

Panorama des risques pays

Printemps 2012



Sommaire

Prévisions de croissance	Page 3
Et si la Grèce sortait de la zone euro ?	Page 4
Vers un nouveau choc pétrolier ?	Page 10
Évaluations risque pays	Page 16
Guide Coface risque pays Actualisation printemps 2012	Page 20
<ul style="list-style-type: none"> • Afrique du Sud • Allemagne • Arabie saoudite • Argentine • Australie • Brésil • Chine • Egypte • Espagne • Etats-Unis • France • Ghana • Grèce • Hongrie • Inde • Indonésie • Iran • Islande • Italie • Japon • Kazakhstan • Mali • Mexique • Mozambique • Nouvelle Zélande • Pologne • Portugal • Royaume-Uni • Russie • Sierra Leone • Slovaquie • Slovénie • Syrie • Tunisie • Turquie • Ukraine • Venezuela 	
Méthodologie de l'évaluation risque pays	Page 58

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion du département études économiques et risques pays de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document.

Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs.

Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document.

Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface.

Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Prévisions de croissance

Coface	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012 p
Production mondiale	2,1	2,7	4,0	3,7	4,3	4,2	1,9	-1,8	4,3	3,0	2,7
Pays avancés	1,4	1,8	2,9	2,4	2,8	2,4	0,0	-3,8	2,7	1,3	1,1
États-Unis	1,8	2,5	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,0
Japon	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-5,2	4,0	-0,9	1,8
Zone euro	1,2	0,8	2,2	1,7	3,1	2,8	0,3	-4,1	1,8	1,5	-0,3
Allemagne	0	-0,2	1,2	0,8	3,4	2,7	1,0	-4,7	3,7	3,1	0,7
Royaume-Uni	2,1	2,8	3,0	2,2	2,8	2,7	0,1	-4,4	1,8	0,9	0,4
France	1,0	1,1	2,5	1,8	2,5	2,3	0,1	-2,7	1,4	1,7	0,3
Italie	0,5	0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,2	1,4	0,4	-1,5
Espagne	2,7	3,1	3,3	3,6	4,0	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,2
Pays émergents	4,4	5,6	7,4	6,8	7,6	7,9	5,5	2,0	7,0	5,6	5,0
Asie émergente	6,5	7,1	7,9	8,3	9,2	10,1	6,8	6,2	9,1	7,4	6,8
Amérique latine	0,6	2,0	5,9	4,5	5,6	5,6	4,2	-1,9	6,2	3,9	3,5
Europe émergente	4,0	4,6	6,9	6,0	6,6	5,7	3,0	-4,0	4,4	4,8	1,6
Moyen-Orient	2,5	6,3	7,4	6,4	5,9	5,2	4,9	1,7	4,0	3,3	3,2
Afrique subsaharienne	6,3	6,3	9,7	5,6	6,7	6,8	5,5	2,4	4,9	4,4	4,3
Chine	9,1	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,7	9,2	8,0
Inde	3,8	8,5	7,5	9,5	9,6	9,3	6,7	8,4	8,4	6,9	7,0
Brésil	2,7	1,2	5,7	3,0	4,0	5,7	5,2	-0,6	7,5	2,7	3,2
Russie	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-7,9	4,0	3,7	3,5
Commerce mondial	3,4	5,4	10,3	7,0	7,4	7,3	2,8	-10,7	14,5	5,8	4,0

(e) : estimation

(p) : prévision

Et si la Grèce sortait de la zone euro...?

Par Yves Zlotowski et Jean-Louis Daudier
Achévé de rédiger le 30 mars 2012

Une sortie de la Grèce de la zone euro serait sans doute désastreuse pour l'ensemble de l'Union européenne. Mais ce scénario, longtemps tabou, ne peut être exclu. Cette probabilité reste inférieure à 50 % mais doit être envisagée par les décideurs tant la crise économique et financière de la Grèce reste aiguë et les réformes nécessaires, ardues à mettre en oeuvre. Cet article essaie de tirer les leçons des expériences russe (1998) et argentine (2001/2002) pour établir les avantages et les inconvénients pour la Grèce d'une sortie de la zone euro. Quel serait alors le risque de contagion aux pays de la périphérie et l'impact sur la zone euro ?

