre du PSGE. Etant donné

la chute du cours du baril et la tendance à la baisse de la production pétrolière, cet excédent s'est transformé en déficit en 2015. La dette publique a plus que doublé, depuis 2012, passant de 20 % à 44 % du PIB en 2015 (dépassant le plafond d'endettement fixé à 35 %).

En outre, le Gabon doit faire face à un renchérissement de ses coûts d'emprunt sur les marchés obligataires. En 2015, le pays a connu son premier déficit courant depuis 1999 du fait du repli marqué des exportations pétrolières (80 % des ventes de marchandises à l'étranger jusqu'en 2014) et ce malgré la contraction des importations liée à la baisse de la demande publique et des prix mondiaux des produits de base. Les exportations devraient continuer à décliner, toujours affectées par la faiblesse des cours du baril et la baisse de la production d'or noir, compensant la croissance des exportations de manganèse et de bois. Le déficit courant devrait ainsi s'élargir, en 2016, même si les importations pourraient chuter, en raison de la baisse des revenus réels. Le déficit de la balance des invisibles se réduirait légèrement en 2016, puisque le ralentissement de l'activité réduira la demande de services importés.

Une situation politique qui s'est détériorée depuis l'élection présidentielle d'août 2016

La réélection contestée d'Ali Bongo, en août 2016, a déclenché des heurts violents entre les supporters du candidat de l'opposition et les forces de sécurité dans plusieurs villes du pays. La Cour constitutionnelle a toutefois validé cette victoire le 23 septembre. Cette décision a été froidement accueillie par la communauté internationale, à qui l'opposant Jean Ping a lancé un appel. La Mission d'observation électorale de l'Union européenne regrette que la Cour n'ait pas été en mesure de recueillir d'« évidentes anomalies » observées lors du recensement des votes. Restaurer la confiance de la population dans les institutions du pays ne sera pas chose facile. La situation politique demeurera d'autant plus volatile que doivent normalement se tenir des élections législatives en décembre 2016.

Points forts

- 5^{ème} producteur de pétrole d'Afrique sub-saharienne ; 2^{ème} producteur africain de bois ; place de 1^{er} producteur mondial de manganèse convoitée
- Efforts de diversification de l'économie entrepris dans le cadre du plan « Gabon émergent »

Points faibles

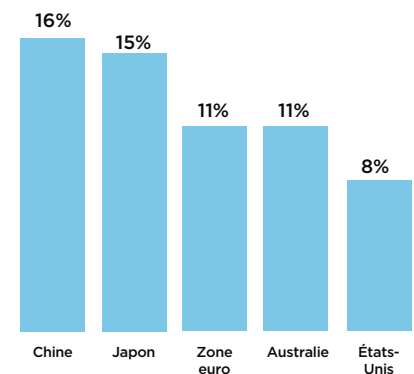
- Economie fortement tributaire du secteur pétrolier
- Réapparition de déficits budgétaires et courants
- Coût élevé des facteurs de production, lié à l'insuffisance des infrastructures (transport et électricité)
- Chômage élevé et pauvreté endémique
- Environnement politique fragile

Population (millions d'habitants - 2014) 1,6

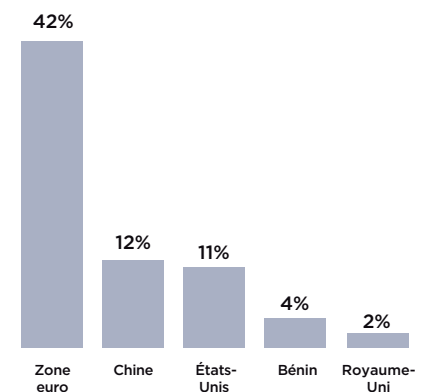
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 11 484

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



ÉVALUATIONS COFACE

A4

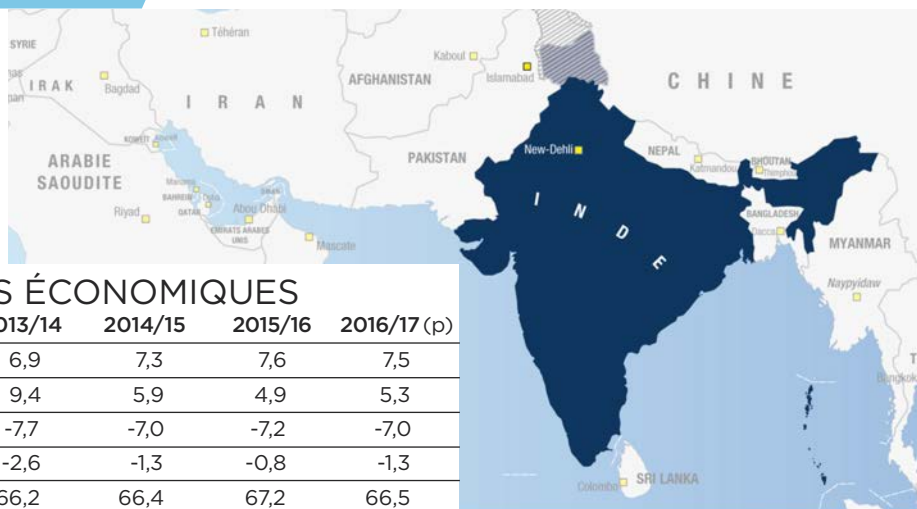
Pays

B

Environnement
des affaires

RISQUE

ASSEZ FAIBLE

Cotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17 (p)
Croissance PIB (%)*	6,9	7,3	7,6	7,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	9,4	5,9	4,9	5,3
Solde public / PIB (%)**	-7,7	-7,0	-7,2	-7,0
Solde courant / PIB (%)	-2,6	-1,3	-0,8	-1,3
Dettes publiques / PIB (%)**	66,2	66,4	67,2	66,5

(p) : prévision *Tient compte des modifications méthodologiques intervenues en février 2015

** Comprend dette publique fédérale et des collectivités locales. Année fiscale : avril - mars

APPRÉCIATION
DU RISQUELa croissance restera encore portée
par la consommation

L'activité devrait rester soutenue au cours de l'année fiscale 2016/17. L'économie indienne continuera de bénéficier de la faiblesse du prix des matières premières et des effets des premières réformes entreprises par le gouvernement de Narendra Modi visant à promouvoir le secteur manufacturier indien, attirer les IDE et atténuer les contraintes qui pèsent sur l'économie.

