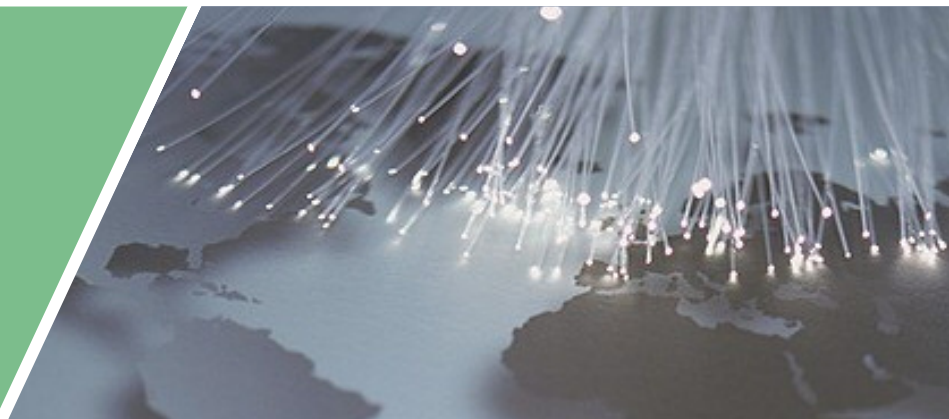


Panorama Risque Pays



SOMMAIRE

/02 Quels pays émergents prendront le relais des BRICS ?

Par Laura Briant et
Julien Marcilly

/11 Evaluations risque pays, d'environnement des affaires et argumentaires

/13 Guide Coface risque pays Actualisation printemps 2014

- Bosnie-Herzégovine
- Etats-Unis
- Ghana
- Royaume-Uni
- Russie
- Thaïlande
- Tunisie
- Turquie
- Ukraine
- Venezuela

Ce panorama contient tout d'abord une étude sur les nouveaux pays émergents. Si les économies émergentes avaient fait preuve de résilience depuis la crise mondiale de 2008-2009, les événements intervenus depuis mai 2013 dans ces derniers changent en effet la donne. Les sorties de capitaux liées aux tensions politiques, sociales et financières témoignent en effet de vulnérabilités accrues. Leurs performances décevantes en matière de croissance, notamment celles des BRICS, ne font que les confirmer. Malgré la dynamique toujours favorable de la consommation, ces pays souffrent désormais de contraintes d'offres : le tassement de l'investissement traduit le fait que les entreprises locales ne disposent plus de capacités de production suffisantes pour répondre à cette demande forte. Nous avons donc essayé d'identifier quels pays étaient susceptibles aujourd'hui de prendre le relais des BRICS, en insistant particulièrement sur l'importance des perspectives en matière d'offre et donc de production, plutôt que de demande et donc de consommation.

Pour y parvenir, nous mettons d'abord en exergue les économies émergentes dont la croissance potentielle élevée accélère. Ce sont celles qui ont les perspectives d'augmentation des capacités de production les plus favorables dans les années à venir. Nous avons ensuite écarté les pays qui ne disposent pas d'un système financier suffisamment développé pour soutenir cette expansion des capacités de production, avant d'insister sur l'importance de la qualité de l'environnement des affaires pour exploiter pleinement ce potentiel de croissance. Au final, nous identifions **10 pays**. Parmi eux, cinq (la **Colombie**, l'**Indonésie**, les **Philippines**, le **Pérou** et le **Sri Lanka**), ont un environnement des affaires d'une qualité comparable à celle des BRICS. Les cinq autres pays (le **Kenya**, la **Tanzanie**, la **Zambie**, le **Bangladesh** et l'**Ethiopie**) pourraient mettre davantage de temps pour pleinement profiter de ce potentiel, leur environnement des affaires étant plus difficile.

Nous présentons également dans ce panorama les dernières modifications de nos évaluations pays (qui mesurent le risque d'impayés des entreprises d'un pays donné), celles de l'environnement des affaires ainsi qu'une actualisation des fiches des pays sous le feu de l'actualité comme la Russie, l'Ukraine, le Venezuela, la Thaïlande, la Turquie ou encore les Etats-Unis.

RESERVE

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

Quels pays émergents prendront le relais des BRICS ?

Par **Laura Briant**, économiste, direction de la recherche économique, Coface

Julien Marcilly, responsable du risque pays, direction de la recherche économique, Coface

Achévé de rédiger le 14 mars 2014

Alors que la crise mondiale de 2008-2009, puis celle des dettes souveraines en zone euro, avaient mis en évidence les faibles perspectives de croissance de long terme des économies avancées et celles beaucoup plus favorables des pays émergents, les événements intervenus depuis mai 2013 dans ces derniers changent la donne. Les sorties de capitaux liées aux tensions politiques, sociales et financières témoignent en effet de vulnérabilités accrues de certains pays émergents. Leurs performances décevantes en matière de croissance ne font que les confirmer.

Ces sorties de capitaux reflétant un moindre intérêt des investisseurs internationaux pour les émergents sont paradoxales : lorsque la notion de «pays émergent» est apparue au début des années 1980 avec le développement des marchés financiers dans les économies émergentes, il s'agissait en effet justement de distinguer ces «pays en développement offrant des opportunités pour les investisseurs»⁽¹⁾. De nombreuses définitions plus précises ont ensuite été proposées. Elles soulignent généralement que les pays émergents :

- 1/ ont un niveau de revenu par habitant intermédiaire (c'est-à-dire supérieur à celui des pays les moins avancés mais inférieur à celui des économies les plus avancées) ;
- 2/ ont un taux de croissance du PIB plus élevé que les économies les plus avancées ;
- 3/ subissent des transformations institutionnelles majeures.

Les BRIC⁽²⁾ ont rempli tous ces critères dans les années 2000. Ils ont même symbolisé à eux seuls cet essor des pays émergents. Le regroupement sous cet acronyme de ces 4 pays (puis 5 avec l'ajout de l'Afrique du Sud) au début des années 2000 mettait en valeur leurs points communs. Ils avaient tous une croissance dynamique mais surtout un PIB total ainsi qu'une population suffisamment importants pour offrir des perspectives d'essor rapide de la classe moyenne et donc de la consommation des ménages.

Les critères retenus il y a une dizaine d'années pour identifier les BRICS visaient donc essentiellement à évaluer le potentiel de demande des pays émergents. Celui-ci s'est d'ailleurs en partie réalisé depuis, et il continue de l'être, la croissance de la consommation des ménages restant forte à l'heure actuelle.

Malgré cette dynamique toujours favorable de la consommation dans les BRICS, leur croissance ralentit significativement aujourd'hui. Ce paradoxe apparent s'explique par les contraintes d'offres dont ils souffrent désormais : le tassement de l'investissement traduit le fait que les entreprises locales ne disposent plus de capacités de production suffisantes pour répondre à cette demande forte. Si disposer d'un potentiel élevé du côté de la demande constitue une condition nécessaire pour avoir une croissance dynamique, ce n'est pas suffisant sur le long terme. Dans le contexte actuel de ralentissement des grands pays émergents et notamment des BRICS, nous avons donc essayé d'identifier quels pays étaient susceptibles aujourd'hui de prendre leur relais, en insistant particulièrement sur l'importance des perspectives en matière d'offre et donc de production plutôt que de demande et donc de consommation.

Afin de répondre à cette question, cette étude met d'abord en exergue les économies émergentes dont la croissance potentielle élevée accélère. Ce sont celles qui ont les perspectives d'augmentation des capacités de production les plus favorables dans les années à venir. Nous avons ensuite écarté les pays qui ne disposent pas d'un système financier suffisamment développé pour soutenir cette expansion des capacités de production, avant d'insister sur l'importance de la qualité de l'environnement des affaires pour exploiter pleinement ce potentiel de croissance.

(1) Antoine Van Agtmael, alors économiste à la Banque mondiale.

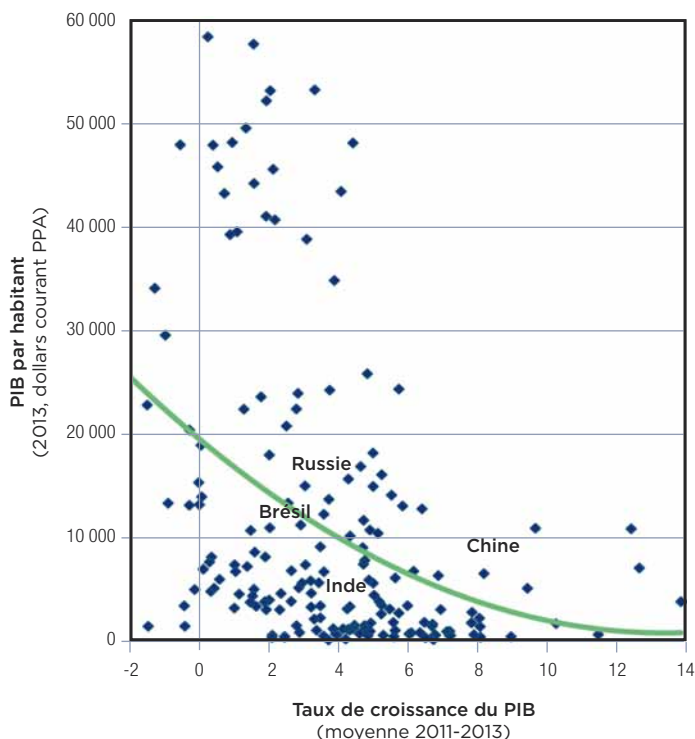
(2) Brésil, Russie, Inde, Chine puis Afrique du Sud.

1 / LES BRICS RALENTISSENT, MAIS D'AUTRES ÉMERGENTS ACCÉLÈRENT

Les BRICS ont comblé une partie de leur retard sur les économies développées dans les années 2000

La décennie 2000 a été marquée par une forte croissance des pays émergents. Cette tendance résulte en partie de facteurs tels que la hausse des prix des matières premières (par exemple pour le Brésil, la Russie et l'Afrique du Sud) ou encore la croissance dynamique du commerce mondial (Chine). Mais elle correspond avant tout à un effet de rattrapage. Les économies émergentes investissent davantage que les plus avancées car leur niveau de capital initial est plus faible et bénéficient de transferts de technologies. La croissance plus soutenue des pays émergents trouve donc principalement son origine dans une plus grande accumulation de capital et des gains de productivité plus élevés. Ce constat est conforme à la théorie de la croissance développée par Solow, une référence en la matière (voir encadré 1). Les économies dont le PIB par habitant est faible ont donc tendance à avoir un taux de croissance du PIB plus élevé. Le graphique 1, qui compare le niveau de croissance et celui du PIB par habitant dans l'ensemble des pays du monde en 2013, le confirme.

GRAPHIQUE 1
Taux de croissance et PIB par tête



Source : FMI, Coface

MESURE ET DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DE LONG TERME

Si l'analyse économique conjoncturelle de court terme est davantage portée sur les composantes de la demande ⁽³⁾, il convient de s'intéresser davantage à l'offre afin d'évaluer la croissance de long terme d'une économie. Le modèle développé par Solow ⁽⁴⁾ fait figure de référence en la matière. Dans sa version initiale, la croissance du PIB dépend de la croissance démographique, de l'accumulation de capital (c'est-à-dire l'investissement permettant l'achat de machines notamment) et de la productivité totale des facteurs de production, qui mesure le progrès technique. Ce modèle fut ensuite enrichi en ajoutant la notion de capital humain ⁽⁵⁾, dont le niveau dépend de la qualité des systèmes éducatif, de formations ou encore de santé.

La croissance du PIB est donc le résultat de ces 4 facteurs : la croissance démographique, l'accumulation de capital physique, celle de capital humain ainsi que le progrès technique. Dans le cadre de cette étude, nous avons donc calculé le taux de croissance de long terme d'une économie donnée pour l'année t en effectuant le calcul suivant :

$$y_t = pop_t + pt_t + x_t * hc_t + (1-x_t) * k_t$$

Avec :

y_t : le taux de croissance du PIB de long terme ;

pop_t : la croissance démographique ;

pt_t : la croissance de la productivité totale des facteurs ;

x_t : la part du facteur travail dans le capital total ;

hc_t : la croissance du capital humain ;

k_t : la croissance du capital physique.

Par ailleurs, ce modèle de référence prend pour hypothèse que la rentabilité du capital est décroissante : une unité de capital supplémentaire permet une augmentation de la croissance du PIB, mais cette dernière est d'autant plus grande que le niveau de départ du capital est faible. Ainsi, le taux de croissance du PIB est d'autant plus élevé que le niveau de PIB par habitant du pays en question est faible.

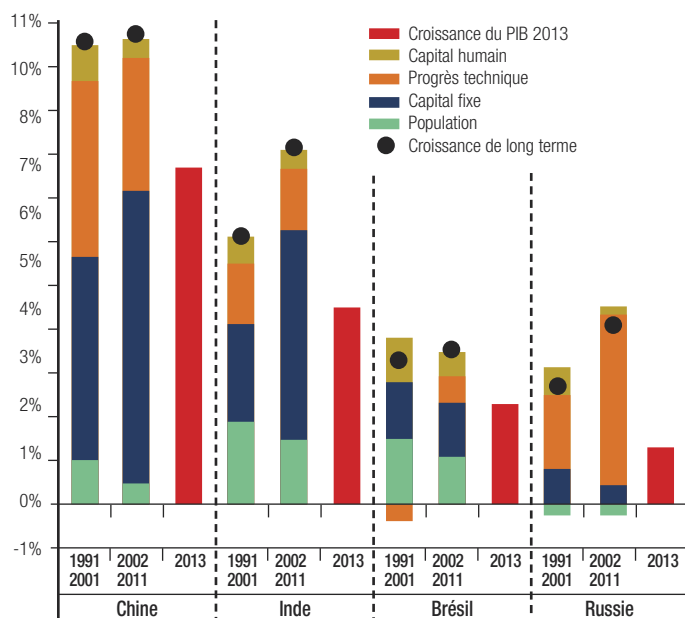
(3) Consommation des ménages, investissement en capital fixe, investissement en construction, balance commerciale et variation des stocks.

(4) R.Solow (1956) : «A contribution to the theory of economic growth», Quarterly Journal of Economics, N° 70.

(5) R.Lucas (1988) : «On the Mechanics of Economic Development.», Journal of Monetary Economics, 22, July, 3-42.

Cette tendance à l'accumulation rapide de capital et aux gains de productivité élevés favorisant une accélération de la croissance s'est vérifiée dans les BRIC. La croissance y a augmenté par rapport à la décennie précédente (voir graphique 2), principalement en raison d'investissements qui ont favorisé l'accumulation de capital (Chine, Inde) ou de gains de productivité (Russie, Brésil).