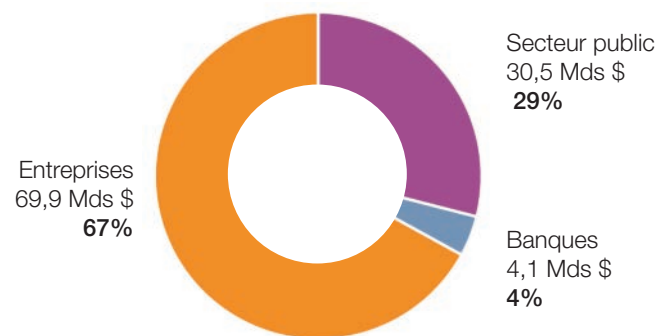
Au début de l'année 2012, la crise de la zone euro a connu une remarquable accalmie que traduit le tassement des spreads souverains. On peut mettre à l'actif des institutions européennes deux succès majeurs. Tout d'abord, la BCE, avec un apport massif de liquidité à 3 ans a permis d'éviter une crise bancaire. Mais elle réalise également une forme «souple» de répression financière. Il s'agissait en effet d'inciter fortement les banques européennes à redevenir détentrices de la dette souveraine et le LTRO⁽¹⁾ rend ce placement rémunérateur. S'ajoute à cette mesure habile de politique monétaire, le PSI (pour Private sector involvement) lui-même, c'est-à-dire l'accord entre la Grèce et les créanciers privés finalisé au début du mois de mars 2012. Certes, cet accord pourrait se révéler insuffisant puisqu'il laisse la Grèce encore très endettée. Mais il a le mérite de montrer qu'une restructuration concertée est possible au sein de la zone euro. Ce n'est pas étonnant du point de vue de la structure du marché de la dette en zone euro : finalement, les Européens sont endettés auprès des Européens et cette imbrication facilite en théorie la coopération. Mais ce n'était pas gagné compte tenu du fait que l'idée même qu'un Etat-membre de la zone euro restructure sa dette était, il y a deux ans, au mieux un tabou, au pire une hérésie. Le temps que les acteurs privés réduisent leur exposition au risque grec, une restructuration d'une dette de marché a pu être réalisée sans choc majeur. Il reste néanmoins un événement que les institutions européennes déclarent refuser d'envisager à ce stade : une sortie par la Grèce de la zone euro. Bien qu'elle soit susceptible d'apporter un rebond de croissance (a priori limité), une dévaluation externe ne résoudra pas les immenses problèmes structurels de la Grèce tant au plan du régime de croissance qu'à celui de la soutenabilité budgétaire. Et même si on l'estime potentiellement désastreuse pour l'ensemble de l'Union monétaire, une sortie de la Grèce est un scénario qu'il faut considérer.

La crise économique et financière de la Grèce n'est pas terminée

Les perspectives économiques de la Grèce sont en effet très sombres. 2012 sera la cinquième année de récession consécutive dans le pays. La banque centrale de Grèce prévoit une contraction de l'activité de 4,5% (la prévision est de - 6% pour Coface). Selon le scénario du FMI, la contraction cesserait en 2013. Non seulement cette prévision paraît-elle optimiste, mais la seule année 2012 sera douloureuse : toujours selon la banque centrale, l'emploi se contractera de 3% et le chômage devrait dépasser 19%. En outre le PSI, malgré son succès, n'empêche guère de maintenir le risque souverain à un niveau très élevé puisque la dette publique serait encore, à la sortie du processus, de 153% du PIB fin 2012. La contrainte externe continue à peser lourdement sur le pays : malgré la chute de la demande interne, le déficit courant ne s'ajuste que très lentement. Il a été encore supérieur à 9% du PIB en

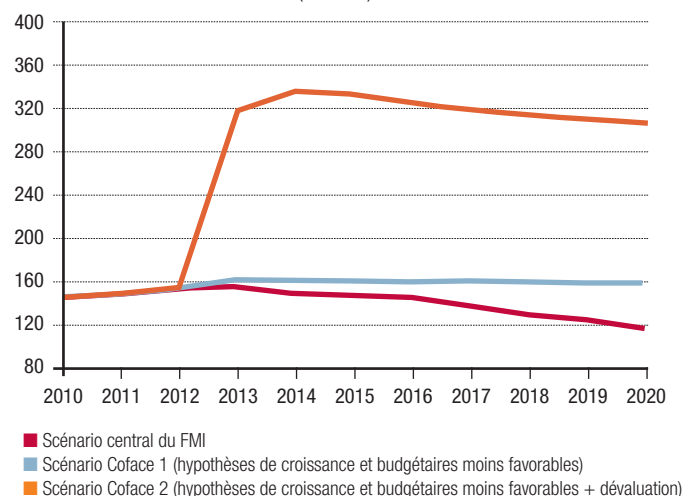
2011 et il est prévu qu'il se maintienne à 7,5% en 2012, la dette externe totale ne parvenant pas à descendre sous la barre de 180% du PIB d'ici à 2016, ce toujours dans le scénario central du FMI. Rappelons d'ailleurs que la question du désendettement grec ne concerne pas uniquement l'emprunteur souverain. Avec une dette externe de près de 60% du PIB, le secteur privé est également très endetté auprès des non-résidents. Même si les banques européennes ont réduit leur exposition au risque grec global⁽²⁾ les entreprises grecques sont encore endettées auprès des banques européennes, soit à hauteur de 70 Mds de dollars (chiffres à fin septembre 2011). Selon les données de Credit Reform⁽³⁾, qui compare les insolvabilités en Europe, le secteur privé grec est de très loin le plus affecté par les faillites en 2011. Celles-ci ont augmenté de 27%, une hausse très supérieure à celles enregistrées en Espagne (+19%) en Italie et au Portugal (17%), les quatre pays de l'UE les plus affectés.

Exposition des banques européennes à la dette des entités grecques
(données BRI à fin septembre 2011 en Mds \$ et en %)



Dans tous les cas de figure, le risque souverain grec reste très élevé

Evolution de la dette publique grecque
(% PIB)



(1) Pour Longer Term Refinancing Operations.

(2) La réduction a été de 18% en valeur entre fin 2010 et septembre 2011 selon la Banque des Règlements Internationaux.