La consommation des ménages, principal moteur de l'activité, devrait rester dynamique. Elle bénéficiera d'une revalorisation des salaires versés aux fonctionnaires fédéraux et de l'amélioration de l'intégration financière des ménages les plus modestes. De plus, en 2016-2017, la production agricole sera stimulée par des pluies de mousson au-dessus de la moyenne, ce qui devrait maintenir les prix bas et, ainsi, soutenir la consommation. Par ailleurs, malgré la politique monétaire accommodante menée par la banque centrale (RBI), avec un taux directeur abaissé de 150 points de base depuis janvier 2015 à 6,5%, l'investissement privé peine à décoller. En effet, la réforme de la RBI incitant les banques à enregistrer leurs prêts non performants (entre 7 et 8% de l'encours total de crédit) à leur bilan, avec un taux de provisionnement de 100 % d'ici mars 2017, mais aussi les surcapacités pèseront sur l'investissement. Mais, le programme de développement des infrastructures notamment routières, ferroviaires et électriques générerait d'importants investissements publics. Néanmoins, les contraintes budgétaires et les retards relatifs à la réforme foncière ralentiront l'avancée de ces projets. En outre, les exportations devraient continuer de souffrir d'un manque de compétitivité et de la morosité de la demande mondiale, même si le secteur des services, notamment la haute technologie, continuera d'enregistrer de bonnes performances.

L'inflation restera sous contrôle en 2016-2017 grâce, notamment, à l'atonie du cours des matières premières, au premier rang desquelles l'alimentation, le pétrole et l'or.

Les finances publiques restent fragiles, mais
les comptes extérieurs sont sous contrôle

Malgré la détermination des autorités, aidées par la faiblesse des prix de l'énergie allégeant le poids des subventions, le déficit budgétaire et la dette publique restent importants. Les autorités ont recapitalisé les banques publiques (75% des actifs bancaires) à hauteur de 3,4 milliards de dollars en juillet 2016, mais la poursuite du nettoyage des bilans bancaires souhaité par le nouveau gouverneur de la RBI, Urjit Patel, pourrait appeler un effort supplémentaire. L'instauration probable en 2017 d'une TVA fédérale se substituant à une kyrielle de taxes locales pourrait nécessiter des compensations du budget fédéral au bénéfice des Etats fédérés lésés. Dans ce contexte, la vente de

fréquences aux opérateurs de télécommunication et la poursuite des privatisations pourraient faciliter la maîtrise du déficit.

Le déficit courant devrait rester contenu, malgré le ralentissement des exportations. En effet, la faiblesse des cours des matières premières devrait permettre de maîtriser le coût des importations. Ajouté aux réserves de change confortables (près de 9 mois d'importations en 2016) et la progression des IDE et des investissements de portefeuille favorisée par l'assouplissement des réglementations, cela devrait concourir au maintien de la stabilité de la roupie.

Relations conflictuelles avec le Pakistan
et essoufflement des réformes

Suite aux élections législatives de mai 2014 qui ont vu une large victoire du BJP (Bharatiya Janata Party), N. Modi a été désigné premier ministre et son parti détient la majorité absolue à la chambre basse du parlement. La tenue d'élections dans plusieurs Etats importants a initialement confirmé la popularité du BJP, mais le parti a connu ultérieurement plusieurs revers électoraux, notamment à Delhi et dans l'Etat du Bihar, et est menacé dans le Gujarat. Le principal parti d'opposition, celui du Congrès, continue de dominer la chambre haute, retardant les réformes attendues par les milieux d'affaires, qui ont réagi très favorablement à l'élection de N. Modi.

Les relations avec le Pakistan restent tendues autour de la question du Cachemire que se disputent les deux pays. Les affrontements violents opposant manifestants et forces de l'ordre au Cachemire indien ont stoppé les discussions entre les deux gouvernements, déjà malmenées par l'attaque d'une base indienne dans l'Etat du Punjab en Janvier 2016.

Enfin, malgré les réformes entreprises, avec, notamment, celle du droit des faillites et la prochaine instauration d'une TVA fédérale, l'environnement des affaires continuera de pâtir de lacunes persistantes. L'ouverture aux IDE dans la pharmacie, l'aéronautique civile et la grande distribution unie marque rencontre de fortes difficultés d'application. Certaines mesures promises par le premier ministre, telles que l'assouplissement des règles relatives à l'expropriation foncière et au marché du travail, sont bloquées par le parlement.