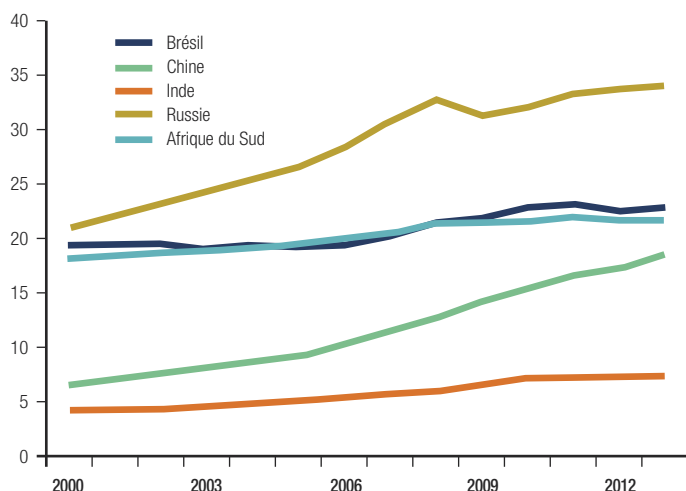
GRAPHIQUE 2
Décomposition de la croissance de long terme des BRIC⁽⁶⁾



Sources : Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

Cette accélération de la croissance a permis un relatif rattrapage des BRICS sur les économies les plus avancées. Le PIB par habitant de la Chine représente en 2013 environ 18% de celui des Etats-Unis, contre seulement 6% en 2000. Ce ratio est passé de 21 à 34% en Russie au cours de la même période. Il a aussi augmenté en Inde, en Afrique du Sud et au Brésil, mais dans une moindre mesure. Ce processus de rattrapage a été particulièrement marqué entre 2004 et 2010 (voir graphique 3).

GRAPHIQUE 3
PIB par habitant (dollars en PPA) des BRICS en pourcentage du niveau des Etats-Unis



Sources : FMI, Coface

Mais après 10 ans de course effrénée, les BRICS s'essoufflent

Ce processus de rattrapage semble nettement s'essouffler depuis 2010. La croissance des grands pays émergents s'est en effet sensiblement tassée depuis le début de l'année 2013. Par exemple, celle de la Chine n'a atteint «que» 7,7% en 2013 et Coface anticipe qu'elle sera proche de 7,2% du PIB en 2014. On est loin des 10,6% en moyenne par an entre 2000 et 2011. Le graphique 2 illustre l'écart entre la croissance potentielle des années 2000 et la croissance observée en 2013. La tendance est similaire dans les autres BRICS : les prévisions de croissance de Coface pour l'année 2014 seront inférieures à celle de la moyenne des années 2000 en Inde (5% en 2014 contre 7,8% entre 2000 et 2011), en Russie (1% contre 4,8%), au Brésil (2% contre 3,8%) et en Afrique du Sud (2,5% contre 3,6%).

Certes les origines de ce ralentissement sont en partie conjoncturelles, ces économies ayant notamment souffert de la croissance atone dans la plupart des économies avancées. Mais les raisons semblent aussi être structurelles, c'est-à-dire résultant de problèmes d'offre. D'après le FMI⁽⁷⁾, la croissance potentielle a sensiblement baissé entre 2011 et 2013 en Inde (-1,6 point), en Chine (-0,9) et dans une moindre mesure en Russie (-0,5), au Brésil (-0,4) et en Afrique du Sud (-0,2). Dans ces pays, le ralentissement récent de la croissance s'explique dans une large mesure par le tassement marqué de l'investissement. La théorie de Solow semble donc encore une fois se vérifier : après une forte augmentation du PIB par habitant de ces pays dans les années 2000, le taux de croissance a désormais tendance à ralentir.

Ce ralentissement de la croissance économique des BRICS confirme aussi l'existence d'un «piège du revenu intermédiaire». Après avoir bénéficié d'une période de croissance forte liée à des coûts du travail faibles et/ou à des ressources naturelles abondantes ayant permis de passer du statut de pays à revenu faible⁽⁸⁾ à celui de pays à revenu intermédiaire, un pays souffre d'un tassement prolongé de sa croissance. L'augmentation des revenus et donc des coûts salariaux le rend moins compétitif face aux pays à bas revenu, sans pour autant qu'il soit encore en mesure de concurrencer les produits à haute valeur ajoutée des économies les plus avancées. Eichengreen⁽⁹⁾ confirme cette difficulté pour les pays émergents de sortir de ce piège : il souligne que la croissance des économies émergentes ralentit de 2 points par an lorsque leur revenu par habitant atteint environ 17 000 dollars.

(6) Dans le cas de la Russie la croissance potentielle moyenne des années 1990 a été calculée en utilisant les données de 1995 à 2001 et non de 1991 à 2001 comme pour les autres pays.

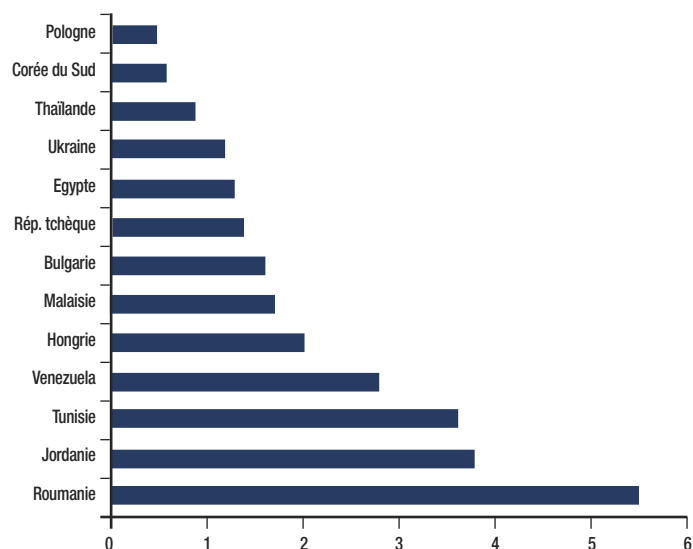
(7) Perspectives économiques mondiales d'octobre 2013

(8) D'après la Banque mondiale, les pays à bas revenu sont ceux dont le revenu national brut par habitant était inférieur à 1 035 dollars en 2012. Ceux dont le RNB par habitant est supérieur à 12 616 dollars américains en 2012 sont constitués des pays à haut revenu. Ceux dont le RNB par habitant est compris entre 1 035 et 12 616 dollars sont des pays à revenu intermédiaire.

(9) B.Eichengreen (2011) : «When fast growing economies slow down: international evidence and implications for China», document de travail No 16919 du NBER, mars.

Les BRICS ne sont d'ailleurs pas les seuls pays émergents dont la croissance de long terme ralentit, comme le souligne le graphique 4, qui mesure la baisse de croissance potentielle⁽¹⁰⁾ en points de pourcentage entre la période 1999-2008 et la période 2010-2011. Plusieurs pays d'Europe centrale et orientale (Roumanie, Bulgarie, Hongrie, Pologne, République tchèque) y figurent. Des économies asiatiques ayant bénéficié de croissances très dynamiques dans les années 2000 en font également partie (Corée, Malaisie, Thaïlande).

GRAPHIQUE 4
Baisse de la croissance de long terme en points de pourcentage entre la période 1999-2008 et 2010-2011



Sources : Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

D'autres émergents prennent aujourd'hui le relais

Mais cette tendance à la baisse de la croissance de long terme des BRICS et d'autres pays n'est pas commune à l'ensemble des économies émergentes.

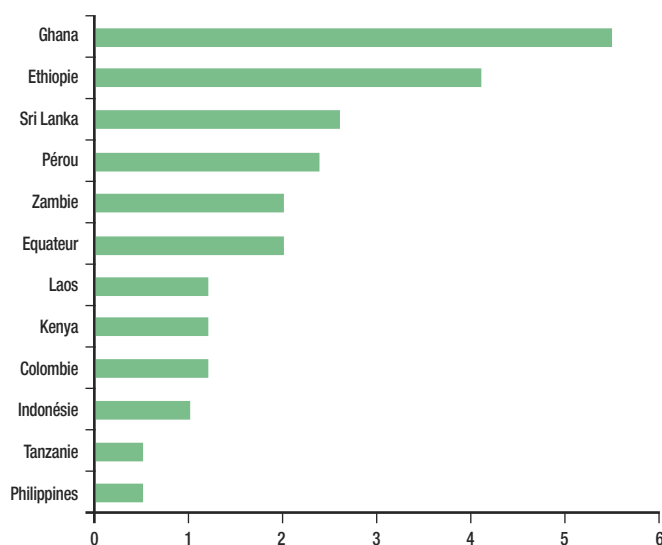
Pour déterminer quels pays bénéficient aujourd'hui d'un potentiel de croissance élevé, nous nous sommes d'abord focalisés sur ceux qui ne sont pas susceptibles de souffrir à court terme de ce «piège du revenu intermédiaire». Les pays à «haut revenu» selon la Banque mondiale ont donc été exclus. Par ailleurs, ceux dont le niveau de PIB par habitant est inférieur à 500 dollars ont aussi été laissés de côté. Ce seuil correspond au niveau le moins élevé des BRICS (l'Inde en l'occurrence) au début des années 2000 lorsque leur période d'accélération de la croissance a débuté.

Nous avons ensuite repris l'approche de Solow et calculé le taux de croissance de long terme des économies en fonction du taux de croissance de l'accumulation de capital fixe, de celui du progrès technique, du capital humain ainsi que de la population. Pour ce faire, nous avons utilisé les données annuelles du Centre pour la croissance et le développement de Groningen⁽¹¹⁾ disponibles pour 167 pays⁽¹²⁾. Plus précisément, nous avons identifié que les pays à fort potentiel remplissaient les conditions suivantes :

- 1/ le niveau de leur taux de croissance de long terme moyen pour la période 2010-2011⁽¹³⁾ est supérieur ou égal à 4% ;
- 2/ ce niveau est supérieur à celui de la décennie précédant la crise de 2008-2009.

Cette double condition vise à ne retenir que les pays ayant à la fois une croissance potentielle élevée et qui a tendance à accélérer. Le graphique 5 met en valeur les pays dont le taux de croissance potentiel a tendance à accélérer ainsi que l'amplitude de cette augmentation.

GRAPHIQUE 5
Hausse de la croissance de long terme en points de pourcentage entre la période 1999-2008 et 2010-2011



Sources : Centre pour la croissance et le développement de Groningen, Coface

Mais au-delà de cette tendance à l'accélération de la croissance de long terme, d'autres éléments sont à prendre en compte afin de déterminer quels peuvent être les «nouveaux BRICS».

Il convient par exemple d'exclure les pays dont la diversification sectorielle de l'économie est faible. Il s'agit notamment d'économies tournées quasi exclusivement vers l'exportation de matières premières. En théorie, les ressources naturelles permettent pourtant à un pays de bénéficier de recettes d'exportations susceptibles d'être utilisées pour mettre en œuvre des politiques favorisant le développement économique. Mais dans les faits, des pays dont le système productif est dans une très large mesure tourné vers l'exploitation de matières premières souffrent bien souvent du «syndrome hollandais» : l'appréciation de la devise locale liée aux exportations de matières premières limite la croissance des autres secteurs d'activité (notamment les produits manufacturés) en détériorant leur compétitivité et ralentit ainsi le processus de développement économique du pays. Nous avons donc écarté les pays dont les exportations de matières premières représentaient plus de 40% du PIB. Plusieurs pays d'Afrique sub-saharienne (notamment l'Angola, la Côte d'Ivoire ou encore le Nigéria) sont dans ce cas de figure, au même titre que des pays du Moyen-Orient.

Enfin, outre le niveau, la tendance et la composition de la croissance, les perspectives de croissance de long terme dépendent de sa volatilité et de sa résistance face aux chocs d'activité. Pour mesurer cette résilience, nous avons écarté les pays en récession en 2009 après la crise de Lehman ainsi que ceux dont la croissance est restée positive mais a baissé d'au moins 10 points cette même année.

Au final, 21 pays remplissent tous ces critères. Il s'agit du Bangladesh, du Bhoutan, de la Bolivie, du Burkina Faso, de la Colombie, de la République dominicaine, de l'Equateur, de l'Ethiopie, du Ghana, de l'Indonésie, du Kenya, du Laos, du Liban, du Panama, du Pérou, des Philippines, du Rwanda, du Sri Lanka, de la Tanzanie, de l'Ouzbékistan et de la Zambie.

(10) Mesurée d'après le modèle de Solow.

(11) Pour une définition précise des données voir R.Feenstra, R.Inklaar et M.Timmer (2013) : "The Next Generation of the Penn World Table", disponible sur le site www.ggd.net/pwt.

(12) Nous avons utilisé le taux de croissance du PIB observé pour un nombre restreint de pays pour lesquels certaines composantes de la croissance de long terme n'étaient pas disponibles.

(13) 2011 est la dernière année disponible.

2/ MAIS FINANCER L'INVESTISSEMENT REQUIERT UN NIVEAU D'ÉPARGNE MINIMUM ET DES MARCHÉS FINANCIERS SUFFISAMMENT DÉVELOPPÉS

Parmi ces pays, tous ne confirmeront pas nécessairement leur potentiel de croissance élevé. Pour y parvenir, l'économie en question doit pouvoir financer les investissements qui favoriseront l'accumulation de capital et/ou les gains de productivité. Un taux d'épargne minimum traduit l'existence de ces capacités de financement. La présence de secteurs bancaires et de marchés d'actions de taille suffisamment grande est également nécessaire pour financer l'investissement et donc la croissance.

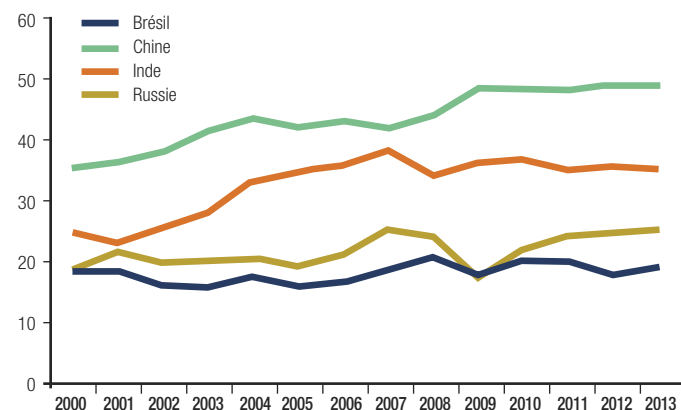
L'expérience des BRIC le confirme : leur essor économique est allé de pair avec l'augmentation du taux d'épargne, l'expansion du crédit ainsi que du développement rapide des marchés d'actions. A l'inverse, l'essoufflement que connaissent actuellement ces pays témoigne de la détérioration de leurs capacités de financement. Nous avons donc utilisé ces trois indicateurs, taux d'épargne, crédit au secteur privé et capitalisation boursière, pour juger des capacités de financement d'un pays.

Pas d'investissement sans épargne

Le taux d'épargne dans les grands pays émergents s'est fortement accru ces dix dernières années. L'épargne nationale brute représentait 33% du PIB en 2013 (contre 28% en 2000) pour les BRIC, soit une hausse de 5 points. Pendant cette même période, le ratio a diminué de 3 points en moyenne dans les pays développés⁽¹⁴⁾. Un niveau d'épargne domestique minimum est une des conditions nécessaires au financement du développement. Il permet au pays de s'autofinancer, et d'éviter ainsi un endettement extérieur. Nous l'avons observé récemment à travers les sorties de capitaux enregistrées par de nombreux pays émergents suite, notamment, aux changements d'anticipations de politique monétaire aux Etats-Unis, qui peuvent avoir un effet déstabilisateur pour l'économie. Historiquement, l'accumulation de richesses a permis le développement de la seconde révolution industrielle : le taux d'épargne national sur le PIB était de 13% en France en moyenne sur la période 1870-1889, c'est-à-dire au début du processus de développement économique, de 14% au Royaume-Uni et de 19% aux Etats-Unis⁽¹⁵⁾. Ces niveaux sont proches de ceux que connaissent actuellement certains pays émergents.