(3) Insolvencies in Europe, a survey by the Credit Reform Research Unit, 2011/12.

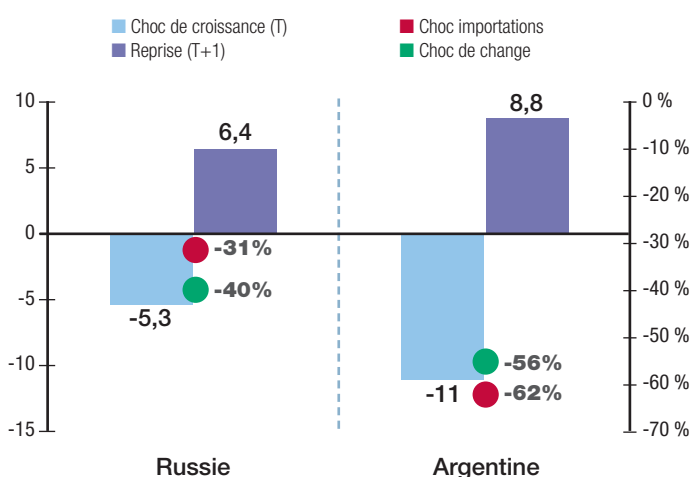
Avec un endettement externe public et privé toujours substantiel, une sortie de la zone euro par la Grèce aboutirait à un défaut du souverain et des entités privées. Nous calculons qu'avec une dévaluation de 50% et un scénario de retour à une croissance assez rapide mais modeste, la dette publique cumulerait à 330% du PIB en 2014 ! Toutefois, avec un scénario sans dévaluation – c'est-à-dire dans lequel la Grèce reste dans l'Union monétaire – mais avec des hypothèses un peu plus pessimistes que celles données par le FMI⁽⁴⁾, la dette publique plafonne à 160% du PIB. Ce qui signifie que sans dévaluation, même avec des efforts budgétaires raisonnables et une reprise limitée, le stock de dette public grec resterait très élevé et se situe dans une zone considérée comme dangereuse. La probabilité d'un défaut de la dette souveraine est très élevée quand le ratio dette / PIB dépasse 100%. Bref, en restant dans la zone euro, le risque est de voir se matérialiser un effacement de dette plus ample que celui permis par le PSI. Là encore deux scénarii possibles : il peut être concerté avec les créanciers publics. Si toutefois l'acceptation par les créanciers d'une seconde restructuration tarde à se concrétiser, ce second «événement de crédit» pourrait, cette fois, relever d'une décision unilatérale.

Que rappellent les expériences argentine et russe ?

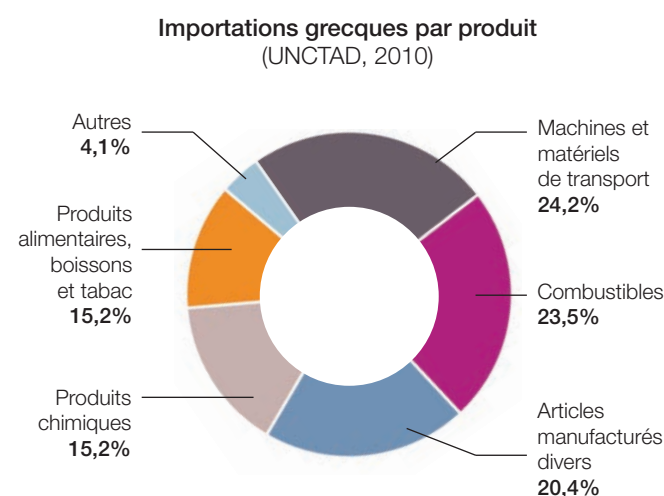
Revenons un instant sur les exemples des grandes crises financières émergentes qui ont marqué la fin des années 1990. Deux grands pays ont cumulé défaut souverain et dévaluation, la Russie en 1998 et l'Argentine fin 2001-début 2002. Or l'ancrage du rouble et le *currency board*⁽⁵⁾ argentin étaient considérés comme les deux grandes conquêtes de la stabilisation macroéconomique de ces deux pays (principalement car ils avaient permis une réduction de l'inflation). De ce fait, les autorités ont longtemps considéré l'éventualité même d'une dévaluation comme une aberration.

Un des arguments forts en faveur du maintien de l'ancrage du rouble avant 1998 était qu'une dévaluation ne profiterait pas à la Russie qui est avant tout exportatrice d'hydrocarbures. La demande de matière première est inélastique aux taux de change et le prix est déterminé hors de Russie, sur les marchés internationaux. Dès lors, on estimait qu'une dévaluation n'aurait qu'un impact marginal sur les exportations⁽⁶⁾. Ce raisonnement négligeait l'autre composante du compte courant, à savoir les importations.