Points forts

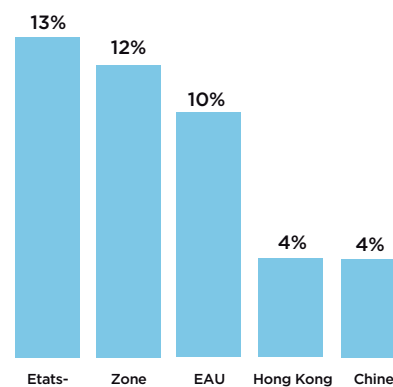
- Moteurs de croissance diversifiés
- Fondamentaux solides : épargne et investissement étranger élevés
- Secteur privé performant dans les services
- Dette extérieure modérée et réserves de change confortables

Population (milliard d'habitants - 2014) 1,3

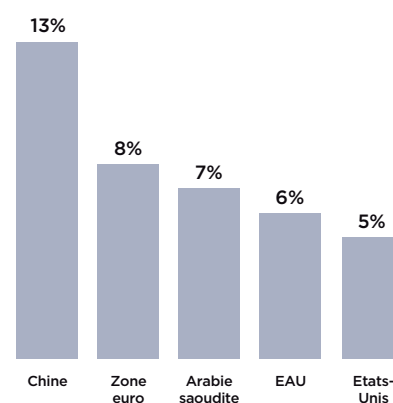
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 1 608

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

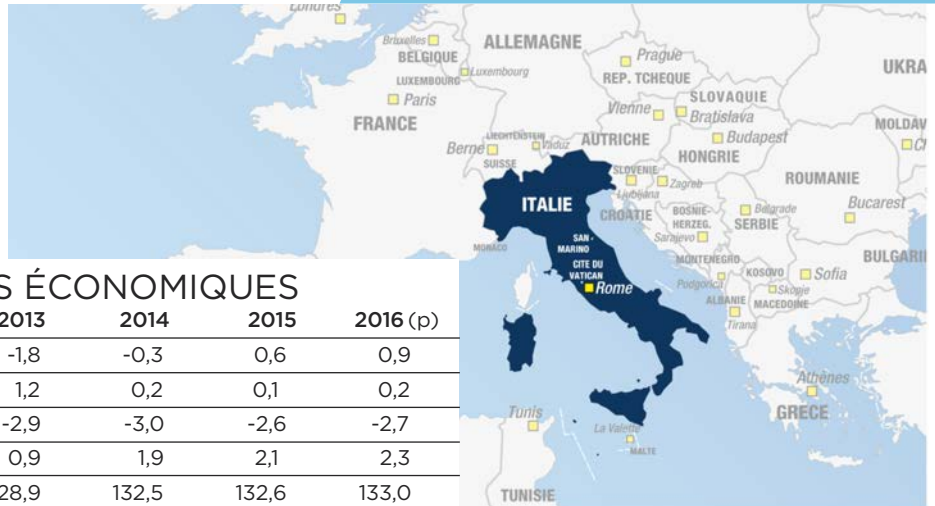
- Manque d'infrastructures et déficience du système éducatif
- Lourdeurs bureaucratiques et blocages politiques persistants
- Pays importateur net de ressources énergétiques
- Montée de l'endettement des entreprises privées
- Finances publiques fragiles
- Incertitudes persistantes sur la question du Cachemire

ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A2

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	-1,8	-0,3	0,6	0,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,2	0,2	0,1	0,2
Solde public / PIB (%)	-2,9	-3,0	-2,6	-2,7
Solde courant / PIB (%)	0,9	1,9	2,1	2,3
Dettes publique / PIB (%)	128,9	132,5	132,6	133,0

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

Entreprises toujours à la peine

Après une récession prolongée, l'économie italienne a retrouvé une croissance modérée. Cependant la reprise demeure fragilisée par l'atonie de la croissance mondiale ainsi que par la montée de l'incertitude et de la volatilité financière à la suite du vote britannique de quitter l'Union Européenne (UE). La croissance devrait se situer autour de 0,9 % en 2016. En dépit d'un trou d'air au second trimestre et des dégâts causés par le séisme qui a frappé le centre de l'Italie le 24 août, le vecteur principal devrait être la demande intérieure qui profite du retour de la confiance. Sur fond de faible inflation et de redémarrage du crédit, la consommation des ménages sera portée par la progression de l'emploi et le taux de chômage qui est passé sous les 12 %, en 2016, en liaison avec la réforme du marché du travail (le Jobs Act en 2015). L'investissement devrait continuer à afficher, en moyenne, sur l'ensemble de l'année, une lente progression. Cependant les problèmes bancaires pourraient limiter la reprise de l'investissement, à moins d'une restauration des bilans des banques et des entreprises. L'augmentation modérée de la demande européenne, la faiblesse de l'euro et la baisse des prix des hydrocarbures importés devraient compenser la hausse des importations liée au raffermissement de la demande intérieure et le marasme des grands marchés émergents, permettant d'obtenir une contribution légèrement positive des échanges. Les défaillances d'entreprises ont diminué de 30 % au premier trimestre 2016 par rapport à l'année précédente. Toutefois la rentabilité des entreprises restera faible, particulièrement chez les petites entreprises qui constituent l'essentiel du tissu économique. Elles restent confrontées à une imposition élevée, à l'inefficacité du secteur public, notamment dans le centre et le sud du pays, et à la parcimonie des banques. Malgré les réformes, la justice est lente (jusqu'à 7 ans pour une liquidation).

Une dette publique massive et un assainissement budgétaire retardé

Les autorités donnent la priorité à la reprise sur l'assainissement budgétaire. La Commission Européenne a d'ailleurs autorisé davantage de flexibilité budgétaire et cela représente une marge budgétaire de 0,85 % du PIB en 2016. De plus la Commission accorde une marge de 0,1 point pour les coûts liés à la crise migratoire et à la sécurité. La dette publique devrait demeurer très élevée et atteindre 133 % du PIB cette année, limitant ainsi les marges de manœuvres du gouvernement. Les autorités comptent sur l'augmentation de la croissance et la baisse des taux pour augmenter les recettes et diminuer les intérêts de la dette qui pèsent 4 % du PIB. Le pays demeurera vulnérable à une perte de confiance des marchés et à un changement de la politique monétaire européenne, bien que la maturité relativement longue de la dette et le fait que les résidents en détiennent 53% limitent le risque.