L'épargne a un effet sur la croissance via l'investissement, en permettant l'accumulation de capital physique et de capital humain, facteurs de croissance que nous avons énoncés précédemment⁽¹⁶⁾. L'investissement s'est fortement développé au cours de la dernière décennie, et rapporté au PIB, il est passé de 24 à 32% dans les BRIC entre 2000 et 2013 (voir graphique 6), et a baissé de 3,5 points pour les économies développées. De plus, l'accumulation de richesses et la croissance du PIB sont interdépendantes, puisque l'augmentation de la croissance améliore les revenus des ménages et des entreprises, favorisant ainsi l'augmentation du niveau d'épargne.

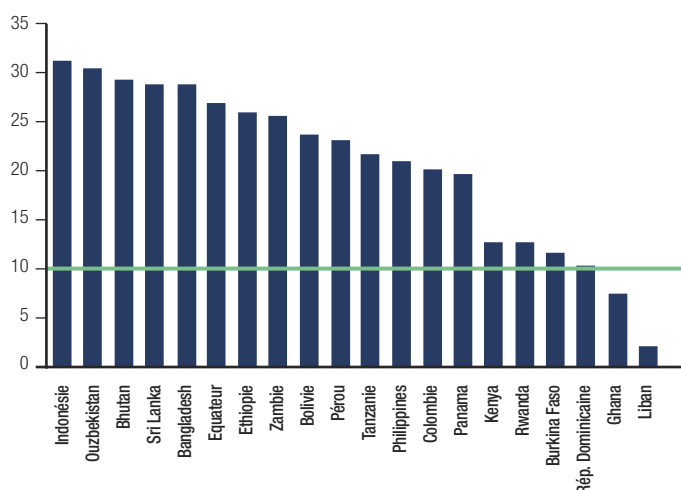
GRAPHIQUE 6
Investissement en pourcentage du PIB dans les BRIC



Sources : FMI, Coface

Dans ce contexte, nous nous sommes intéressés à l'épargne brute nationale. Nous avons estimé que les pays ayant un taux d'épargne supérieur à 10%, niveau minimum jugé nécessaire pour éviter le recours massif à l'épargne étrangère, ont des capacités de financement suffisantes. Afin de rendre compte de la tendance de long terme, nous avons aussi tenu compte du taux de croissance de ce ratio sur ces cinq dernières années, en ne gardant que les pays dont l'épargne a évolué de manière positive (voir graphique 7).

GRAPHIQUE 7
Taux d'épargne en pourcentage du PIB dans les nouveaux pays émergents



Sources : FMI, Coface

(14) Source : Fonds monétaire international.

(15) Angus Madisson (1992) : «A long run perspective on savings», The Scandinavian Journal of Economics.

(16) Théorie de la croissance endogène développée par Robert J.Barro et Xavier Sala-i-Martin, «Economic growth, second édition», The MIT Press , 2004.

Le développement du système financier favorise la croissance...

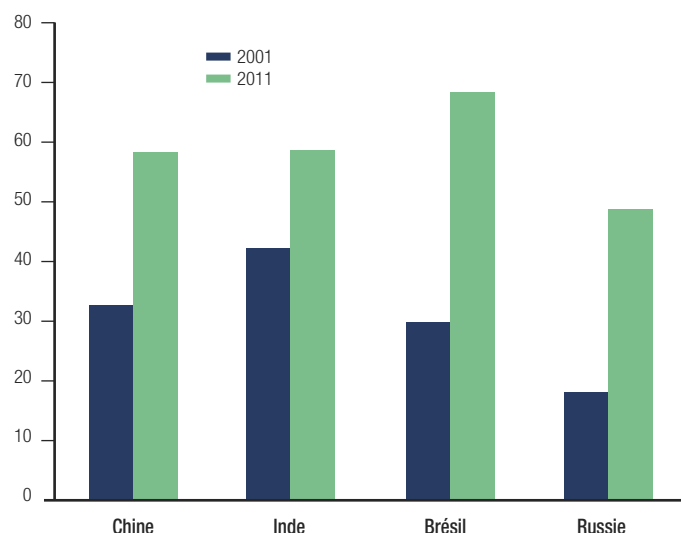
Ce taux d'épargne minimum est par ailleurs un pré-requis au développement des systèmes financiers locaux indispensables à l'essor de l'investissement. L'intermédiation financière est en effet un facteur clé du développement : le coût élevé de la recherche et de l'assimilation de l'information, les coûts de transaction ainsi que les coûts liés à la mise en place de contrats sont autant d'obstacles que l'intermédiation financière peut réduire. Le système financier favorise une meilleure allocation des ressources, devenant ainsi un facteur de croissance en jouant sur les 5 leviers suivants :

- Il facilite la collecte et la mobilisation de l'épargne, en abaissant les coûts de transaction et les coûts associés aux contrats, l'épargne des ménages est plus facilement transférée vers les entreprises. Le développement des banques a ainsi été l'un des facteurs explicatifs de l'industrialisation de l'Angleterre au XIX^{ème} siècle, en facilitant la mobilisation du capital pour «d'immenses travaux»⁽¹⁷⁾.
- Il permet de mutualiser les coûts de recherche de l'information sur la rentabilité et donc de réduire son coût global, permettant ainsi aux crédettes d'identifier rapidement les entreprises et projets d'investissement les plus rentables.
- Il favorise le contrôle de la gouvernance des entreprises, par le biais des actionnaires et des crédettes.
- Il facilite la diversification et donc une meilleure gestion du risque. L'intermédiation financière permet aux détenteurs de capitaux, normalement averse au risque, d'investir dans des projets plus rentables, même si plus risqués, grâce à la création d'actifs limitant le risque. Ainsi, en 2007, mille milliards de dollars ont transité des pays développés vers les pays en développement, pourtant jugés plus risqués, soit une augmentation de 30% par rapport à l'année précédente⁽¹⁸⁾.
- Il augmente enfin l'échange de biens et de services, par la baisse des coûts de transaction. Il facilite les paiements et permet l'accès inter temporel au crédit, à l'instar de la monnaie.

Bien qu'historiquement le développement du secteur bancaire ait précédé celui des marchés des capitaux, la forte croissance enregistrée depuis 20 ans sur les marchés des capitaux des principaux pays émergents tend à prouver que les deux secteurs se sont développés parallèlement. La croissance du niveau d'intermédiation bancaire n'est pas incompatible avec le développement des marchés financiers et notamment d'actions, chacun procurant des services différents⁽¹⁹⁾.

En 2001, la capitalisation boursière rapportée au PIB représentait 42% pour la Chine, 32% pour le Brésil, 25% pour l'Inde et 18% pour la Russie. Ces pays ont aujourd'hui des marchés des capitaux aussi développés en termes de taille que les pays du G7 (59% en moyenne contre 78% en 2011) et peuvent donc être considérés comme des marchés matures (voir graphique 8). La dérégulation des marchés financiers, l'ouverture aux capitaux étrangers ainsi que les bonnes performances économiques des pays émergents ont favorisé ce développement.

GRAPHIQUE 8
Capitalisation boursière en pourcentage du PIB des BRIC



Sources : Banque mondiale, Coface

De la même manière, le crédit au secteur privé s'est fortement accru, du fait des politiques monétaires expansionnistes, et de la faiblesse de la réglementation dans certains pays émergents. Sur la période 2002-2012, le ratio de crédit au secteur privé sur PIB est passé de 26 à 59% au Brésil, et de 31 à 51% et de 18 à 53% respectivement en Inde et en Russie. Cet essor est allé de pair avec une accélération de la croissance du PIB.

... mais jusqu'à un certain point

Cependant, un système financier trop développé peut déstabiliser l'économie et être préjudiciable pour la croissance, comme l'a démontrée la crise financière de 2008-2009. Le boom du crédit au secteur privé, observé aux Etats-Unis, en Irlande, en Islande, en Espagne ou encore dans les pays baltes, en a été l'un des facteurs déclencheurs. Par ailleurs, les marchés financiers des pays du G7 se sont fortement détériorés durant cette période, avec une capitalisation moyenne passant de 106% du PIB en 2007 à 68% en 2009, au plus fort de la crise. Les nombreuses crises bancaires émergentes observées depuis le début des années 1990 illustrent aussi ce risque lié à une expansion trop rapide du crédit.

Afin de rendre compte de ces excès, les pays enregistrant un risque de bulle de crédit ont été écartés de notre panel. Le FMI⁽²⁰⁾ définit une bulle de crédit comme une période pendant laquelle la croissance du ratio du crédit au secteur privé sur le PIB nominal excède significativement sa moyenne de long terme, ou lorsqu'il augmente de plus de 20 points par an⁽²¹⁾. Nous avons donc estimé que les pays susceptibles de connaître une bulle de crédit étaient caractérisés par un ratio de crédit au secteur privé sur PIB supérieur à 100%, tels la Chine (147%) ou encore la Thaïlande (119%), ainsi qu'une évolution de ce ratio d'au moins 15 points au cours de l'année passée⁽²²⁾ (voir graphique 9).

(17) Walter Bagehot (1873) : «Lombard street».

(18) Banque Mondiale (2008) : «Global Development Finance: The Role of International Banking».

(19) Ross Levine (2005) : «Handbook of Economics Growth», Elsevier.

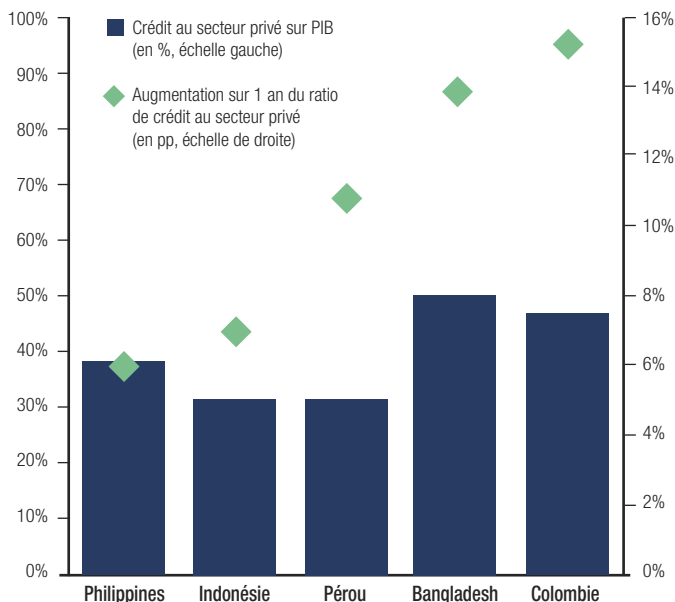
(20) Fonds monétaire international (2012) : «Policies for Macroeconomic Stability: How to deal with Credit Booms», Staff Discussion Note 12/06, juin.

(21) Différence entre la croissance réalisée et la croissance moyenne de long terme supérieure à 1,5 écart-type et la croissance du ratio de crédit au secteur privé sur PIB supérieure à 10 points.

(22) Panorama risque pays Coface (2013) : «les transformations du risque dans les pays émergents», mars.

Nous avons aussi jugé nécessaire de ne garder que les marchés financiers ayant des taux de capitalisation boursière inférieurs au niveau des pays développés, car considérés comme des marchés déjà arrivés à maturité. Ces marchés sont par ailleurs plus sensibles aux variations du contexte extérieur, et donc plus volatils. Nous avons pris comme borne haute la moyenne des capitalisations des pays du G7 pendant la période 2006/2011, soit environ 80%.

GRAPHIQUE 9
Croissance et niveau de crédit au secteur privé



Source : Datastream, Coface

En résumé, 10 pays disposent à la fois d'un potentiel de croissance élevé et qui accélère ainsi que des capacités de finance-

ment adéquates qui permettront de le réaliser : le Bangladesh, la Colombie, l'Éthiopie, l'Indonésie, le Kenya, le Pérou, les Philippines, le Sri Lanka, la Tanzanie ainsi que la Zambie.

BRICS, CIVETS, EAGLES,... ETAT DES LIEUX DES ACRONYMES

Après l'acronyme BRICS créé par Goldman Sachs au début des années 2000 (voir introduction), plusieurs autres sont apparus :

- **Next-11** : regroupe le Bangladesh, l'Égypte, l'Indonésie, l'Iran, la Corée du Sud, le Mexique, le Nigeria, le Pakistan, les Philippines, la Turquie, et le Vietnam. Créé par Jim O'Neill de Goldman Sachs, il regroupe les pays le plus peuplés après les BRIC.
- **CIVETS** : regroupe la Colombie, l'Indonésie, le Vietnam, l'Égypte, la Turquie, et l'Afrique du Sud. Créé en 2009 Robert Ward, analyste au sein de The Economist Intelligence Unit, ces pays se caractérisent par une économie dynamique et diversifiée et disposent d'une population jeune, en forte croissance.
- **EAGLES**, «Emerging and Growth Leading Economies»: est composé du Brésil, de la Chine, de la Corée du Sud, de l'Inde, de l'Indonésie, du Mexique, de la Russie, de Taïwan, et de la Turquie. En 2010, BBVA introduit les pays dont la contribution à la croissance économique mondiale dans 10 ans sera en moyenne supérieure à celle des 6 plus grandes nations industrialisées. Les EAGLES'NEST est un groupe de 11 pays, qui sont susceptibles de rattraper les EAGLES, et qui contribueront davantage à la croissance mondiale que le plus petit contributeur du G7, à savoir l'Italie.

3/ LE POTENTIEL DE CROISSANCE PEUT AUSSI ÊTRE BRIDÉ PAR DES LACUNES EN MATIÈRE D'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

Mais l'identification des pays disposant à la fois d'une croissance potentielle élevée et d'un système financier capable de la financer est une condition nécessaire mais pas suffisante pour déterminer les «nouveaux émergents». Les perspectives économiques d'un pays dépendent en effet également de la qualité de son environnement des affaires : une économie en développement disposant de capacités de production importantes peut paradoxalement croître à un rythme faible si son environnement des affaires souffre de lacunes de nature à contraindre l'investissement.

De nombreuses études ont été dédiées à la question du lien entre croissance économique et gouvernance⁽²³⁾. Dans leur très grande majorité, elles concluent à une corrélation positive entre les deux⁽²⁴⁾.

Par exemple, Rodrik, Subramanian et Trebbik⁽²⁵⁾ soulignent qu'une gouvernance et des institutions de qualité ont un effet sur le niveau de développement à travers trois canaux de transmission :

- 1/ elles réduisent les asymétries d'information, dans la mesure où l'existence d'institutions assure une meilleure transmission de l'information ;
- 2/ elles réduisent les risques, en établissant des règles de droit de propriété ;
- 3/ elles limitent la capacité de groupes d'intérêt à contraindre la croissance en garantissant des pratiques concurrentielles ou encore en luttant contre la corruption.