Le graphique présente quelques données macro-financières pendant le choc de la crise financière puis immédiatement après : la reprise du PIB a été substantielle et s'est faite un an après le choc (en 2003 pour l'Argentine, en 1999 pour la Russie). On observe que parallèlement aux dévaluations, de respectivement de 40 et 60% - en considérant ici le taux de change réel effectif, sur un an pour l'Argentine ou sur deux ans pour la Russie⁽⁷⁾ - la chute des importations de biens et services a été importante. Sur deux années, les importations de biens et services ont reculé en volume respectivement de 30 et 60% pour la Russie et l'Argentine. Les dévaluations ont alors permis un phénomène de substitutions de la production nationale aux importations. Les produits importés sont en effet devenus moins compétitifs en prix. En Russie, l'ancrage nominal du rouble avait provoqué une appréciation réelle de la devise russe dont le résultat a été une éviction quasi totale des produits de consommation russe (certes peu compétitifs en qualité). La demande des consommateurs s'était massivement reportée sur les biens importés. Après août 1998, on a revu des produits alimentaires russes sur les étagères, qui étaient redevenus abordables. Par la suite, l'Argentine et la Russie ont connu une forte croissance qui ne doit pas grand-chose à la dévaluation. En effet les deux pays ont bénéficié de la hausse des cours du pétrole (pour la Russie) et du soja (pour l'Argentine) qui ont permis de pérenniser le «coup de pouce» venant de la dévaluation. Il est bien clair qu'une dévaluation ne résou-



Source IFI



(4) Une croissance moyenne du PIB de 1% entre 2013 et 2020 contre 2,3% dans le scénario FMI et un excédent budgétaire primaire de 2% du PIB contre 4,1% selon le FMI. Le scénario de soutenabilité de la dette est présenté dans Greece : Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund facility, March 9, 2012, IMF Country Report 12/57.

(5) Le *currency board* (caisse d'émission, Cb) est un système dans lequel le taux change avec une devise de référence est une parité fixe et dont la base monétaire n'évolue qu'à proportion des entrées et sorties de capitaux. Il n'y a pas d'autres possibilités de création monétaire par le Cb autre

que les interventions mécaniques du Cb sur le marché des changes qui réagit aux entrées et aux sorties de capitaux pour défendre la parité. Dans un tel système, le Cb a remplacé la banque centrale.

(6) Le même raisonnement était fait pour l'Argentine dont les exportations sont traditionnellement dominées par les produits agricoles (50% des exportations en 2000).

(7) En «peak to trough» le peso s'est déprécié de 73% par rapport au dollar entre décembre 2001 et octobre 2002. Pour le rouble, la dépréciation contre le dollar a été de 74% entre août 1998 et août 1999.

dra en rien les problèmes de croissance plus structurels (secteurs à faible valeur ajoutée) qui limitent le potentiel grec en matière d'activité. Elle aura enfin des conséquences négatives majeures. Outre la quasi-impossibilité de régler la dette en devise, une sortie de la zone euro entraînera de l'inflation importée, une fuite des dépôts et donc des faillites bancaires et un arrêt des financements extérieurs.

La sortie de la zone euro : un peu de croissance à court terme

L'agriculture continue à occuper une place non négligeable dans l'économie grecque ; elle représente 3% du PIB et emploie 12 à 14% de la population active. Les principales récoltes sont le tabac (premier producteur européen) et le coton (cinquième exportateur du monde). La Grèce dispose également d'un cheptel d'ovins important et d'une industrie de la pêche. Or depuis son adhésion à l'UE, le commerce agroalimentaire est devenu déficitaire. Le déficit est dû essentiellement au secteur de production animale qui n'a pu concurrencer les produits européens. Grâce à la diversification, l'industrie a remplacé l'agriculture comme seconde source de revenus après les services, comptant pour environ 20% du PIB. Les principaux secteurs sont l'électronique, le matériel de transport, la confection, la construction. La Grèce est le premier armateur mondial. Le secteur tertiaire représente près des trois-quarts du PIB et emploie les deux-tiers de la population active. Bref, au-delà du tourisme, le matériel de transport, la confection, l'électronique et surtout le secteur agroalimentaire pourraient profiter de la dévaluation. On attend que le consommateur grec se reporte sur la production agroalimentaire locale qui redeviendrait compétitive en prix à la faveur du choc de taux de change. Rappelons qu'en Argentine, la dévaluation a également créé des «opportunités» : après la sortie du *currency board*, on a vu fleurir les petites entreprises familiales dans la confection (vêtement, chaussure, maroquinerie) voire de petites industries légères. La dévaluation agit ainsi comme un appel d'air.

Toutefois, la dévaluation n'est pas la panacée et ne peut résoudre les défis structurels auxquels la Grèce fait face et qui sont d'ailleurs à la source de la crise financière. La Grèce partage avec la Russie de 1998 et l'Argentine de 2001 une défaillance majeure en matière de collecte fiscale⁽⁸⁾, qui est d'ailleurs une des priorités de l'actuelle conditionnalité surveillée dans l'accord qui lie la Grèce et le FMI. Mais dévaluer ne revient pas forcément à renoncer à toute réforme. Dans le cas russe, l'administration de V. Poutine a engagé en 2001 une réforme fiscale qui a été à l'origine du rétablissement de la collecte. Rappelons que le renforcement des finances publiques russes observé de 2001 à 2008 ne s'explique pas uniquement par la remontée des prix du pétrole. Une réforme institutionnelle profonde – la refonte du code fiscal russe et le redressement de la collecte via des moyens administratifs renforcés – est à la source de la spectaculaire amélioration du risque souverain russe. Une sortie de la Grèce de la zone euro entraînera, nous l'avons dit, un défaut massif des résidents endettés en euros. Elle laisserait de facto le pays désendetté. La question de la collecte fiscale reste entière et elle est essentielle à la soutenabilité budgétaire à moyen terme.