Un compte courant excédentaire

Malgré le déficit énergétique représentant 2,5% du PIB, les échanges de biens et services sont excédentaires à hauteur de 3% du PIB. La performance repose sur des marques renommées, un positionne-

ment haut de gamme et des produits de niche dans des secteurs aussi divers que les équipements industriels et électriques, l'habillement, la maroquinerie, l'optique, la joaillerie, l'agroalimentaire, l'équipement de la maison, les véhicules automobiles et les médicaments. Les recettes touristiques ne sont pas en reste grâce au capital patrimonial considérable, mais elles sont compensées par un important déficit au niveau du transport. L'excédent commercial couvre largement les intérêts de la dette et les transferts des travailleurs étrangers.

Un secteur bancaire fragilisé

Les créances douteuses s'établissent à un niveau élevé à hauteur de 18 % du portefeuille (soit 360 milliards d'euros). Des banques en particulier sont en difficulté : de janvier à juillet 2016, l'indice boursier des banques italiennes a perdu 50 % de sa valeur. Très touchée, Monte dei Paschi di Siena a vu son cours boursier diminué de 80 % au cours de la dernière année. La BCE a approuvé le plan de sauvetage avec la vente de 9,2 Mds€ de créances douteuses et une levée de capitaux de 5 Mds. Sans surprise, les résultats du test de résistance parus le 29 juillet ont mis en évidence la fragilité de la banque (parmi l'échantillon retenu MPS affiche la plus faible résistance).

Des réformes comme remède à l'instabilité gouvernementale et aux lentes législatives

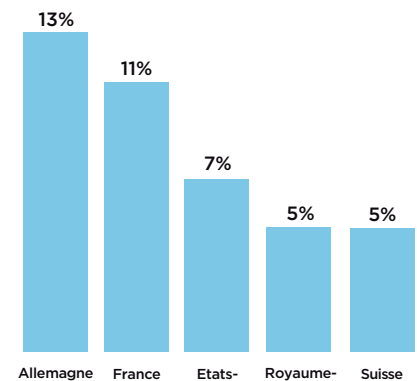
Les réformes du président du Conseil, M. Renzi, reposent sur une fragile coalition de centre-gauche composée du Partito Democratico (PD) et du Nuovo Centro Destra (NCD), ainsi que sur des soutiens de circonstance. L'amélioration de la situation économique et l'impossibilité d'obtenir une majorité claire avec la proportionnelle intégrale de la loi électorale actuelle dissuadent les formations politiques de provoquer de nouvelles élections. L'éparpillement de la droite et les dissensions entre ses dirigeants, S. Berlusconi pour Forza Italia et M. Salvini pour Lega Nord, n'incitent pas le NCD à les rejoindre. La donne pourrait changer suite à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi électorale en juillet 2016, l'Italicum, qui assurera une majorité absolue de sièges à la formation arrivée en tête puis, à l'automne 2016, avec la tenue du référendum destiné à supprimer le bicaméralisme par transformation du Sénat en chambre consultative. Toutefois, l'Italicum pourrait faire l'objet d'amendements et M. Renzi a fragilisé sa position en personnalisant le référendum. En cas d'échec, il court le risque d'être « renversé ». A l'heure actuelle (septembre 2016), le Mouvement 5 Etoiles (populiste), qui a remporté il y a peu les élections de Rome et Turin, talonne le parti du président du Conseil dans les sondages pour les élections législatives (normalement prévues en 2018).

Points forts

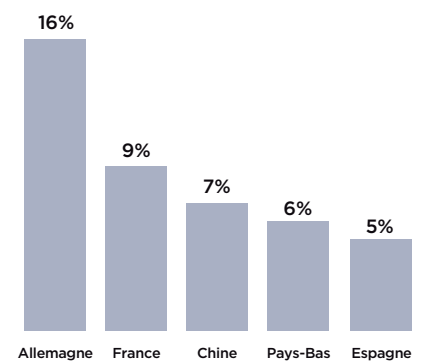
- Poids relativement élevé de l'industrie
- Des productions haut de gamme (mode, équipement de la maison, alimentaire, mécanique)
- Endettement modéré du secteur privé ; forte capacité d'épargne
- Richesse du patrimoine touristique

Population (millions d'habitants - 2014) **60,8**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **35 335**ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Faible rentabilité des petites entreprises et des banques
- Insuffisance de l'investissement privé et public
- Chômage structurel élevé (9%), particulièrement chez les jeunes (40%)
- Faible participation des femmes / manque de structures pour la petite enfance
- Importante économie informelle (20%)
- Manque d'efficacité du secteur public
- Retard de développement du Mezzogiorno

ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A1

Environnement
des affaires

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,9	3,1	2,2	1,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,6	1,5	0,0	0,8
Solde public / PIB (%)	-5,7	-5,6	-4,2	-4,4
Solde courant / PIB (%)	-4,4	-4,7	-5,4	-5,9
Dettes publique / PIB (%)	86,0	87,9	89,0	89,9

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUELes incertitudes relatives au *Brexit* pèseront sur la croissance à court terme