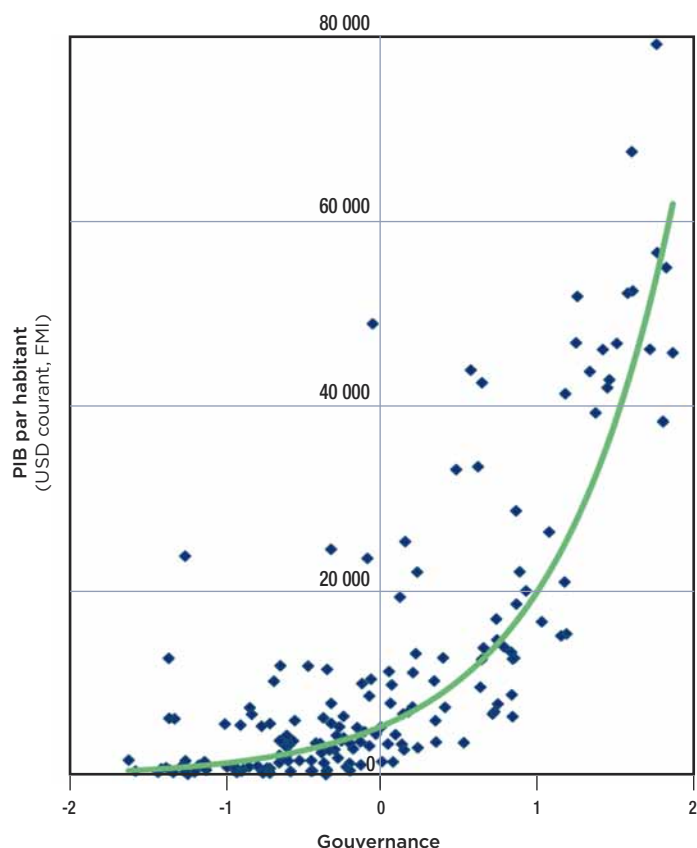
(23) La gouvernance est une notion très large qui est définie par l'Organisation des Nations Unies comme «l'exercice du pouvoir économique, politique et administratif permettant de gérer les affaires du pays à tous les niveaux. Elle comprend les mécanismes, processus et institutions à travers lesquels les citoyens expriment leurs intérêts, exercent leurs droits légaux, font face à leurs obligations et arbitrent leurs différences».

(24) Le lien de causalité entre gouvernance et développement économique est cependant souvent difficile à déterminer : les économies les plus avancées disposent de davantage de moyens pour améliorer la qualité des institutions et de la gouvernance.

(25) D. Rodrik, A. Subramanian et F. Trebbik (2002) : «Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development», document de travail du NBER no 9305.

Le graphique 10 illustre ce lien entre gouvernance et développement économique : les pays dont la gouvernance est de qualité tendent à avoir un PIB par habitant élevé.

GRAPHIQUE 10
PIB par habitant et qualité de la gouvernance en 2012 dans 186 pays ⁽²⁶⁾



Sources : Banque mondiale, Coface

Coface produit sa propre évaluation de l'environnement des affaires depuis 2008 de manière à appréhender les risques spécifiques aux entreprises. Elle tient compte de la qualité de la gouvernance dans son évaluation de l'environnement des affaires de 160 pays. Celle-ci est une composante essentielle de l'évaluation risque pays, au même titre que l'expérience de paiement du groupe Coface dans le pays en question et que l'évaluation du risque macroéconomique et financier.

Évaluer l'environnement des affaires consiste à mesurer la qualité de la gouvernance privée d'un pays, c'est-à-dire la transparence financière des entreprises et l'efficacité des tribunaux en matière de règlement de dettes. À Coface, cette évaluation d'environnement des affaires est élaborée sur la base de travaux internes associant l'ensemble de ses entités dans le monde ainsi que des évaluations du climat des affaires élaborées par les organisations internationales. Coface s'appuie sur son appréciation des risques et sur son expérience microéconomique afin de déterminer :

- si les comptes des entreprises reflètent bien la réalité de leur situation financière ;
- si, en cas d'impayé, le système juridique local permettra un règlement équitable et efficace.

(26) L'indicateur de gouvernance est calculé pour chaque pays en faisant la moyenne des 6 indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale : liberté politique, réglementation, corruption, stabilité politique, règle de droit, efficacité du gouvernement. Plus l'indicateur est élevé, plus la gouvernance du pays est bonne.

Pour ce faire, elle réalise une fois par an une enquête auprès de ses entités dans le monde entier. Cette évaluation se fonde donc sur son réseau mondial et l'expertise que lui apporte son expérience en matière de souscription des risques, d'informations sur les entreprises et de gestion de créances. Comme les évaluations pays, les évaluations de l'environnement des affaires se situent sur une échelle de 7 niveaux, A1, A2, A3, A4, B, C, D, dans l'ordre croissant du risque.

Le tableau ci-dessous indique l'évaluation d'environnement des affaires de Coface en 2013 pour les pays sélectionnés en fonction de leur croissance de long terme et de la taille de leur système financier.

TABLEAU
Évaluation d'environnement des affaires (EEA) 2013 par pays

Pays	EEA
Colombie	A4
Indonésie	B
Pérou	B
Philippines	B
Sri Lanka	B
Kenya	C
Tanzanie	C
Zambie	C
Bangladesh	D
Ethiopie	D

Source : Coface

Plusieurs constats s'imposent au regard de ce tableau. D'abord, aucun de ces pays identifiés ne bénéficie d'un environnement des affaires très satisfaisant, c'est-à-dire une évaluation A1, ni même A2 ou A3.

Ensuite, 5 pays, la Colombie, l'Indonésie, le Pérou, les Philippines et le Sri Lanka, ont un environnement des affaires convenable, c'est-à-dire en A4, ou en B, soit un niveau similaire à celui des BRICS aujourd'hui : le Brésil et l'Afrique du Sud sont en A4, tandis que la Chine, l'Inde et la Russie sont évalués B.

Enfin, 5 autres pays, le Kenya, la Tanzanie, la Zambie, le Bangladesh et l'Éthiopie, souffrent d'un environnement des affaires très difficile (évaluation C) ou extrêmement difficile (D). À titre de comparaison, cet environnement des affaires est d'une qualité comparable à celles du Paraguay, du Cameroun, de la Mongolie, de l'Argentine (tous en C), ou encore du Venezuela, de l'Ukraine, du Pakistan et de Haïti (dont l'évaluation est D).

Dans ce contexte, si dans les 5 premiers pays l'environnement des affaires ne semble pas être un frein à la pleine exploitation de leur potentiel de croissance, les 5 derniers pourraient en revanche connaître davantage de difficultés. Celles-ci sont toutefois à nuancer : en 2001, le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie étaient classés respectivement à la 78, 116, 94 et 150^{ème} place par la Banque mondiale ⁽²⁷⁾ en termes de gouvernance, soit un niveau proche de ceux du Bangladesh (139^{ème}), de l'Éthiopie (144^{ème}), du Kenya (131^{ème}), de la Tanzanie (110^{ème}) et de la Zambie (85^{ème}) aujourd'hui. Or la gouvernance n'a pas constitué un frein suffisamment fort pour les empêcher de bénéficier d'une décennie de croissance soutenue.

(27) Source : indicateurs mondiaux de gouvernance de la Banque mondiale, disponibles sur le site www.govindicators.org

Point de vue de

JOËL PAILLOT, directeur de l'arbitrage du groupe Coface, sur l'environnement des affaires en Colombie et en Ethiopie

Quelle est votre opinion sur l'environnement des affaires en Colombie, un des pays à fort potentiel identifié dans cette étude ?

Ce pays est resté très longtemps sans attrait pour les sociétés européennes du fait du conflit avec les Farcs. Certaines villes comme Cali ou Medellin ont conservé une réputation qu'elles ne méritent plus depuis de nombreuses années. Nos encours sur ce pays l'attestent, puisque notre exposition a nettement augmenté ces années passées. Ce n'est certes pas comparable au Mexique ou au Brésil mais cela montre que les entreprises s'intéressent désormais à ce marché à fort potentiel, avec une classe moyenne en forte croissance et au pouvoir d'achat en progression. Sans surprise, le secteur de la grande distribution est donc très représenté dans notre portefeuille, ainsi que les matériels électroniques. La télécommunication et l'automobile confirment aussi que, d'une manière générale, les ménages colombiens consomment davantage que par le passé. Enfin, les secteurs de la chimie et des métaux sont bien représentés. Il faut également noter que notre expérience des paiements avec ce pays est très satisfaisante. L'accès à l'information financière est assez aisé. L'analyse de la solvabilité des sociétés en est donc facilitée. Nous y assurons plus de 10 000 sociétés. Il s'agit à la fois d'entreprises exportatrices et de sociétés colombiennes vendant sur le marché domestique.

Qu'en-est-il de l'Ethiopie, un pays également à fort potentiel mais dont l'environnement des affaires est nettement moins favorable ?

Nos assurés, qu'ils soient français ou européens, ne semblent jusqu'à maintenant guère intéressés pour développer leurs relations commerciales avec l'Ethiopie. Un pays qui offre pourtant de nombreuses opportunités : qualité et faible coût de la main-d'œuvre ainsi qu'une politique gouvernementale favorable aux investissements étrangers. Notre exposition totale sur ce pays a très peu progressé au cours des trois dernières années. Certains secteurs semblent toutefois intéresser nos assurés : le secteur aéronautique, les véhicules et pièces détachées, l'automobile, les télécommunications, la construction (car certaines sociétés italiennes notamment y sont présentes), l'alimentation et la parfumerie. Notre expérience en matière de paiement est bonne même s'il convient de souligner que nous sommes sélectifs dans l'appréciation des risques. La qualité des informations financières qui sont accessibles est acceptable.

Conclusion

Suite au ralentissement de la croissance des BRICS, (que Coface estime en 2014 inférieure en moyenne de 3,2 points par rapport à la croissance moyenne enregistrée sur la décennie précédente), nous avons cherché à identifier les pays dont les perspectives de croissance de long terme sont particulièrement favorables. Selon nous, dix pays disposent d'un potentiel de croissance élevé et de capacités suffisantes pour financer cette croissance qui accélère. Toutefois, la prise en compte dans notre évaluation de l'environnement des affaires de Coface, nécessaire pour rendre compte des éventuels obstacles à la réalisation de ce potentiel, scinde notre panel en deux groupes : la Colombie, l'Indonésie, le Pérou, les Philippines ainsi que le Sri Lanka, dans lesquels le climat des affaires est plus favorable que ceux du Kenya, de la Tanzanie, de la Zambie, du Bangladesh ou encore de l'Ethiopie. Certains pays auront donc plus de difficultés et mettront plus de temps que d'autres à pleinement exploiter leur potentiel de croissance. Cependant, ces lacunes en matière d'environnement des affaires sont à relativiser : en 2001, la qualité de la gouvernance au Brésil, en Chine, en Inde et en Russie était comparable à celle de ces 5 derniers pays aujourd'hui.

Toutefois, les 10 nouveaux émergents que nous avons identifiés ne possèdent pas le niveau de population des BRIC au début des années 2000 (ils représentaient 43% de la population mondiale en 2001, contre 11% pour «les 10» à l'heure actuelle, soit seulement 30% de la population des BRIC en 2001). Par ailleurs le niveau de PIB de notre panel représente 70% du total des BRIC en 2001, ce qui équivaut au PIB actuel de la France. Enfin, les BRIC enregistraient en moyenne un excédent de la balance courante, alors que les nouveaux émergents ont aujourd'hui un déficit en moyenne de 6% du PIB. Dans les années à venir, ces derniers pourront d'ailleurs moins bénéficier du commerce mondial que leurs prédécesseurs les BRIC, la croissance des économies matures étant désormais structurellement plus faible. Leur rythme d'expansion dépendra donc davantage de leur marché intérieur et de leurs exportations vers les autres pays émergents, d'autant plus que bon nombre d'entre eux sont des exportateurs nets de matières premières. Mais malgré cet environnement extérieur moins porteur, ces «nouveaux émergents» disposent d'avantages par rapport aux BRIC de 2001. Ils n'ont par exemple pas à rougir de la comparaison en matière d'inflation ou encore de dette publique : la première est en moyenne inférieure de 2,8 points au niveau des BRIC en 2001, et le niveau de la dette publique y est aux alentours de 40%⁽²⁸⁾ du PIB seulement (contre 54% dans les BRIC en 2001). Ces pays possèdent donc aujourd'hui de nombreux atouts pour devenir les nouvelles économies émergentes à forte croissance.

(28) Cette moyenne masque cependant des performances contrastées : la Colombie, l'Ethiopie, l'Indonésie et le Pérou ont en effet des niveaux de dette publique faibles, entre 18 et 32%, contre 80% pour le Sri Lanka.

MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS PAYS ET D'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

Reclassements, levées des surveillances négatives ou mises sous surveillance positive

EVALUATION RISQUE PAYS

Pays	Évaluation actuelle	Nouvelle évaluation
Etats-Unis	A2↗	A1
Royaume-Uni	A3	A3↗

Etats-Unis : A1

- Croissance dynamique et équilibrée.
- Consommation privée robuste liée à la contraction du chômage, à la baisse du taux d'épargne, à la hausse du revenu et à la diminution du service de la dette des ménages.
- Le marché immobilier est en voie de redressement.
- Forte croissance de l'investissement due à un retour de la profitabilité des entreprises à leur niveau d'avant crise. En outre, l'endettement des entreprises est toujours relativement faible.
- Les risques relatifs à la fermeture du gouvernement et au relèvement du plafond de la dette ont été résolus début 2014.

Royaume-Uni : A3↗

- Croissance robuste en 2014.
- Consommation des ménages très dynamique liée à un assouplissement des conditions d'octroi de crédit, à une baisse du chômage ainsi qu'une hausse des prix immobiliers.
- La confiance élevée des chefs d'entreprises ainsi que le degré élevé d'utilisation des capacités de production suggèrent une forte croissance de l'investissement. Le secteur manufacturier demeure toutefois en retrait comparativement aux secteurs de la construction et des services financiers.

EVALUATION ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

Pays	Évaluation actuelle	Nouvelle évaluation
EAU	A3↘	A3
Algérie	B↘	B
Indonésie	C↗	B
Rwanda	D	C

EAU : A3

Une nouvelle loi sur les entreprises, plus proche des standards internationaux, a été adoptée mi 2013. Cette loi prévoit des améliorations en matière de gouvernance d'entreprise et des changements concernant la création d'entreprise, la comptabilité, les recours et les introductions en bourse. Toutefois, la révision éventuelle de la règle empêchant les étrangers de détenir la majorité d'une entreprise (soit plus de 49% de son capital) a été reportée.

Algérie : B

Des mesures d'assouplissement du cadre légal des affaires ont été introduites par la Loi de finances 2014. Les procédures d'agrément des projets d'investissements directs étrangers ou d'investissements en partenariat avec des capitaux étrangers sont allégées. En outre, alors que depuis 2009 le crédit documentaire était devenu le seul moyen de paiement des importations, cette loi rétablit le paiement avec remise documentaire.

Indonésie : B

Bien que la corruption soit toujours présente en Indonésie, le pays a fait des progrès significatifs, notamment grâce à la Commission d'Eradication de la Corruption. Le pays a amélioré les procédures de poursuite en justice des délits financiers, y compris ceux concernant des officiels de haut-rang.