Cette question met en jeu le rôle-même de l'Etat comme institution, capable d'imposer aux agents économiques une discipline et des règles du jeu. La dévaluation ne permet qu'un retour plus rapide à la croissance. A elle seule, elle ne déterminera en rien la volonté de réformer du gouvernement grec.

Le diptyque «défaut unilatéral/dévaluation» – dans un contexte d'institutions européennes très préoccupées par la discipline budgétaire – fait figure de «repas gratuit» et est susceptible de créer de l'aléa moral : si la dette n'est plus à rembourser et qu'on est sorti de la zone euro, est-il nécessaire de s'imposer une rigueur budgétaire pénible ? A cette question légitime, on peut répondre qu'au sein de la zone euro, les institutions ont pendant de longues années tragiquement échoué à imposer la discipline en matière d'endettement, à la Grèce certes, mais également à une grande partie des pays-membres. On peut également argumenter qu'une restructuration de la dette et une dévaluation ne sont pas incompatibles avec des réformes structurelles douloureuses. En annulant la contrainte de remboursement et en permettant un peu de croissance, elles facilitent la mise en place de ces réformes et d'une certaine manière en allègent le coût. C'est exactement la logique des initiatives PPTe et IADM réservées aux pays pauvres très endettés.

La communauté internationale accorde un effacement de dette dans le cadre même d'une surveillance opérée par le FMI qui reste stricte sur la soutenabilité budgétaire future.

Bref, une sortie de la zone euro en elle-même peut être l'occasion d'un «électrochoc» positif (c'est-à-dire créant l'opportunité de lancer de vastes réformes structurelles) ou au contraire, elle peut être une manière d'échapper à la contrainte des réformes vécues comme imposées par la Troïka. Mais le risque en revanche est que le maintien de la Grèce dans la zone euro et les exigences en matière d'austérité soient tellement coûteuses au plan économique et social pour la société grecque que le rejet unilatéral de l'euro et de la conditionnalité aboutissent à un nouveau choc désordonné.

Risque politique, risque de contagion : quel scénario ?

Après une dévaluation, une dette en devise ne peut pas être payée de facto par les agents ayant des revenus en monnaie locale⁽⁹⁾. Il est probable que, pour les résidents, cette dette sera convertie en monnaie locale. La question du non-transfert, c'est-à-dire la décision gouvernementale qui limite l'accès et/ou la sortie de devises pour les agents résidents, se pose. Verra-t-on, après une sortie de la zone euro, un contrôle des sorties de devise imposé par le gouvernement grec ? La Russie en 1998 présente un cas de non-transfert. Le gouvernement russe, à l'annonce de la dévaluation et du défaut a émis un moratoire de trois mois sur la sorties de devises du pays. Cette décision a été prise sous la pression des banques. Celles-ci avaient des engagements

(8) En matière d'impact net attendu, les mesures touchant aux recettes budgétaires représentent 80% de l'économie de déficit public attendue en 2012 et ¾ des nouvelles mesures à appliquer.

(9) En Argentine, le gouvernement a procédé à une conversion forcée des dépôts en devise en peso au nouveau taux de change (1 dollar pour 1,4 peso) alors que le *currency board* garantissait la parité du peso et du dollar. Cette mesure a fait partie d'une série de mesures restrictives limitant l'accès des résidents au dollar appelé «*corralito*».

massifs en dollars par le biais d'opérations à terme (elles devaient livrer des dollars aux créanciers étrangers) et elles ont instrumentalisé le moratoire pour éviter de régler leurs engagements.

En 2012, le non-transfert paraît peu efficace a priori dans une zone monétaire très intégrée aux plans financier et monétaire. Une interdiction de sortir des devises est en effet difficilement applicable dans la mesure où les agents engagés dans des transactions avec des non-résidents ont certainement un accès à l'euro, hors du territoire grec. Enfin, la notion même de non-transfert est évidemment peu compatible avec l'esprit des traités de l'Union européenne, le principe des traités instituant l'Union européenne étant la libre circulation des biens, des personnes et du capital. Il est toutefois intéressant de noter que la lettre des traités laisse quelques marges de manœuvre : les articles 119 et 120 du traité instituant la Communauté européenne, disposent que si un Etat-membre rencontre de graves difficultés de balance des paiements, la Commission peut recommander au Conseil l'octroi d'une assistance. Or si le Conseil n'octroie pas cette aide ou si son montant est insuffisant, la Commission peut autoriser le pays-membre à prendre «des mesures de sauvegarde». Selon l'article 120, ces mesures peuvent même être prises si, en cas de crise soudaine, le Conseil ne se décide pas immédiatement. Par la suite, le Conseil peut à tout moment décider, à la majorité qualifiée, la suspension ou la suppression de ces mesures. Bref des mesures de restrictions temporaires sont en théorie possibles.