La croissance s'est révélée relativement résiliente au 1^{er} semestre. Néanmoins le 23 juin 2016, le Royaume-Uni a voté en faveur d'une sortie de l'Union européenne (52 % pour, 48 % contre), remettant en cause la poursuite de cette dynamique. A court terme, l'incertitude et la volatilité devraient prévaloir sur les marchés financiers. Dans ce contexte, la confiance des acteurs privés s'est déjà considérablement dégradée, ce qui devrait peser sur la consommation privée qui sera également pénalisée par une hausse progressive de l'inflation (via la dépréciation de la livre face au dollar et à l'euro). Le choc du *Brexit* devrait toutefois toucher essentiellement l'investissement privé qui affichait déjà de faibles performances depuis le début de l'année. La baisse du taux directeur de la Banque d'Angleterre (BoE) à 0,25 % en août pour la première fois depuis 2009 ainsi que la relance de son programme de rachats d'obligations visent à limiter le ralentissement attendu de l'activité. En outre ce choc de confiance pourrait entraîner une correction des prix du marché immobilier, notamment commercial. Début juillet, plusieurs fonds immobiliers ont ainsi gelé leurs transactions. Le risque de transmission au secteur bancaire est à surveiller en raison du nombre élevé de PME ayant de l'immobilier en collatéral. Ce risque reste néanmoins contenu, les banques étant mieux capitalisées depuis la crise. Par ailleurs, au vu de la dette élevée des ménages (125 % du PIB), le risque d'éclatement d'une bulle immobilière demeure à surveiller, bien que les derniers indicateurs immobiliers sont moins dégradés. Point positif toutefois, les secteurs exportateurs pourraient bénéficier de la dépréciation de la livre pour gagner en compétitivité-prix.

La consolidation budgétaire, priorité du gouvernement ces dernières années, pourrait être remise en question

Le gouvernement est engagé dans une démarche de consolidation fiscale depuis plusieurs années, même si le déficit se réduit plus lentement que prévu. Cette consolidation s'opère notamment via la réduction des dépenses (modération salariales dans le secteur public, baisse des dépenses de santé). Côté recettes, le dernier budget prévoyait notamment des réductions d'impôt sur les investissements ainsi qu'une baisse du taux d'imposition pour les entreprises (abaissé à 15 % à la suite du vote). Si pour le moment aucun plan d'urgence n'a été annoncé, une détérioration des finances publiques est probable compte tenu de l'affaiblissement de la croissance et des mesures de soutien pourraient être mises en place d'ici la fin de l'année. Le déficit courant a atteint un niveau record en 2015 et ne devrait pas s'améliorer significativement cette année : les prix des importations devraient

croître en lien avec la dépréciation de la livre qui a atteint un point bas en juillet. Toutefois dans un second temps cette dépréciation devrait permettre de gagner en compétitivité prix et donc de booster les exportations, et les importations devraient diminuer en lien avec le ralentissement attendu de la demande intérieure.

De fortes incertitudes pèsent sur le devenir du Royaume-Uni

Au lendemain du référendum, David Cameron a annoncé sa démission, remplacé dans les jours qui ont suivi par Theresa May, ancienne ministre de l'Intérieur, en juillet 2016. L'Article 50 du traité de Lisbonne, qui encadre le processus de sortie de l'UE, ne devrait pas être activé avant début 2017. May a en effet annoncé sa volonté de négocier un nouvel accord avant d'invoquer l'article. Trois types d'accord sont envisageables : (i) être membre de l'espace économique européen, comme la Norvège, impliquant un accès total au marché unique mais en perdant le droit de vote sur les réglementations et les décisions de l'UE - scénario le plus probable - ; (ii) obtenir un accord bilatéral sur mesure, comme la Suisse, établissant un accès au marché unique pour des secteurs spécifiques et (iii) suivre les règles de l'OMC, avec des tarifs douaniers et sans accès au marché unique. En outre, l'Ecosse a annoncé son souhait de rester dans l'UE (conformément à leur vote) et un nouveau référendum pourrait avoir lieu avec le risque de quitter le Royaume-Uni. Le cas de l'Irlande du Nord pourrait également être problématique.

Le pays a gagné deux places dans le classement *Doing Business 2016* et a ainsi pris la première place parmi les pays du G7. L'environnement des affaires a progressé avec 4,5 jours pour créer son entreprise (contre 20 en moyenne dans les autres pays), la baisse de l'impôt sur les sociétés ainsi que l'augmentation des exonérations de charges sociales qui ont contribué à améliorer l'attractivité du pays.

Points forts

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

Points faibles

- Incertitudes sur les conséquences de la décision de sortie de l'UE
- Dépendance de l'économie aux services financiers
- Dette et déficits publics élevés
- Endettement privé élevé

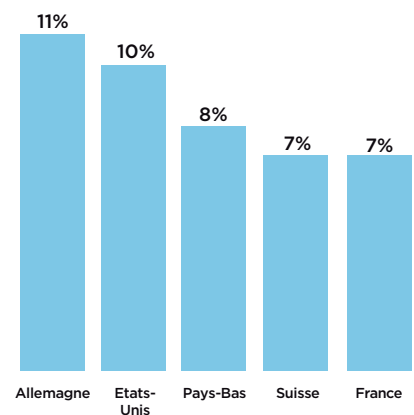


Population (millions d'habitants - 2014) 64,5

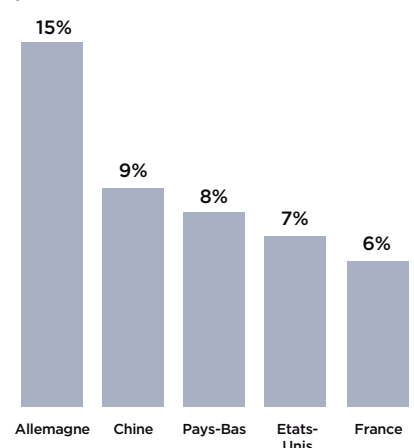
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 45 729