Rwanda : C

Le pays a mis en œuvre des réformes permettant d'importants progrès pour la création d'entreprises. Le Rwanda bénéficie d'institutions solides et d'une réglementation d'entreprises qui continue à s'améliorer, soutenant le développement du secteur privé. D'importants efforts ont été réalisés en matière de lutte contre la corruption. L'efficacité du système juridique se renforce pour garantir la protection et l'application des droits de propriété.

Déclassements, levées des surveillances positives ou mises sous surveillance négative

EVALUATION RISQUE PAYS

Pays	Évaluation actuelle	Nouvelle évaluation
Brésil	A3↘	A4
Thaïlande	A3↘	A4
Turquie	A4	A4↘
Ghana	B	B↘
Russie	B	B↘
Venezuela	C	C↘

Brésil : A4

- Resserrement des politiques fiscale et monétaire.
- Décélération de la consommation.
- Faible investissement.
- Impact de la dépréciation réelle sur les entreprises endettées en devises étrangères.
- Impact de la contreperformance argentine sur l'industrie, notamment automobile.

Thaïlande : A4

- La prolongation de la crise politique en Thaïlande a un impact sur la consommation, l'investissement et le tourisme. La confiance des ménages a chuté tandis que les entreprises semblent également inquiètes (un constructeur automobile japonais a reporté un investissement).
- Le niveau élevé de l'endettement des ménages impacte négativement la consommation et contraint la banque centrale dans sa capacité à soutenir la croissance.
- Le gouvernement intérimaire n'a pas la capacité de décider de mesures de soutien budgétaire.

Turquie : A4↘

- Le gouvernement est bousculé depuis les accusations en décembre pour faits de corruption. Il demeure un risque d'accroissement de ces tensions dans la perspective des prochaines élections municipales et présidentielles respectivement en mars et août 2014.
- Coface prévoit un ralentissement de la croissance en 2014 à 2,0%. Cela reflète l'impact sur la consommation domestique des effets combinés de la dépréciation de la livre turque, d'une forte inflation (7,9% en février 2014) et la hausse significative des taux directeurs (+425 pb en janvier).

Ghana : B↘

- Retards de paiement récurrents de l'Etat y compris vis-à-vis de créanciers étrangers dans un contexte de déficit public élevé. L'Etat peine à maîtriser les dépenses publiques et à réduire l'important déficit (11% en 2013).
- Dépréciation de la monnaie locale (cedi) qui a conduit la banque centrale à relever son taux d'intérêt directeur (à 18%) en février 2014 et à prendre des mesures de contrôle des changes.
- Mais les perspectives économiques de long-terme du pays restent favorables (réserves de pétrole et d'or importantes et environnement des affaires favorable).

Russie : B↘

- La crise ukrainienne aura un impact négatif sur une croissance déjà ralentie (1,3% en 2013), en raison notamment du repli de l'investissement.
- Dépréciation du rouble qui a conduit la banque centrale à relever (de 150 pb à 7%) son taux d'intérêt directeur, ce qui accentuera le ralentissement de la croissance en pesant sur le crédit et l'investissement.
- Risque d'accélération des sorties de capitaux qui ont atteint 62,7 Mds \$ en 2013.

Venezuela : C↘

- Aggravation de l'environnement des affaires (pénuries, rareté des devises étrangères, violence, contrôle des prix et des importations, hyperinflation).
- Récession attendue en 2014.
- Baisse des réserves en devises.

EVALUATION ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

Pays	Évaluation actuelle	Nouvelle évaluation
Afrique du Sud	A3	A4
Tunisie	A4	B
Madagascar	C	D
Ukraine	C	D
Venezuela	C	D

Afrique du Sud : A4

- Dégradation de l'accessibilité à l'information financière : la publication des comptes financiers n'étant pas obligatoire pour les entreprises privées, la détérioration de leur situation financière les rend plus réticentes à les publier.
- Détérioration de la situation en matière de protection des créanciers, liée à une procédure légale «business rescue» pouvant obliger un fournisseur à continuer à livrer un client même s'il n'est pas payé.

Tunisie : B

L'environnement institutionnel des affaires pâtit des pesanteurs liées à l'ancien régime et de l'instabilité que connaît la Tunisie depuis 2011.

Les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale de 2013 se dégradent. Par ailleurs, le "Rapport 2014 sur la compétitivité internationale" du Forum économique mondial fait apparaître une très forte dégradation de la Tunisie, mettant en exergue une détérioration imputable au développement du secteur informel, de la corruption et de la contrebande, ainsi qu'aux conflits sociaux.

Madagascar : D

D'importantes lacunes en matière de protection des investisseurs, d'exécution des contrats et de transferts de propriété contraignent l'environnement des affaires. La mise en œuvre des réformes est freinée par une situation politique fragile qui continue à peser sur le climat des affaires et le développement du secteur privé.

Ukraine : D

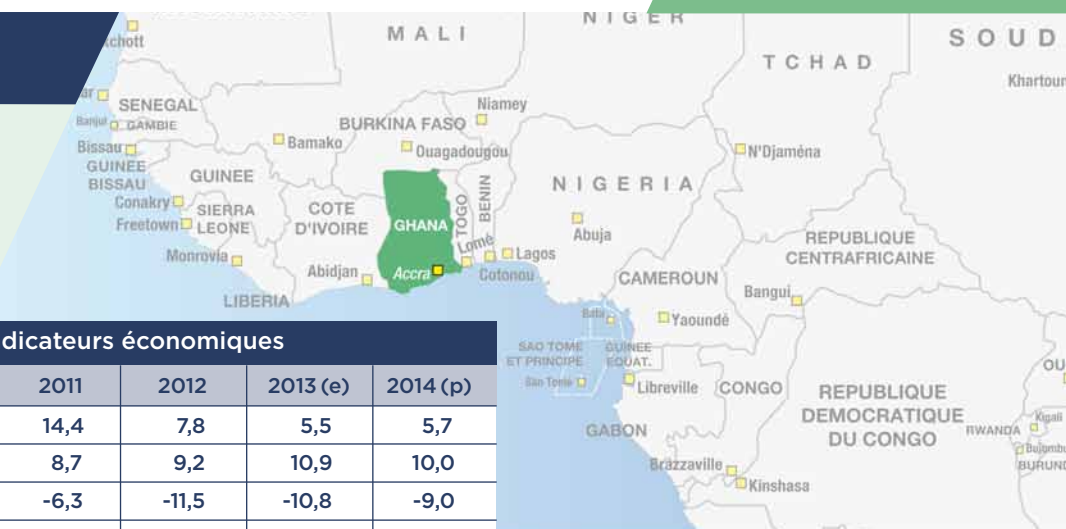
La situation du pays s'est nettement dégradée au cours des dernières années en matière de lutte contre la corruption, de qualité et d'application de la réglementation. La forte instabilité politique limite les perspectives de mise en œuvre de réformes qui permettraient d'améliorer l'environnement des affaires par le renforcement de la qualité de la réglementation et du contrôle de la corruption.

Venezuela : D

Pénuries, rareté des devises étrangères, violence, contrôle des importations et des prix, hyperinflation.

Évaluations Coface

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



Principaux indicateurs économiques				
	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	14,4	7,8	5,5	5,7
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,7	9,2	10,9	10,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,3	-11,5	-10,8	-9,0
Solde courant / PIB (%)	-9,1	-12,7	-12,2	-10,0
Dettes publiques / PIB (%)	42,5	50,2	51,4	52,5

(e) : estimation
(p) : prévision

Appréciation du risque

La croissance en 2014, tirée par le secteur des hydrocarbures, sera freinée par une demande intérieure moins vive

Après la décélération observée en 2013, la croissance devrait peu progresser en 2014. L'économie ghanéenne devrait être tirée par le secteur des hydrocarbures, bien que la progression de la production du champ de Jubilee reste plus lente qu'attendue en raison de problèmes techniques récurrents perturbant l'exploitation. L'achèvement de la centrale de Bui fin 2013 et le lancement de la production de gaz à Atuabo prévu courant 2014, devraient améliorer l'approvisionnement en électricité et favoriser la production du secteur manufacturier. Les services (financiers, télécommunications) devraient rester porteurs pour l'économie.

Toutefois, la consommation des ménages pourrait subir en 2014 les effets du ralentissement de la progression des salaires et des dépenses sociales dans un contexte de maîtrise des finances publiques. La diminution des subventions alourdira en outre le coût de l'énergie et des transports, réduisant le pouvoir d'achat. Le niveau élevé des taux d'intérêt continuera à peser sur l'accès au crédit et l'investissement.

Les pressions inflationnistes, accentuées en 2013 par la baisse des subventions sur l'essence décidée en février 2013 et la hausse des salaires, devraient perdurer en 2014. La modération de la demande des ménages limitera l'augmentation des prix qui continuera toutefois à être alimentée par le renchérissement des biens importés lié à la dépréciation du cedi.

Le secteur bancaire reste fragile, notamment les banques publiques (20% des actifs). Les faiblesses en termes de réglementation et une supervision insuffisante font peser un risque d'augmentation des créances douteuses.

Une amélioration très attendue des finances publiques et du déficit courant qui tarde à se concrétiser

Malgré les engagements de réduction des dépenses pris par le gouvernement, le déficit budgétaire devrait rester élevé en 2014. La croissance des recettes fiscales devrait être moins favorable qu'initialement prévu, compte tenu de la persistance des difficultés techniques limitant la production de pétrole et d'une croissance qui peine à rebondir. Le gouvernement devrait continuer à freiner la hausse des dépenses publiques et notamment des salaires, mais progressivement, afin d'éviter de déclencher le mécontentement de la population qui attend de bénéficier de la «manne pétrolière». En outre, le renchérissement du service de la dette publique, lié à la hausse des taux d'intérêt et à la dépréciation du cedi (44% de la dette publique est libellée en dollar) contraindra l'amélioration du solde budgétaire.

Le besoin d'importations en biens d'équipements pour le développement des infrastructures, notamment pétrolières, continuera à peser sur le solde courant.

En 2014, les exportations pourraient être soutenues par l'augmentation des volumes de production de pétrole. Mais les perspectives peu favorables d'évolution des cours des matières premières qui représentent trois-quarts des recettes d'exportation (or, pétrole, cacao) rendra difficile l'amélioration du solde.

Les incertitudes sur la capacité du gouvernement à juguler la détérioration des finances publiques et du solde courant ont entraîné une forte dépréciation du cedi conduisant la Banque centrale du Ghana à relever, début février, son taux directeur de 200 pb (à 18%). Les autorités ont en outre introduit des mesures de contrôle des changes destinées à limiter la dépréciation du cedi qui a perdu plus de 20% de sa valeur en 2013 et abandonné près de 9% début 2014. En l'absence d'amélioration du solde courant, la dépréciation du cedi devrait se poursuivre.

La situation politique demeure stable et le climat des affaires relativement favorable

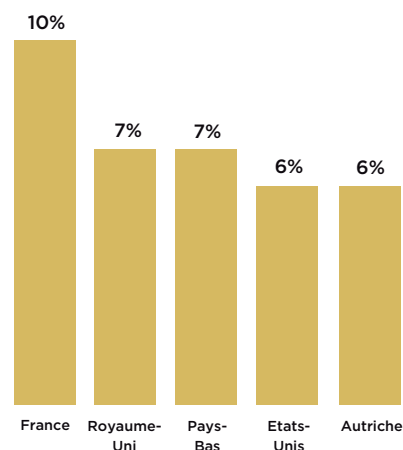
John Dramani Mahama, qui assurait la présidence depuis le décès du Président Atta Mills en juillet 2012 a été élu en décembre de la même année et son parti (Congrès National Démocratique) a remporté la majorité des sièges à l'Assemblée. Ce résultat, contesté par l'opposant Nana Akufo Addo (NPP) a finalement été validé par la Cour Suprême fin août 2013, sans provoquer de réaction de l'opposition qui a renoncé à faire appel. Cet épisode de la vie politique du Ghana a plutôt renforcé son image de modèle démocratique. Depuis la découverte de réserves de pétrole, les attentes de la population sont grandes en termes d'amélioration de niveau de vie. Son impatience se traduit par des grèves et des manifestations, comme celle des médecins du secteur public et des enseignants en avril 2013, qui ne remettent pas en cause la stabilité sociale du pays. Le climat des affaires continue à s'améliorer (accès au crédit, procédures administratives). Mais de nouveaux enjeux sont apparus en matière de gouvernance avec le lancement de l'exploitation pétrolière et la gestion des flux qu'elle génère.

Points forts

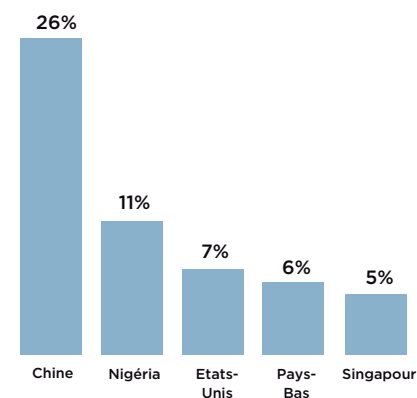
- Importantes ressources minières (or), agricoles (cacao) et désormais pétrolières
- Démocratie installée, stabilité politique et sociale.
- Bonne gouvernance, environnement des affaires attractif favorable aux IDE.
- Soutien des bailleurs de fonds multilatéraux (FMI, Banque mondiale, UE...) et bilatéraux (Etats-Unis, Royaume-Uni, Chine)

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

- Lacunes en matière d'infrastructures (énergie, transport)
- Dépendance aux cours des matières premières (or, pétrole, cacao)
- Rapide augmentation du déficit et de l'endettement public
- Fragilité des banques publiques qui impacte l'ensemble du secteur bancaire

A3

Pays

A1

Environnement
des affaires



(e) : estimation
(p) : prévision

Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	1,1	0,1	1,9	2,1
Inflation (moyenne annuelle, %)	4,5	2,8	2,2	2,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,8	-7,9	-6,4	-6,0
Solde courant / PIB (%)	-0,9	-3,6	-3,5	-2,8
Dettes publiques / PIB (%)	84,3	88,8	92,1	95,3

Appréciation du risque

Une croissance forte mais liée à des secteurs volatils

La croissance a été soutenue en 2013 par le rebond de la consommation privée et par la reconstitution des stocks. Les secteurs qui ont le plus contribué à la croissance ont été les services et la construction. En 2014, la consommation privée demeurera le premier contributeur à la croissance. Pourtant, le niveau de chômage demeure élevé comparé à la moyenne de long terme (7,8 % en 2013 contre 5% entre 2000 et 2008). Mais la Banque d'Angleterre (BoE) s'est engagée à maintenir une politique monétaire expansionniste tant que le taux de chômage ne serait pas inférieur à 7% et l'inflation stabilisée à 2% (31%). Selon les prévisions de la banque centrale, le resserrement de cette politique n'interviendrait pas avant 2015. Dans ce contexte, les ménages et les investisseurs pourront encore profiter de taux d'intérêt historiquement bas en 2014. Même si les premiers sont très endettés (132% de leur revenu disponible en juin 2013), ils bénéficient d'un patrimoine net élevé (700% du revenu annuel) dont la valeur profite de la hausse des prix de l'immobilier (+7,5% en 2013). En conséquence, la confiance des ménages est bien orientée et ces derniers anticipent une hausse de leur salaire réel en 2014. Le ministre des finances M. Osborne s'est en effet prononcé en janvier pour un relèvement du salaire minimum de 11% au Royaume-Uni d'ici 2015. En outre, le secteur de la construction est soutenu par l'Etat via des dispositifs d'aide au secteur immobilier (Help to Buy). Le gouvernement a consacré, en 2013, environ 1 % de sa richesse nationale, soit près de 17 milliards de livres, à soutenir la construction d'infrastructures et de logements. Il a en outre annoncé vouloir faire de l'amélioration des réseaux routiers sa priorité. Ce secteur restera donc bien orienté en 2014. Dans le secteur manufacturier, le niveau de production demeure inférieur de 15% à celui d'avant crise et similaire au début des années 1990. Les enquêtes menées en janvier 2014 auprès des chefs d'entreprises indiquent une plus grande confiance à moyen terme dans l'économie britannique. Avec une forte utilisation des capacités de production (82%), la hausse des investissements et notamment des rénovations de capital fixe soutiendra l'activité. On observe par ailleurs une hausse des prêts accordés aux sociétés non financières et aux petites entreprises au dernier trimestre 2013. Ces prêts continueront à croître en 2014, car la BoE aidera les PME à se financer en offrant des liquidités à bas prix aux banques prêteuses. En outre, l'impôt sur les sociétés diminuera d'un point (23%). En 2014, l'Etat diminuera les prestations sociales (hors santé, éducation et prestations retraites) au profit d'un allègement des charges pesant sur les sociétés (baisse des cotisations employeurs) et sur les hauts revenus (tranche supérieure imposée à 45% contre 50% précédemment). L'inflation restera dans la zone cible, légèrement supérieure à 2%, en raison d'une demande interne bien orientée et d'un regain de l'activité des partenaires commerciaux européens.