A ce stade, une sortie de la zone euro par la Grèce comporte deux options : elle pourrait être coopérative, c'est-à-dire opérée avec l'aide des institutions européennes et des pays-membres. Dans un tel cas de figure, le non-transfert paraît improbable. La convertibilité en euro de la nouvelle devise grecque sera très probablement assurée par la BCE. Mais une telle sortie «concertée» est un scénario à faible probabilité. Les pays-membres et les institutions européennes rejettent cette idée non seulement en raison du principe d'irréversibilité de l'intégrité de l'Union monétaire mais également en raison du risque de contagion. Après la Grèce hors de l'Euro, le Portugal, l'Espagne et l'Italie seront-ils tentés ? L'autre option - plus probable selon nous - est que le gouvernement grec décide de sortir de l'euro de manière unilatérale. L'austérité n'est plus légitime, la croissance ne redémarre pas et l'impact social des programmes est devenu intolérable. C'est donc de manière unilatérale que la Grèce risque de devoir sortir de la zone euro et, dans ce cas de figure, le risque de non-transfert est élevé.

Certes, dans les cas russe et argentin, malgré les restrictions mises en place, certaines entreprises, soucieuses de ne pas rompre des liens avec des fournisseurs essentiels à leur activité et, dans le cas où elles avaient accès aux devises, ont continué à payer leur dette. Gazprom, le géant gazier russe, est resté un exemple célèbre, au point que les agences de notations ont remis en cause la règle du cap souverain : il est devenu clair que certaines entreprises avaient le pouvoir et la volonté de contourner un non-transfert. On peut donc penser qu'un non-transfert n'entraînera pas le défaut de la quasi-totalité des entités endettées en euro. Néanmoins, dans le cas grec, le secteur privé pourrait «instrumentaliser» le non-transfert pour ne pas rembourser sa dette, à l'image des banques russes en 1998. Les entreprises peuvent parfois payer (elles pourraient, si elles le voulaient, avoir accès à des devises) mais ayant l'interdiction officielle de ne pas régler leurs dettes en devise, elles se placeront en défaut. Le non-transfert n'est pas forcément efficace dans un contexte d'intégration financière très approfondi mais, d'une certaine manière, il est peut être «utile» aux entreprises et aux banques.

Dans ce scénario de politique-fiction, dont la probabilité reste selon nous inférieure à 50% ⁽¹⁰⁾, la question de la contagion est la plus complexe à analyser. La sortie de la Grèce de l'euro pourrait à court terme provoquer une chute de l'euro et une remontée des spreads souverains de l'ensemble des pays-membres. Mais compte tenu de la taille relative limitée de l'économie grecque, ce choc devrait être de courte durée. La question posée est celle de l'intégrité de l'Union monétaire et de la tentation d'autres économies telles que le Portugal, l'Irlande voire l'Espagne de sortir de l'Union monétaire afin que leurs industries bénéficient de l'appel d'air que nous avons mis en avant.

Une telle éventualité est semble-t-il improbable et «inimaginable» compte tenu des risques financiers associés. Mais exactement comme la question de la restructuration de la dette grecque s'est posée à l'ensemble des souverains de la zone euro, la question de l'intégrité de l'Union monétaire doit être reposée et traitée. Les institutions et les Etats-membres doivent préparer dès aujourd'hui les réponses institutionnelles à une telle éventualité : quelles institutions et quelles règles seraient aujourd'hui en mesure d'explicitement que la Grèce est un cas exceptionnel dans l'Union monétaire ? C'est à cette question, essentielle pour son avenir, que l'Union européenne doit répondre aujourd'hui et regarder en face sa réalisation la plus impressionnante mais aujourd'hui la plus fragile : la monnaie unique.

(10) Les experts de l'Economist Intelligence Unit estiment cette probabilité à 40%.

Vers un nouveau choc pétrolier ?

Par Marie-France Raynaud et Pierre Paganelli
Achévé de rédiger le 30 mars 2012

Coface prévoit en 2012 des prix du pétrole, en hausse, à 120\$ le baril de Brent, en raison des fortes contraintes qui pèsent sur l'offre depuis le début de l'année 2012, de la demande soutenue des pays émergents et de l'accroissement des incertitudes géopolitiques. Nous envisageons dans cet article différents scénarios, où les prix pourraient être encore plus élevés, et analysons leur impact sur l'économie mondiale. Si un baril à plus de 200\$ devrait provoquer une récession mondiale, quelles seraient les conséquences d'une envolée des prix du pétrole autour de 150\$ le baril de Brent ? Quel serait alors l'impact sur les entreprises américaines, japonaises, européennes et des économies émergentes ?

Alors que nous tablions, en décembre dernier, sur un repli des prix du pétrole en 2012 en raison du ralentissement attendu de la croissance mondiale, nous portons nos prévisions 2012 à 120\$ le baril de Brent, contre une moyenne de 110,8 \$ observée en 2011. Notre nouveau scénario central tient compte en effet des fortes contraintes qui pèsent sur l'offre depuis le début de l'année, de la demande soutenue des émergents ainsi que de l'accroissement des incertitudes géopolitiques.