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



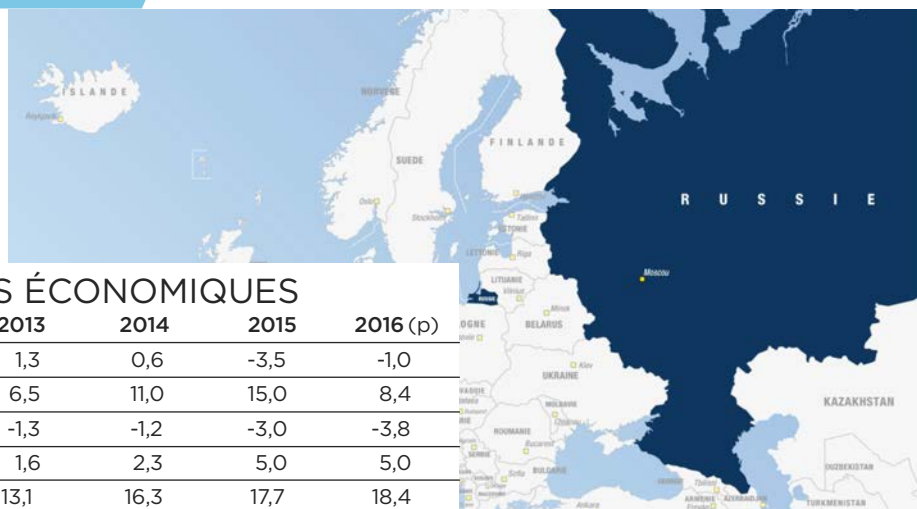
Importations de biens, % du total



RUSSIE

ÉVALUATIONS COFACE

C	Pays
C	Environnement des affaires
RISQUE MODÉRÉ	Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)
Croissance PIB (%)	1,3	0,6	-3,5	-1,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	6,5	11,0	15,0	8,4
Solde public / PIB (%)	-1,3	-1,2	-3,0	-3,8
Solde courant / PIB (%)	1,6	2,3	5,0	5,0
Dette publique / PIB (%)	13,1	16,3	17,7	18,4

(p) : prévision

APPRÉCIATION DU RISQUE

Nouvelle contraction de l'économie en 2016

La récession en Russie devrait se poursuivre mais s'atténuer en 2016. La croissance a reculé de 1,2 % au premier trimestre et de 0,6 % au second (glissement annuel). La consommation privée, principal moteur de l'activité, devrait demeurer contrainte par une progression des revenus nominaux plus lente que par le passé, une politique budgétaire relativement restrictive et pourrait souffrir de la préférence des ménages, observée en début d'année, pour le désendettement au détriment de la consommation. L'investissement devrait demeurer handicapé par le manque de confiance des entrepreneurs, les taux d'intérêt élevés (10 % en septembre 2016), mais aussi par le maintien des restrictions de financement en devises imposées dans le cadre des sanctions occidentales, prolongée pour six mois (jusqu'à fin janvier 2017). Les contraintes budgétaires pourraient limiter les investissements publics. La hausse des dépenses dans les secteurs des hydrocarbures et de la défense pourrait être plus lente.

L'inflation pourrait continuer à baisser en raison notamment du raffermissement du cours du rouble, mais les conséquences de l'embargo imposé sur l'achat de certains produits en Europe et en Turquie, prolongé jusqu'à fin 2017, devraient maintenir le niveau prix des biens importés, notamment alimentaires, relativement élevé.

Dégradation du solde budgétaire et du solde courant

Le déficit budgétaire devrait se creuser légèrement en 2016. Les prix bas du pétrole devraient continuer à peser sur les recettes provenant des hydrocarbures (50 % du total) alors que la faiblesse de l'activité contraindra les revenus hors pétrole. Le projet de budget 2016, établi sur la base d'un cours du pétrole de 50 USD/baril, prévoit une lente progression des pensions de retraite (4 %) et le gel des salaires publics, en vue de limiter la dégradation des finances publiques et l'endettement de l'Etat. Le budget de la défense devrait continuer à augmenter modérément. L'Etat dispose cependant de confortables réserves pour y faire face, grâce aux fonds (de réserve et souverain), déjà sollicités en 2015, mais totalisant encore près de 105 milliards d'USD (9 % du PIB) en août 2016. Le gouvernement a lancé début juillet 2016 le programme de privatisation avec la vente de 11% du capital du producteur de diamant Alrosa mais a suspendu en septembre 2016 la vente de participation dans le producteur de pétrole Bashneft et la compagnie navale Sovcomflot.

L'excédent courant devrait se stabiliser en 2016. Les exportations, largement dominées par les hydrocarbures (2/3 des revenus), devraient rester contraintes par le bas niveau des prix. La faible compétitivité des produits russes pourrait en outre limiter les exportations hors pétrole, malgré la baisse du rouble. Une demande intérieure déprimée, le maintien des sanctions et des mesures d'embargo sur certains produits européens et turcs, devraient néanmoins limiter les

importations. Les IDE ne devraient pas rebondir, en l'absence de réelle amélioration de la situation en Ukraine et de la gouvernance.

La persistance d'un cours bas du pétrole (auquel le cours du rouble est fortement corrélé) et les échéances de dette extérieure (environ 74 milliards d'USD au second semestre 2016), devraient maintenir la pression à la baisse sur le rouble, dont la volatilité s'est accrue depuis l'introduction d'un système de change flottant fin 2014. L'endettement extérieur de la Russie (à 90 % dette des banques et des entreprises) est en net repli (-20 % entre fin 2014 et fin 2015) et les réserves de change élevées (de l'ordre de 12 mois d'importations en août 2016) limitent les risques de défaut, sans l'expiration pour certaines entreprises et/ou banques.

Le risque de solvabilité et de liquidité du système bancaire a en effet fortement augmenté sous l'effet de la détérioration de la qualité du portefeuille dans un contexte de crise économique, mais aussi du coût élevé du financement lié aux sanctions internationales qui privent les plus grandes banques d'accès aux marchés financiers.

Une situation politique qui devrait rester stable et un environnement des affaires toujours déficient

La popularité de V. Poutine au niveau national s'est renforcée au moment de l'intervention russe en Crimée en mars 2014. Le mécontentement existe pourtant au sein de la population et les tensions pourraient s'accroître dans un contexte de ralentissement économique. Le durcissement du régime, se traduisant notamment par un contrôle renforcé de l'Etat sur les médias et internet, limite toutefois considérablement les capacités d'organisation et d'expression des mouvements d'opposition. Les élections législatives de septembre 2016 ont confirmé la prédominance du parti présidentiel, Russie Unie (54 % des voix) mais avec une faible participation (48% contre 60 % en 2011).