Les exportations seront bien orientées en 2014

Le léger rebond de l'activité en zone euro (47% des exportations) accentuera la contribution positive du commerce extérieur à la croissance. Les deux principaux clients du Royaume-Uni, l'Allemagne et les Etats-Unis (chacun 11% des exportations), connaîtront une accélération de leur croissance. En outre, même si leur élasticité prix est faible, les produits britanniques bénéficieront du niveau relativement faible de la livre. En effet, la livre se situait en 2013 autour de 0,85€ pour 1£ contre 0,65£ entre 2000 et 2007, soit une baisse supérieure à 20%. La balance courante britannique reste très dépendante des services financiers. En effet, si le solde commercial est déficitaire à 7 points de PIB environ, le solde des services est lui excédentaire à 5 points. Londres demeure la première place financière du monde. L'accélération de la croissance des pays avancés profitera aux services financiers britanniques. Dans ce contexte, le déficit courant se réduira légèrement en 2014.

Le système bancaire demeure surdimensionné

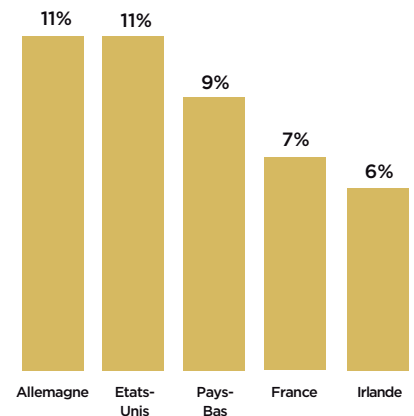
Les banques constituent un point de fragilité de l'économie. En effet, le système bancaire du Royaume-Uni est, en valeur absolue (11 000 Mds £ et 900% du PIB), le troisième du monde après celui des Etats-Unis et du Japon. Afin de limiter les risques systémiques liés à un défaut ou à une recapitalisation de l'un de ses acteurs majeurs, les banques britanniques ont dû assainir leur bilan. Elles ont ainsi réduit la taille de leurs bilans de près de 20% et accéléré la collecte de dépôts pour limiter les risques de refinancement. En particulier, les deux grands établissements nationalisés (RBS et Lloyds) sont en avance dans la mise en œuvre des plans de restructuration imposés par la Commission européenne. Toutefois, les banques les plus présentes sur le marché domestique restent fortement exposées au risque immobilier. Les récentes mesures gouvernementales de soutien au secteur immobilier (l'Etat peut se porter garant jusqu'à 20% du prêt accordé) pourraient accentuer l'appétit des banques à prêter et participer à gonfler la bulle immobilière.

Points forts

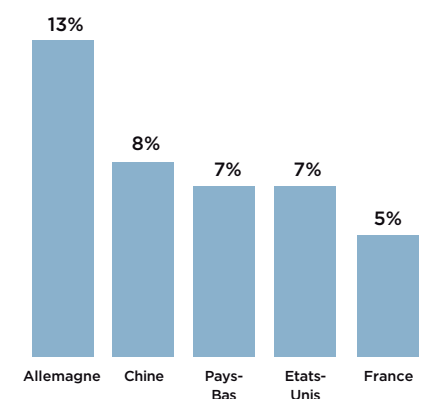
- Politique monétaire accommodante de la Banque d'Angleterre
- Production d'hydrocarbures couvrant les trois-quarts des besoins énergétiques

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total

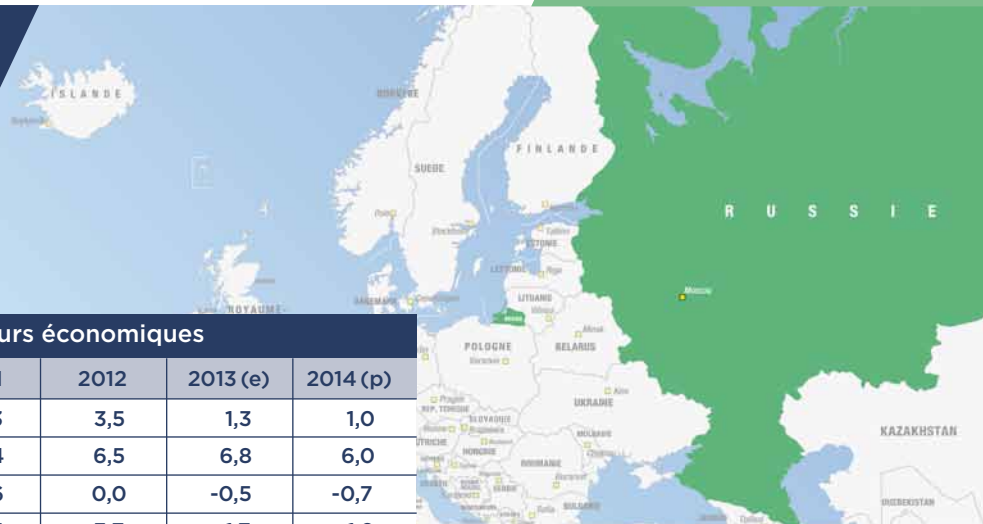


Points faibles

- Forte dépendance de l'économie aux services financiers et à l'immobilier
- Désaccord au sein de la coalition gouvernementale au sujet de la question européenne
- Dette et déficits publics élevés
- Endettement privé élevé
- Fragilité du système bancaire
- Part importante des jeunes dans le taux de chômage, source possible de tensions sociales

Évaluations Coface

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



Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,3	3,5	1,3	1,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,4	6,5	6,8	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	1,6	0,0	-0,5	-0,7
Solde courant / PIB (%)	5,3	3,7	1,7	1,0
Dettes publiques / PIB (%)	11,7	10,9	10,4	10,5

(e) : estimation
(p) : prévision

Appréciation du risque

Accentuation du ralentissement de la croissance en 2014

Le ralentissement de la croissance observé en 2013 devrait s'accroître en 2014. La consommation privée, principal moteur de l'activité en 2013, soutenue par la hausse des salaires du secteur public (qui emploie près d'un quart de la population active) reste favorisée par le faible chômage. Toutefois, la demande des ménages s'essouffle, contrainte par une inflation élevée, le poids de l'endettement et les incertitudes économiques et politiques. L'investissement, atone en 2013 a accusé un net repli en janvier 2014 (-7% par rapport à janvier 2013) et devrait rester très contraint en 2014. Les entreprises bénéficieront du gel des prix des services publics (eau, énergie) mais le faible niveau de confiance des entrepreneurs continuera à limiter leurs dépenses d'investissement. En outre, la forte hausse du taux d'intérêt décidée par la Banque centrale (CBR) en mars 2014 pèsera sur le crédit et l'investissement. La production industrielle pourrait bénéficier de la légère reprise sur les marchés de l'UE et d'une croissance qui restera élevée en Chine. En revanche, les exportations de pétrole devraient peu progresser en raison de la faible évolution du volume exporté et de la relative stabilité des cours.

La hausse des tarifs des services publics, même modérée pour les particuliers, ainsi que l'impact des inondations de l'automne 2013 sur les prix des biens alimentaires (près de 40% du panier des ménages), exerceront une pression à la hausse des prix. La dépréciation du rouble renchérira également les biens importés, accentuant la progression du taux d'inflation qui devrait dépasser à nouveau la limite (5%) fixée par la CBR.

Lente mais constante dégradation des soldes budgétaire et courant

Le solde budgétaire devrait continuer à se dégrader et enregistrer un léger déficit en 2014. Les recettes pétrolières (50% du total) ne devraient pas progresser et l'atonie de l'activité contraindra les revenus hors pétrole. La faible croissance risque de compliquer le ralentissement des dépenses sociales et des salaires. Par ailleurs le budget fédéral devra couvrir un nouveau déficit du système de retraite. Les finances publiques russes restent néanmoins solides avec une dette publique proche de 10% du PIB, laissant une marge de manœuvre, au moins à court terme, au gouvernement. Le solde courant devrait rester excédentaire en 2014, mais continuera à se détériorer. Les exportations, largement dominées par le pétrole et le gaz (2/3 des revenus d'exportation) seront contraintes pas des cours qui, au mieux, devraient se stabiliser. La faible progression des importations limitera néanmoins la dégradation du solde courant. Les incertitudes sur l'évolution de la situation en Ukraine et ses éventuelles répercussions politiques et économiques en Russie, risquent d'accélérer les sorties de capitaux qui ont déjà atteint 63 Mds \$ en 2013. Par ailleurs, l'endettement des entreprises privées a fortement progressé.

Le rouble a enregistré une baisse de près de 10% entre janvier et mars 2014, déclenchant la hausse des taux (de 5,5% à 7%), mais également l'intervention de la CBR sur le marché des changes. Malgré la perspective d'introduction d'un régime de change flottant en 2015, la CBR pourrait à nouveau privilégier la stabilité du rouble en 2014.

La performance globale du système bancaire russe s'est améliorée mais le risque de solvabilité des banques privées demeure élevé, accentué par l'impact de la dépréciation du rouble compte tenu de l'importante dollarisation du secteur.

Un contexte social et politique tendu et un environnement des affaires déficient

La crise ukrainienne et l'intervention militaire en Crimée ont fortement détérioré les relations entre la Russie, les Etats-Unis et l'UE, conduisant à des sanctions politiques qui pourraient être renforcées en cas de détérioration de la situation.

L'impact de la crise ukrainienne sur la situation politique et sociale intérieure devrait être limité. Malgré l'émergence d'A. Navalny, militant anti-corruption, comme porte-parole capable de fédérer les différents courants de contestation, l'opposition peine à se faire entendre. Les mesures prises par V. Poutine depuis sa réélection (lois encadrant les manifestations, contrôle des ONG et des sites Internet...) réduisent les capacités d'expression des protestataires. Les attentes de la classe moyenne restent pourtant fortes face à la montée des inégalités et aux lacunes persistantes de l'environnement des affaires. Si la mise en œuvre des réformes structurelles promises par le V. Poutine tarde, le climat social pourrait se détériorer encore davantage.

Le climat des affaires reste affaibli par les lacunes en matière de protection des droits de propriété et d'un manque de transparence des entreprises (notamment en termes d'actionnariat). La Russie est classée au 176^{ème} rang (sur 215) en matière de lutte contre la corruption selon l'indice de gouvernance de la Banque mondiale.

Points forts

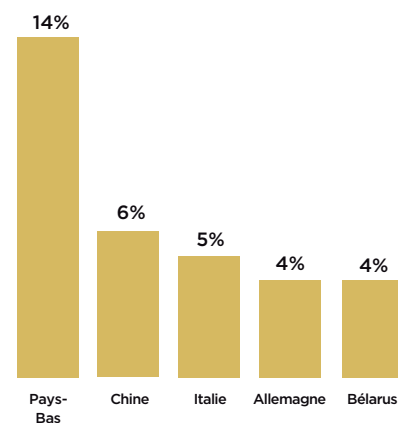
- Abondantes ressources naturelles (pétrole, gaz et métaux)
- Main-d'œuvre qualifiée
- Faible endettement public et réserves de change confortables
- Puissance régionale et énergétique affirmée

Points faibles

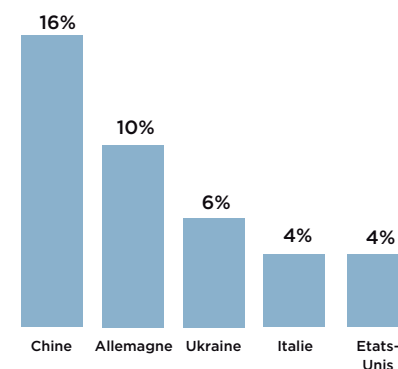
- Accentuation du caractère rentier de l'économie
- Manque de compétitivité du secteur industriel
- Secteur bancaire privé fragile
- Faiblesse des infrastructures
- Démographie déclinante
- Lacunes persistantes dans l'environnement des affaires

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Évaluations Coface

A4

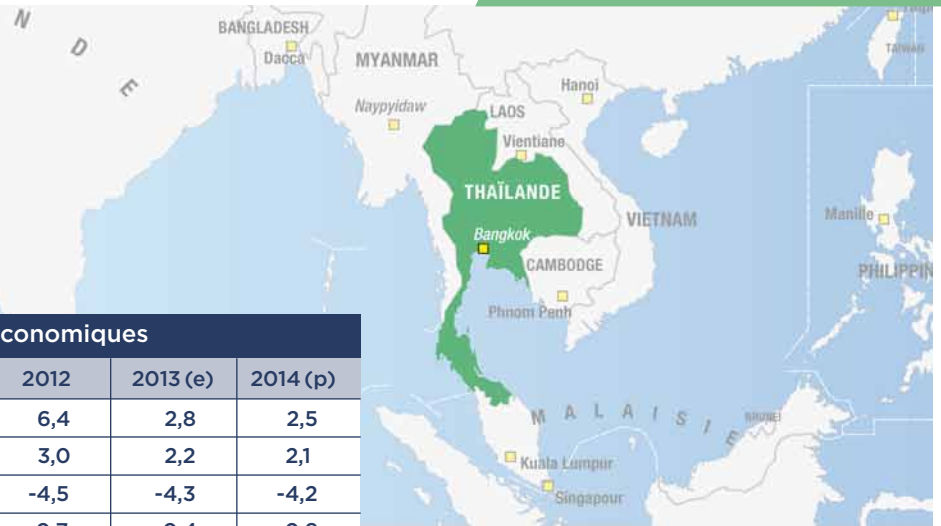
Pays

A3

Environnement
des affaires

**RISQUE
ASSEZ FAIBLE**

Cotation
moyen terme



(e) : estimation
(p) : prévision

Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	0,1	6,4	2,8	2,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,8	3,0	2,2	2,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,8	-4,5	-4,3	-4,2
Solde courant / PIB (%)	1,7	0,7	0,4	0,9
Dettes publiques / PIB (%)	42,1	45,4	47,1	48,2

Appréciation du risque

Pas de reprise anticipée en 2014

La croissance a fortement ralenti en 2013 dans un contexte de crise politique et d'endettement élevé des ménages. En 2014, l'activité ne devrait pas rebondir. La demande intérieure restera contrainte par les incertitudes sur l'issue de la crise politique. En effet, la confiance des investisseurs et des consommateurs a été altérée par l'agitation politique qui touche le pays depuis novembre 2013. Des entreprises ont reporté leurs investissements, à l'instar de Toyota, et les usines ne fonctionnent qu'à 60% de leurs capacités. Depuis le coup d'Etat de 2006, le pays est régulièrement secoué par des épisodes d'instabilité politique. Si l'économie a toujours relativement bien résisté à ces événements, la perception de la Thaïlande par les investisseurs s'est dégradée. Par ailleurs, le niveau d'endettement des ménages est élevé (80% du PIB), contraignant la capacité des ménages à consommer davantage et limitant la faculté de la Banque centrale à baisser ses taux en dépit du ralentissement de l'activité. La consommation en zone rurale sera également affectée, le programme de subvention du prix du riz n'étant pas renouvelé malgré les demandes des fermiers. En outre, tant qu'un gouvernement définitif n'est pas en place, les dépenses publiques seront maintenues à un niveau minimum, retardant l'implémentation du plan d'infrastructure «Thaïlande 2020». De plus, les mouvements de contestation affectent l'activité touristique. Néanmoins, la croissance sera soutenue par le commerce extérieur qui bénéficie de la reprise dans les économies avancées. En revanche, le secteur des matières premières continuera à souffrir de la baisse des cours.