Le scénario extrême d'une déflagration régionale au Moyen-Orient, qui porterait les prix à plus de 200\$, ne peut être exclu. Ce risque est pour l'instant évalué par le marché à un niveau très modeste. Sur les 125\$ observés pour le baril de Brent au mois de mars, on estime que seuls 5 à 10\$ sont liés à la prime de risque iranien. C'est tout le problème de l'appréciation des risques extrêmes de nature systémique : peu probables, mais aux conséquences incalculables. Nous envisageons, par ailleurs, un scénario intermédiaire où les prix du pétrole atteindraient 150\$ le baril de Brent en cas de chocs additionnels sur l'offre, notamment liés à un «printemps iranien».

La révision des prix du pétrole dans notre scénario central ne conduit pas à un changement significatif de nos prévisions de croissance. Une hausse des prix du pétrole à 150\$ affecterait, quant à elle, de manière différenciée les Etats-Unis, le Japon, l'Europe et les pays émergents. Dans le cas d'une envolée au-delà de 200\$ le baril de Brent, une récession mondiale pourrait difficilement être évitée.

Qu'est-ce qui pousse les prix du pétrole à la hausse ?

Prix spot du baril de Brent (en \$)



Source : Datastream, EIA

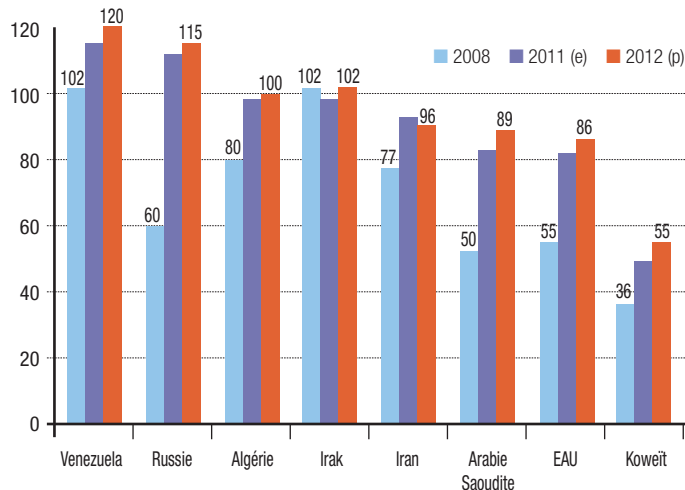
Deux facteurs tirent tendanciellement les prix à la hausse

Du côté de la demande, la croissance dynamique des pays émergents, qui affichent une intensité énergétique ⁽¹⁾ supérieure aux pays avancés, explique que la demande de pétrole progresse alors même que la croissance mondiale ralentit. L'intensité énergétique est de 41% dans les anciennes Républiques de l'Union soviétique, en nette amélioration à 19% en Chine contre 16% dans les pays OCDE.

(1) Consommation d'énergie par unité de PIB produite.

Du côté de l'offre, les pays producteurs de pétrole visent implicitement des prix du baril de Brent de l'ordre de 100 \$, devenu le cours susceptible d'équilibrer les budgets des pays pétroliers. Dans le sillage des printemps arabes, les Etats du Maghreb et du Moyen-Orient ont en effet augmenté très significativement leurs dépenses pour faire face à une demande sociale accrue. Les dépenses budgétaires en Arabie saoudite ont ainsi augmenté de 25% en 2011.

Prix du du pétrole permettant l'équilibre budgétaire (prix du baril de Brent en \$)



Sources : IFI, FMI

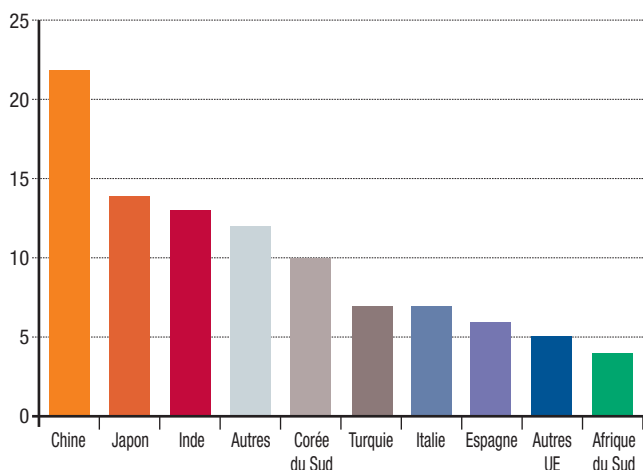
Par ailleurs, depuis le début de l'année, plusieurs facteurs additionnels, principalement du côté de l'offre, contribuent à la hausse des prix du pétrole. Ces derniers ont dépassé 125 \$ le baril de Brent en mars, accusant une hausse de plus de 15% par rapport au début de l'année.

- **D'importantes perturbations de production dans des pays non-OPEP ont privé le marché depuis le début de l'année de 1 Mn de b/j.** Les chutes de production en Syrie, au Yémen, au Sud-Soudan ainsi qu'au Canada et au Royaume-Uni ont contribué à porter, début mars 2012, les prix à un pic de 128\$ le baril. Si la production devrait se rétablir durablement au Canada et au Royaume-Uni, le marché restera néanmoins privé de 600 000 b/j en raison de la persistance des perturbations de production dans les trois autres pays.
- **Par ailleurs, les marchés anticipent la mise en œuvre à partir de juillet des sanctions européennes à l'encontre de l'Iran ainsi l'impact des sanctions financières américaines ⁽²⁾** qui ont pris effet le 17 mars dernier. Le marché est d'ores et déjà privé depuis mars de 500 000 b/j, l'Iran ayant stoppé ses exportations vers la France et le Royaume-Uni, en réponse aux futures mesures européennes. Les sanctions financières américaines devraient assécher le marché de 500 000 b/j supplémentaires. Il sera en effet très difficile pour l'Iran de trouver de nouveaux débouchés pour ses exportations de pétrole.