Les lacunes en matière de protection des droits de propriété, la faiblesse de la gouvernance et le manque de transparence des entreprises affaiblissent fortement l'environnement des affaires. Malgré des progrès, la Russie est classée au 168^{ème} rang (sur 215) selon l'indice de gouvernance de la Banque Mondiale en matière de lutte contre la corruption, qui reste un point faible récurrent.

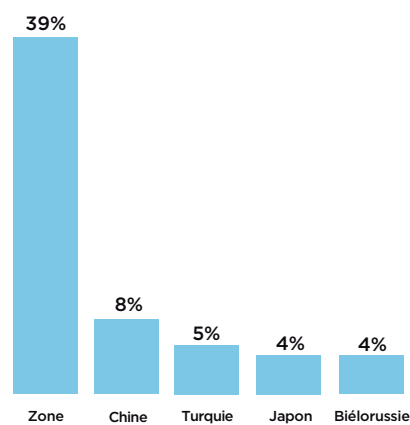
Points forts

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

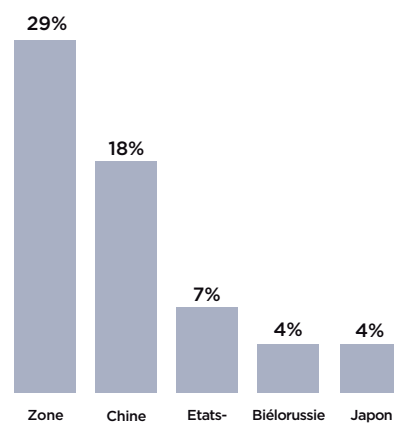
Population (millions d'habitants - 2014) **146,3**PIB/habitant (dollars courants - 2014) **12 718**

ÉCHANGES COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

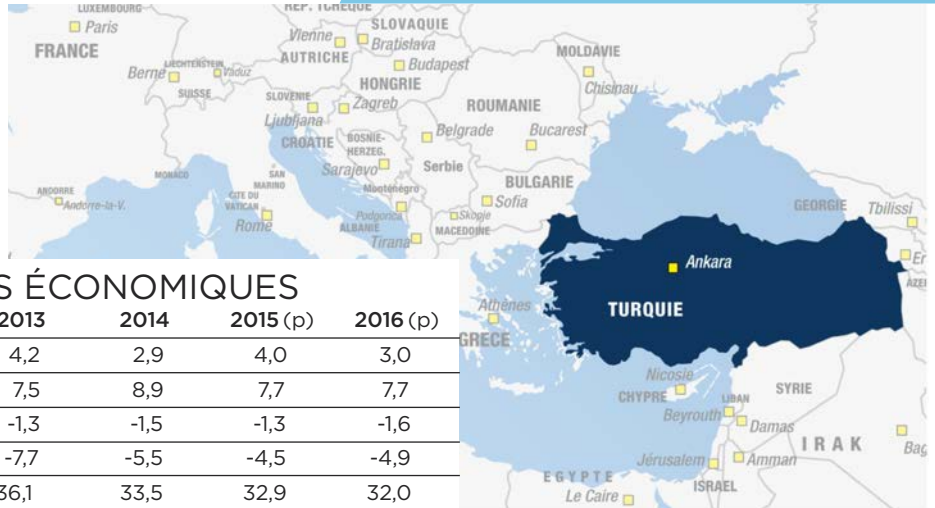
- Accentuation du caractère rentier de l'économie
- Manque de compétitivité du secteur industriel
- Secteur bancaire privé fragile
- Faiblesse des infrastructures
- Démographie déclinante
- Lacunes persistantes dans l'environnement des affaires

ÉVALUATIONS COFACE

B

Pays

A4

Environnement
des affairesRISQUE
MODÉRÉCotation
moyen terme

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Croissance PIB (%)	4,2	2,9	4,0	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	7,5	8,9	7,7	7,7
Solde public / PIB (%)	-1,3	-1,5	-1,3	-1,6
Solde courant / PIB (%)	-7,7	-5,5	-4,5	-4,9
Dettes publiques / PIB (%)	36,1	33,5	32,9	32,0

(p) : prévision

APPRÉCIATION
DU RISQUE

La croissance devrait diminuer en 2016, en liaison avec l'effondrement de l'activité touristique

La croissance devrait diminuer sur l'année 2016. En effet, l'activité touristique étrangère qui représente près de 10% du PIB pourrait diminuer de moitié. De plus, le contexte politique troublé, tant intérieur (guerre entre le pouvoir et les rebelles kurdes, attentats, tentative de coup d'Etat) qu'extérieur (guerre en Syrie et en Irak) continuera de peser sur la demande intérieure et extérieure. Néanmoins, la consommation des ménages resterait le principal moteur, portée par la progression des salaires (augmentation de 30 % du salaire minimum au 1^{er} janvier 2016) et de l'emploi, ainsi que plusieurs mesures visant à stimuler le crédit et à compenser en partie le manque à gagner touristique. L'investissement privé, déjà affecté par la situation financière moins favorable des entreprises, qui, notamment dans le secteur manufacturier, ont vu le coût de leurs intrants importés et le service de leur dette en devises augmenter par la dépréciation de la livre, pourrait souffrir du contexte politique dégradé. Les échanges extérieurs devraient contribuer négativement à la croissance, en raison de l'inertie de l'impact des sanctions russes sur les exportations et de la désaffection des touristes étrangers.