Une situation financière qui reste solide

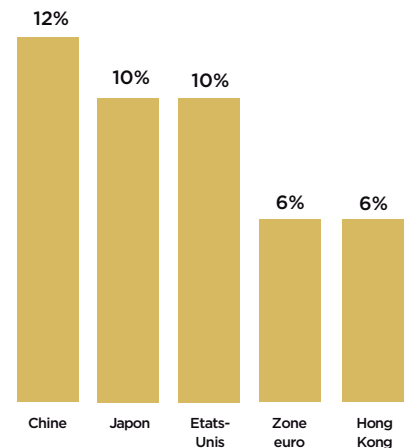
Le déficit budgétaire devrait rester élevé en 2014, même si les mesures de relance arrivent à leur terme et le gouvernement intérimaire ne peut réaliser des dépenses que sous la supervision de la commission électorale. Malgré cela, l'endettement public restera soutenable en 2014. Sur le plan extérieur, le solde courant s'améliore en 2014 en raison de la plus forte croissance des exportations, portées par la reprise des économies avancées. De plus, les importations seront affectées par la faiblesse de la demande intérieure. Par ailleurs, la Thaïlande reste une base de production manufacturière privilégiée pour les industries automobiles et électroniques même si l'importance des flux d'IDE dépendra de l'évolution de la situation politique. Le pays est vulnérable à une crise de confiance des investisseurs dans un contexte de crise politique et de diminution des liquidités disponibles en raison du resserrement anticipé de la politique monétaire américaine. Cependant, le niveau confortable de réserves de change (plus de 8 mois d'importations en janvier 2014) confère au pays une capacité de résistance satisfaisante en cas de retraits brutaux de capitaux.

Les élections anticipées n'ont pas encore permis de solutionner la crise politique

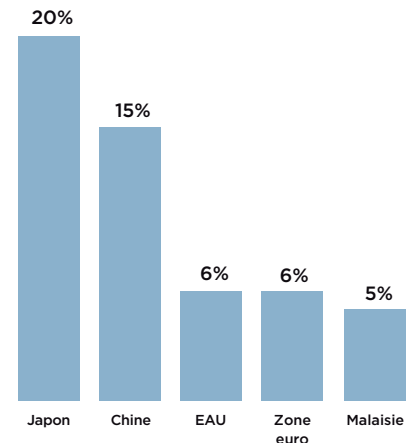
Yingluck Shinawatra (sœur de l'ancien premier ministre Thaksin Shinawatra), premier ministre depuis la victoire du Puea Thai aux élections de 2011, a été contrainte de dissoudre le parlement en décembre 2013 et a appelé à des élections anticipées en février 2014. Yingluck a fait face à d'importantes manifestations déclenchées par sa proposition de loi d'amnistie qui a ravivé les tensions entre les pros et les anti-Thaksin (parti démocrate). Thaksin, évincé du pouvoir par les militaires en 2006, a été condamné par contumace à 2 ans de prison pour corruption et l'opposition estime que cette loi a été faite pour permettre son retour en Thaïlande. Néanmoins, l'opposition a boycotté les élections et bloqué certains bureaux de vote. Depuis novembre 2013, les manifestations ne faiblissent pas et Bangkok a fait l'objet d'un blocus pendant 2 mois avant que l'opposition ne décide de libérer les rues de Bangkok pour organiser ses rassemblements uniquement dans un parc de la ville. Des élections partielles devront avoir lieu avant de pouvoir former un gouvernement, seules 89% des circonscriptions ayant pu élire leur représentant alors que la Constitution exige un minimum de 95%. Des élections sénatoriales seront également organisées le 30 mars. Le Puea Thai, qui bénéficie d'une forte popularité dans les zones rurales, a de bonnes chances de remporter ces scrutins. Yingluck est actuellement poursuivie pour sa mauvaise gestion du programme de subvention du riz et pour meurtre, des proches de deux personnes tuées lors des manifestations ayant porté plainte. En cas de destitution, il est probable que l'actuel ministre des affaires étrangères, lui aussi membre du Puea Thai, la remplace.

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points forts

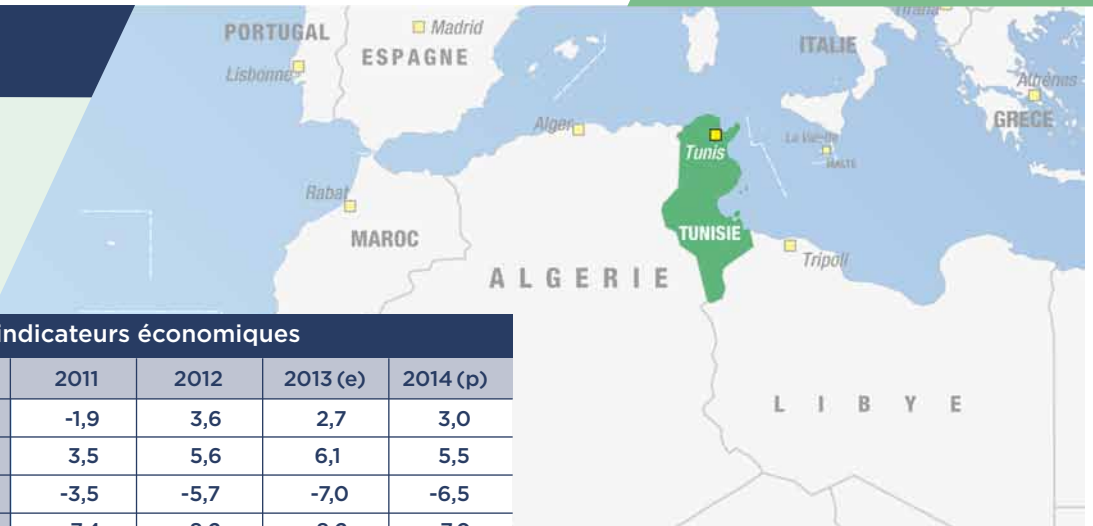
- Production diversifiée et performante dans l'agriculture et l'industrie
- Montée en gamme dans les produits manufacturés
- Carrefour régional ouvert sur ses voisins dynamiques
- Renforcement du système bancaire

Points faibles

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

Évaluations Coface

B	Pays
B	Environnement des affaires
ASSEZ BON RISQUE	Cotation moyen terme



Principaux indicateurs économiques				
	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	-1,9	3,6	2,7	3,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,5	5,6	6,1	5,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,5	-5,7	-7,0	-6,5
Solde courant / PIB (%)	-7,4	-8,2	-8,2	-7,0
Dettes publiques / PIB (%)	44,5	45,5	49,0	52,0

(e) : estimation
(p) : prévision

Appréciation du risque

Persistance de tensions sociopolitiques et de nombreux défis économiques et sociaux

Les élections d'octobre 2011 à l'Assemblée constituante ont donné une majorité relative au parti islamiste-conservateur *Ennahda* et conduit à la constitution d'une coalition avec deux partis laïcs, le poste de Premier ministre, le plus important, revenant à *Ennahda*. Les assassinats en février et juillet 2013 de deux figures de l'opposition laïque ont déclenché une crise politique aboutissant fin janvier 2014 - juste après l'adoption d'une constitution relativement consensuelle et progressiste - à la formation d'un nouveau gouvernement de transition, composé d'indépendants et de techniciens.

A l'issue des élections législatives et présidentielle, reportées au deuxième semestre de 2014, le plus probable est la formation d'une nouvelle coalition composée de laïcs et d'islamistes, et le prochain gouvernement éprouvera les mêmes difficultés à mettre en œuvre un programme économique de tendance libérale.

L'état d'urgence en vigueur depuis la révolution de janvier 2011 a finalement été levé en mars 2014, mais le pouvoir reste confronté à une mouvance islamiste radicale et violente. Il continue, en outre, de faire face à de multiples défis sociaux et économiques, ainsi qu'aux attentes de la population en la matière, ce qui alimente grèves et mouvements sociaux. Les enjeux majeurs demeurent la création d'emplois et une meilleure répartition sociale et géographique de la croissance, l'intérieur du pays restant défavorisé par rapport aux régions côtières.

Faible progression de la croissance attendue en 2014

Pour 2014, les autorités visent un taux de croissance de 4% qui repose sur un développement soutenu des industries manufacturières et des services, mais plus modéré du secteur agricole. Par ailleurs, un repli limité du secteur non manufacturier est prévu. Concernant la demande intérieure, une hausse de l'ordre de 5% de la consommation et des investissements est envisagée. Ce rebond de l'économie risque, toutefois, d'être freiné par des tensions sociopolitiques jusqu'à l'achèvement du processus de transition, ainsi que par une conjoncture économique mondiale modérément porteuse et une reprise modeste dans l'Union européenne (UE), premier partenaire économique du pays. Un taux de croissance à peine supérieur à celui de 2013 semble donc plus probable.

Léger tassement des importants déficits jumeaux, atténués par des aides financières internationales

En raison de coupes dans les dépenses courantes et les subventions, le déficit budgétaire pourrait légèrement se tasser en 2014, mais une discontinuité de la politique fiscale est possible du fait d'une succession de différents gouvernements au cours de l'année. La dette publique

- déjà supérieure, en part du PIB, à la moyenne des pays émergents comparables - augmente graduellement, mais elle est en partie interne et pour le solde contractée à des conditions concessionnelles.

Les comptes extérieurs vont rester sous pression. Les exportations progresseront modestement, en raison de l'instabilité politique et sociale et de la situation économique morose du principal partenaire commercial du pays, l'UE, tandis que les importations pâtiront encore du coût élevé de celles d'énergie (constituant 15% du total). Par ailleurs, les transferts des expatriés seront résilients, mais le rebond du tourisme dépend de l'amélioration de la situation politique et sécuritaire et, au total, le déficit courant restera élevé, malgré une légère réduction.

2014 sera marqué par une détérioration supplémentaire des ratios d'endettement extérieurs. Toutefois, la Tunisie a obtenu, depuis le G8 de 2011, un soutien financier d'institutions bi et multilatérales pour couvrir ses déficits public et extérieur. A cet effet des prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement doivent être reconduits, auxquels s'ajoutent ceux de la BEI et de l'AFD. En outre, le FMI a accordé en juin 2013 un prêt de 1,75 Md\$ sur deux ans. Ces organismes demandent, cependant, en contrepartie, une accélération des réformes économiques, peu probable à ce stade. Les autorités souhaitent également recourir aux fonds islamiques. Ces appuis permettront une légère progression des réserves de change, dont le niveau (de l'ordre de quatre mois d'importations) restera cependant très inférieur à la moyenne des pays émergents.

Fragilités du secteur bancaire et de l'environnement des affaires

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

En raison de la chute relativement récente de l'ancien régime et d'une instabilité depuis, l'environnement des affaires reste problématique - avec le développement du secteur informel, de la corruption, de la contrebande et des conflits sociaux - mais des améliorations de la loi sur les faillites et du code des investissements sont normalement prévues en 2014.

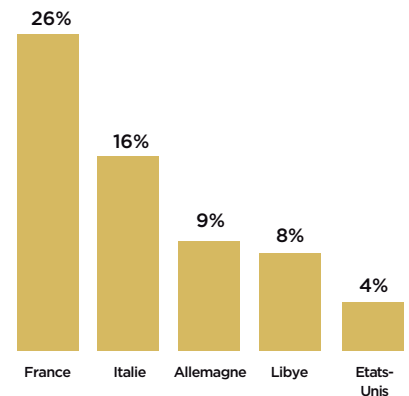
Par ailleurs, Coface constate une hausse des incidents de paiement et un allongement des délais de recouvrement des créances.

Points forts

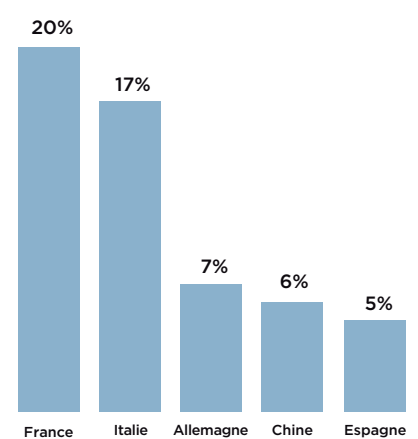
- Ressources naturelles (gaz, phosphates), agricoles, touristiques
- Economie en cours de diversification et main-d'œuvre assez qualifiée
- Proximité du marché européen et accord d'association avec l'UE

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



Points faibles

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

Évaluations Coface

A4

Pays

A4

Environnement
des affaires

RISQUE
MODÉRÉ

Cotation
moyen terme

Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	8,8	2,2	3,8	2,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,5	8,9	7,5	7,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,7	-1,9	-1,2	-2,0
Solde courant / PIB (%)	-9,7	-6,2	-7,8	-6,0
Dettes publiques / PIB (%)	39,1	36,2	35,0	34,9

Appréciation du risque

Un rythme de croissance affecté par l'affaiblissement de la demande interne

En 2014, la consommation des ménages, principal moteur de la croissance (70% du PIB), subira les effets combinés de la dépréciation de la livre turque, d'une inflation élevée, de la hausse des taux d'intérêts et de mesures visant à limiter les importations (notamment la hausse des taxes sur les voitures importées). Dans ce contexte de ralentissement de la croissance, les nouveaux entrants sur le marché du travail pourraient rencontrer des difficultés à obtenir un emploi. Le chômage pourrait ainsi concerner plus de 10% de la population active (9,9% en novembre 2013). Du côté des secteurs, l'amélioration de la compétitivité prix liée à la dépréciation de la livre ainsi qu'une reprise de la demande extérieure bénéficiera aux secteurs exportateurs à haute valeur ajoutée (automobile, biens de consommation durables) et aux services associés au tourisme. En outre, l'investissement public restera bien orienté à l'approche des élections locales et présidentielles, respectivement en mars et en août 2014. Le secteur bancaire demeure correctement capitalisé et présente des prêts non-performants contenus à moins de 3% des prêts totaux. Cependant la hausse des taux d'intérêts pèsera sur l'investissement privé ainsi que sur l'offre de crédit aux ménages. Enfin, en dépit des pressions pesant sur la consommation, l'inflation pâtira du renchérissement des produits importés lié à la dépréciation de la livre turque.