L'inflation resterait élevée en 2016, bien supérieure à la cible de 5 % de la Banque Centrale, essentiellement du fait du renchérissement des produits alimentaires favorisé par l'affaiblissement de la monnaie, les goulots d'étranglement affectant l'agriculture et le manque de concurrence dans la distribution. La Banque centrale pourrait être contrainte de mettre fin au cycle de baisse des taux pour ne pas affaiblir la livre et favoriser l'inflation importée. En cas de nouvelle dégradation de la situation politique, elle pourrait même être contrainte de resserrer sa politique.

Solidité des finances publiques, mais comptes extérieurs toujours fragiles

Le poids de la dette publique resterait faible et le déficit public léger malgré le subventionnement du transport aérien destiné à encourager la venue de touristes, l'augmentation des emplois publics dans les régions touristiques pour réduire le chômage, et l'allocation mensuelle de 100 livres versée aux entreprises pour chaque salaire inférieure à 2550 livres afin de compenser en partie la hausse du salaire minimum. Le versement de trois milliards d'euros prévu dans l'accord conclu avec l'UE sur la gestion des réfugiés, s'il avait lieu, compenserait quelque peu les dépenses engagées. Malgré deux années de baisse, le déficit courant reste lourd. Il pourrait de nouveau augmenter. L'augmentation des ventes sur le marché européen, induite par la dépréciation de la livre, et la diminution de la facture énergétique risquent d'être largement compensées par l'impact sur les ventes de produits alimentaires et les contrats de construction des sanctions russes (adoptées à la suite de la destruction d'un avion militaire russe par l'artillerie turque en novembre 2015, mais

levées officiellement en août 2016), ainsi que la chute du nombre de visiteurs étrangers. La gestion du déficit courant demeurera un enjeu majeur : du fait de la faiblesse des investissements directs et de l'insuffisance de l'épargne domestique, le pays est dépendant des investissements étrangers de portefeuille, dont la volatilité est potentiellement accrue par la dégradation de la situation politique. Le risque de change est notamment important pour les entreprises turques, fortement endettées à court terme en devises étrangères. Les réserves de change du pays pourraient s'avérer insuffisantes face à un retrait brutal de capitaux.

Renforcement de la position du président dans un environnement extérieur difficile

Paradoxalement, la tentative de coup d'Etat militaire du 15 Juillet 2016 pourrait renforcer, du moins à court terme, le président Erdoğan. Ce dernier a en effet décidé de faire arrêter massivement les opposants, de nombreux militaires, magistrats, journalistes et enseignants accusés d'implication dans le coup d'Etat et/ou de connivence avec le prédicateur Gülen, considéré par l'exécutif comme l'instigateur du coup. L'Etat d'urgence a été décrété pour 3 mois à compter du 27 juillet, permettant au président de gouverner par décrets qui, après approbation du Parlement où le parti islamo-conservateur gouvernemental (AKP) dispose de la majorité absolue depuis les élections anticipées de novembre 2015, seront dispensés du contrôle de la Cour constitutionnelle. Néanmoins, la polarisation politique de la société, la question kurde et les débordements du conflit syrien sur la scène domestique (attentats, réfugiés) restent problématiques, alors même que l'armée se trouve affaiblie. Malgré des signes d'éclaircie (normalisation des relations avec Israël, rapprochement avec la Russie et l'Egypte, levée des sanctions internationales contre l'Iran), la politique extérieure turque restera marquée par les complications. Elle vise à freiner le renforcement des kurdes en Syrie qui sont soutenus par les kurdes turcs du PKK et les Occidentaux dans leur lutte contre l'EI, alors que pays combat, aussi, l'EI. Il s'agit, également, malgré la dégradation récente des relations avec les Etats-Unis et l'Union européenne à propos de la Syrie et de l'Etat de droit, de maintenir les engagements de membre de l'OTAN.

Points forts

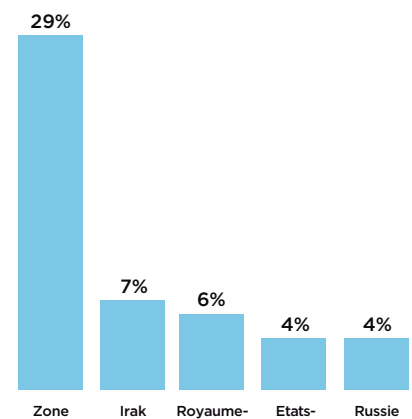
- Finances publiques saines
- Vitalité démographique et main-d'œuvre qualifiée
- Position régionale pivot
- Marché de 75 millions d'habitants avec classe moyenne en progression
- Secteur bancaire assaini et résilient depuis les réformes engagées en 2002

Population (millions d'habitants - 2014) 76,9

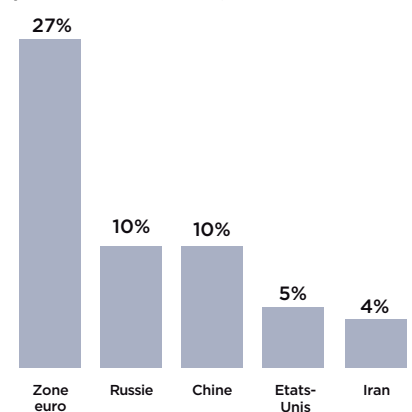
PIB/habitant (dollars courants - 2014) 10 381

ÉCHANGES
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Déficit courant substantiel et épargne domestique insuffisante
- Dépendance aux capitaux étrangers, notamment de portefeuille
- Endettement en devises des entreprises et des banques accentuant l'exposition au risque de change
- Part substantielle de l'économie informelle
- Situation politique intérieure et extérieure délicate (question kurde, conflit syrien et irakien, tentative de coup d'Etat)
- Dérive autoritariste de l'exécutif

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Photo : © Fotolia - Maquette : Les éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.com