Un taux de change vulnérable

La gestion des finances publiques demeure conservatrice. Ceci se matérialise par un solde primaire (hors paiements des intérêts sur la dette) en excédent. En 2014, les revenus publics seront affectés par une consommation morose. Néanmoins, ce déficit public ne compromet pas la viabilité de la dette publique dont le niveau est modéré, sa maturité et sa dénomination en devise locale croissantes.

En dépit de la réduction des importations, le déficit courant restera substantiel en 2014. Son ampleur, le deuxième plus élevé au monde en valeur après les Etats-Unis, demeure ainsi la principale vulnérabilité de l'économie turque et son financement restera dépendant de capitaux volatils. Or la poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine, annoncée en mai et entamée en décembre 2013, a engendré un retrait de capitaux dans les grands pays émergents. La Turquie a été particulièrement affectée avec une dépréciation de la livre de 20% en 2013, l'aversion au risque étant également entretenue par les tensions politiques débutées en décembre. La réaction tardive de la banque centrale fin janvier 2014 a été significative avec le relèvement de ses principaux taux d'intérêt de 425 à 550 points de base. Auparavant, les réserves de la banque centrale (hors or) se sont affaïssées de 10 milliards d'USD pour atteindre 105 milliards d'USD.

Elles demeurent néanmoins à un niveau convenable à 5 mois d'importations. En 2014, en raison des tensions politiques et du niveau toujours élevé du déficit extérieur, la livre turque pourrait à nouveau montrer une forte volatilité.

Un contexte politique sous tensions

Le manque de visibilité politique constitue également un facteur de déstabilisation de l'économie turque. Le gouvernement du premier ministre Erdogan est fragilisé depuis la révélation d'une série de faits de corruption en décembre 2013 affectant fils de ministres, hommes politiques de l'AKP et divers hommes d'affaires proches du pouvoir. Le deuxième acte débute fin février avec des supposés enregistrements téléphoniques impliquant le premier ministre et son fils. Dans le même temps, des purges spectaculaires ont été menées par le gouvernement impliquant la réaffectation de milliers de responsables des forces de polices, magistrats, la réforme du HSYK (conseil supérieur des juges et procureurs) ou encore l'adoption d'une loi sur le contrôle d'internet. Le responsable désigné n'est autre que la confrérie Gülen, puissant réseau mondial qui diffuse via ses écoles (dershane) et ses centres culturels la culture turque. Fethullah Gülen s'était en effet indigné de la dérive autoritarisme du premier ministre. L'AKP cherche à contraindre les ramifications de cette confrérie. C'est dans ce contexte politique très tendu, que se dérouleront fin mars les prochaines élections locales. La domination de l'AKP pourrait s'éroder. A l'inverse si cette dernière venait à se confirmer, étant donné le manque d'alternatives, le premier ministre Erdogan pourrait se présenter aux prochaines élections présidentielles d'août (les premières au suffrage universel) ce dernier ne pouvant briguer un troisième mandat successif de premier ministre. Le climat politique restera donc tendu, catalysé par la lassitude d'une partie de la population vis-à-vis de l'exécutif actuel.

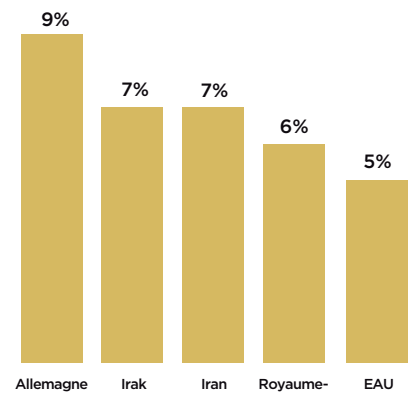
Par ailleurs, le processus de paix entamé en mai 2013 avec le parti des travailleurs du Kurdistan (PKK) demeure précaire. Enfin, la présence de 500 000 réfugiés et les exactions de militaires syriens sur le territoire turc constituent également des sources de tensions qui pourraient s'aggraver dans le courant de 2014.

Points forts

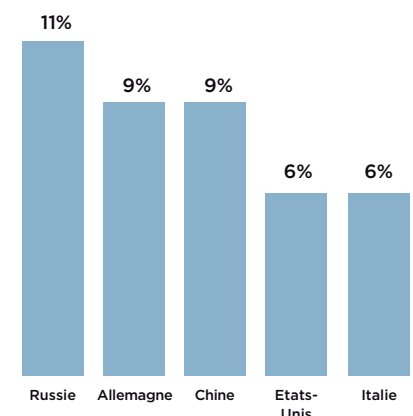
- Finances publiques maîtrisées
- Secteur bancaire résilient
- Vitalité démographique et qualité de la main-d'œuvre
- Position régionale pivot qui renforce l'attractivité du marché turc

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total

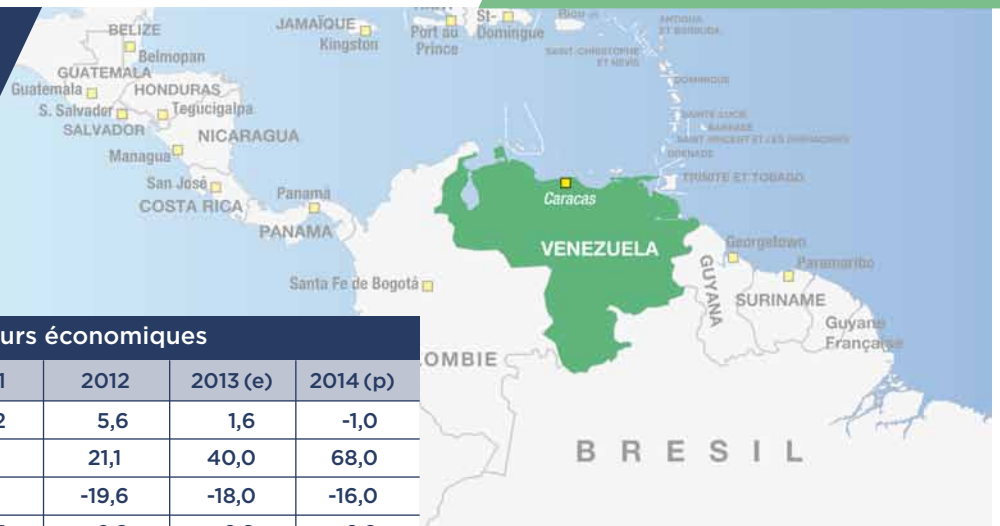


Points faibles

- Epargne domestique insuffisante, déficit courant substantiel et forte dépendance aux capitaux étrangers
- Endettement extérieur des entreprises significatif
- Persistance de tensions politiques
- La question kurde demeure une source d'instabilité sociale et politique
- Stabilité géopolitique éprouvée par le conflit syrien

Évaluations Coface

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



Principaux indicateurs économiques				
	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,2	5,6	1,6	-1,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	26,1	21,1	40,0	68,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-13,1	-19,6	-18,0	-16,0
Solde courant / PIB (%)	7,7	2,9	2,8	2,2
Dettes publiques / PIB (%)	43,3	46,0	50,0	52,0

(e) : estimation
(p) : prévision

Appréciation du risque

Récession et hyperinflation sur fond de tensions politiques et sociales

Après avoir chuté en 2013, la croissance fera place à une récession en 2014. En dépit d'aides sociales multiples et de prix imposés pour de nombreux biens de consommation ou d'équipement, le fort ralentissement de la consommation privée se poursuivra. L'épisode électoral passé, la dépense publique reculera. Le repli de l'investissement des entreprises continuera. La détérioration de la situation politique et sociale n'incitera pas les ménages à la dépense, ni les entreprises, locales ou étrangères, à investir. L'inflation restera très forte. Elle est nourrie par la pénurie de biens (automobile, produits d'hygiène et denrées alimentaires de base) engendrée par la décrépitude des secteurs agricole et industriel et la difficulté de se procurer les devises pour importer, ainsi que par le financement monétaire du déficit public.

Un déficit budgétaire élevé financé par création monétaire

Le déficit budgétaire restera considérable, provoquant une nouvelle hausse de la dette. Même si la plus grande partie du déficit est financée par création monétaire de la banque centrale, le solde l'est par emprunt auprès des banques locales. Celles-ci sont, en outre, obligées de prêter à certains secteurs, d'affecter 5% de leurs bénéfices aux programmes sociaux et de respecter les taux d'intérêt fixés par les autorités. Les dépenses publiques, parmi lesquelles les subventions, notamment sur le prix de l'essence, représentent le tiers, resteront soutenues. En face, les recettes, dont le tiers est constitué par le résultat opérationnel de la compagnie pétrolière nationale PDVSA sont nettement insuffisantes. En outre, le financement par PDVSA de certaines dépenses publiques, sociales notamment, dissimule une partie de la réalité de la situation des finances publiques. Pour avoir une idée précise de l'endettement public, il faut prendre en compte une partie de celui de PDVSA. L'utilisation des ressources de PDVSA, sans laquelle aucun nouveau projet d'extraction ne s'initie, se fait au détriment de ses investissements et du développement de sa production future, de laquelle dépend un quart de l'économie.

Un excédent courant déclinant ne permettant plus de couvrir les sorties de capitaux

L'excédent courant s'est sensiblement réduit. Les exportations pétrolières (90% du total des exportations) stagnent du fait de l'augmentation de la consommation domestique et d'une production en lente érosion. En face, le contrôle des changes et des flux commerciaux n'empêche pas les importations massives de biens de consommation et d'équipement, mais aussi de produits pétroliers raffinés, conséquence de l'état piteux dans lequel se trouve le secteur non pétrolier et de capacités insuffisantes de raffinage. La rétribution de prestataires de services étrangers, tant pour l'extraction que pour le fret, est coûteuse. Or, l'augmentation de la production pétrolière dans la ceinture de l'Orénoque et le développement de champs gaziers offshore en coopération avec Trinidad nécessiteront le recours accru à des partenaires étrangers. De même si les nouveaux investissements directs étrangers sont très réduits, les participations étrangères dans les sociétés

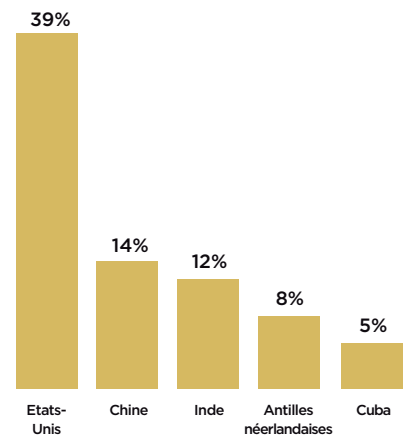
mixtes pétrolières entraînent des rapatriements de profits. Enfin, malgré le strict contrôle des changes, les fuites de capitaux vont bon train, facilitées par la corruption et encouragées par la répression financière et les anticipations inflationnistes. Les émissions obligataires de PDVSA sur le marché international et le recours aux prêts bilatéraux (Chine, Russie) ne suffisent pas à équilibrer la balance des paiements, si bien que le pays doit puiser dans ses réserves dont le niveau a beaucoup baissé. La baisse du prix de l'or qui en constitue l'essentiel a joué également.

Un environnement des affaires très difficile

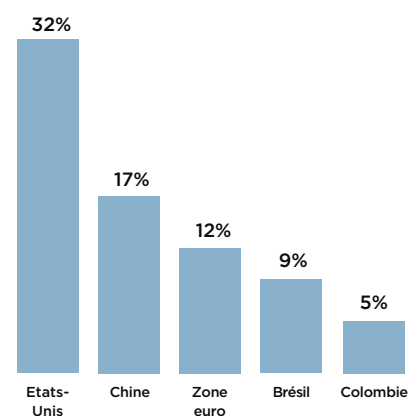
L'élection présidentielle d'avril 2013 a été remportée de justesse par Nicolas Maduro, candidat du PSUV (Partido Socialista Unido de Venezuela) et ex-vice-président du défunt Hugo Chavez. Cependant, début 2014, des manifestations étudiantes contre la forte criminalité se sont produites dans l'ouest du pays. Leur dure répression, au prix de plusieurs morts et de nombreuses arrestations, a entraîné la radicalisation et une extension du mouvement à d'autres régions et couches de la population également mécontentes des pénuries, de la corruption, du népotisme, du patronage et de la mainmise des autorités sur les médias. Une partie de l'opposition politique soutient le mouvement. Les autorités comptent sur le soutien de son électorat populaire qui a bénéficié de la réduction de l'extrême pauvreté, de l'amélioration de l'hygiène et de l'augmentation de l'emploi dans le secteur public dans le cadre de la révolution bolivarienne. La suite du mouvement est incertaine d'autant que l'opposition n'est pas unie et que des dissensions peuvent apparaître parmi les soutiens du président qui ne possède pas le charisme de son prédécesseur. La situation restera tendue jusqu'aux législatives de septembre 2015, notamment pour les entreprises. Le risque de nationalisation, le rationnement des importations et le contrôle des prix et des marges, avec irruption de l'armée dans les magasins, restent d'actualité. Les fournisseurs, tant étrangers que locaux, de l'Etat et du secteur pétrolier enregistrent d'importants retards de paiement. Les importateurs parviennent très difficilement à obtenir les devises pour payer leurs fournisseurs, alors qu'ils avaient préalablement obtenu l'autorisation d'importer. Les entreprises étrangères implantées localement rencontrent le même problème, lorsqu'elles veulent rapatrier leurs bénéfices. Du fait de l'hyperinflation, du contrôle des changes et de la fuite devant le bolivar, un écart énorme est constaté entre le cours officiel, irréaliste malgré sa dévaluation épisodique,

Échanges commerciaux

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



et celui pratiqué sur le marché parallèle. Les marchandises essentielles qui peuvent être importées au taux officiel font, dès lors, l'objet d'un trafic intense qui renforce la pénurie.

Points forts

- Réserves considérables de pétrole le long du fleuve Orénoque et potentiel gazier offshore
- Proximité géographique avec les Etats-Unis, premier marché d'exportation du pétrole vénézuélien
- Influence dans la région caraïbe grâce à l'initiative PetroCaribe
- Actifs (y compris aux Etats-Unis) de la compagnie pétrolière nationale PDVSA
- Réduction de l'extrême pauvreté

Points faibles

- Economie fortement dépendante des hydrocarbures
- Gestion discrétionnaire des revenus pétroliers
- Interventionnisme étatique (contrôle des changes, des prix, des marges, des importations, du crédit)
- Forte influence des autorités sur les institutions
- Inflation galopante et pénurie
- Corruption et insécurité