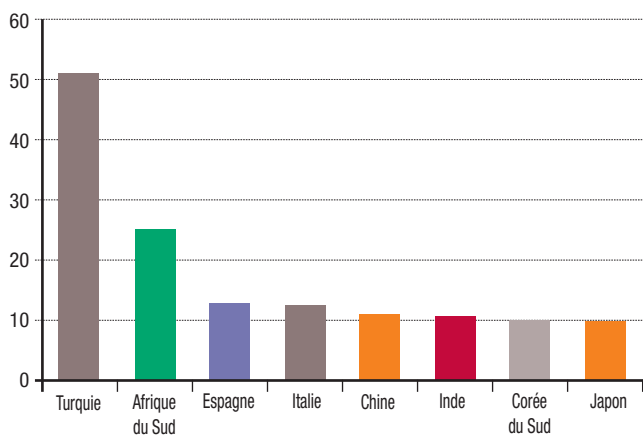
(2) Interdiction de toute transaction financière avec la Banque centrale et les banques iraniennes. Suspension des transferts interbancaires (réseau SWIFT).

Même si les Etats-Unis ont annoncé des mesures dérogatoires pour leurs alliés dépendants du pétrole iranien, le Japon et la Corée du Sud devraient renoncer progressivement à leur approvisionnement en pétrole iranien (200 000b/j au total) qui représente 10% de leurs importations totales de brut. De même, alors que l'Inde a annoncé qu'elle n'était pas tenue par les sanctions unilatérales des Etats-Unis et de l'Europe, on constate que les raffineries réduisent leur dépendance envers le brut iranien. Or, il apparaît que le pétrole iranien est de qualité insuffisante pour intéresser d'autres pays émergents, qui ne disposent pas des raffineries idoines. Dans ce contexte, l'évolution de la demande chinoise, qui draine déjà 22% du pétrole iranien, devient un élément clé pour les perspectives de production de pétrole iranien, les capacités de stockage n'étant pas infinies.

Destination des exportations de pétrole iranien
(en % du total des exportations de pétrole iranien)



Part des importations de pétrole en provenance d'Iran
(en % du total des importations de pétrole)



Sources : AIE

(3) Les pays de l'OPEP (Iraq, Iran, Koweït, Arabie Saoudite, EAU, Qatar, Venezuela, Equateur, Libye, Algérie, Angola, Nigeria) disposent de marges de production alors qu'on considère que les non-OPEP produisent à pleine capacité.

Ces contraintes sur l'offre poussent d'autant plus les prix à la hausse que les marges de manœuvre face à tout nouveau choc paraissent limitées.

- **Les stocks des pays OCDE ont atteint un point bas qui n'avait pas été observé depuis 2007.** Ils étaient en janvier à 2,61 Mds de barils, restant pour le septième mois consécutif à un niveau inférieur à la moyenne des cinq dernières années.
 - **En outre, les marges supplémentaires de production des pays OPEP⁽³⁾, qui sont censées être mobilisables dans un délai maximum d'un mois, voire en quelques jours, sont en effet à des niveaux historiquement bas.** Elles sont retombées en février à 1,9 Mn de barils/jours contre 4,7 Mns de b/j de moyenne en 2011. L'Arabie saoudite concentre actuellement, à elle seule, 85% de ces marges de réserve supplémentaire. Dans ce contexte, l'annonce, début mars, de la destruction d'un pipeline en Arabie Saoudite, vite démentie, a renforcé la nervosité des marchés. De même, l'engagement pris par l'Arabie saoudite d'augmenter de 25% sa production, de 10 à 12,5 Mns de b/j a-t-il été accueilli avec beaucoup de circonspection par les marchés, alors que le pays produit actuellement à un niveau jamais atteint au cours des trente dernières années : d'une part, il faudrait plus de trois mois pour porter la production à 12,5 Mns, et à ce titre, les marchés ne considèrent pas que le pays a une marge de production de 2,5 Mns de b/j ; d'autre part la qualité du brut supplémentaire est en question. En outre, plus la production augmente pour répondre au déséquilibre offre/demande structurel, plus les marges de production s'amenuisent en cas de choc sur l'offre.
- Pour imprimer un mouvement durablement baissier sur les prix du pétrole, l'Arabie saoudite devrait à la fois pouvoir produire plus pour pallier le déséquilibre offre/demande actuel, mais aussi augmenter ses marges de production dans un contexte de risque géopolitique élevé.**

- **Un recours aux stocks stratégiques, en particulier aux Etats-Unis et en France, pour faire baisser les prix en période pré-électorale pourrait se révéler contre-productif.** Barak Obama y avait eu recours, au printemps 2011, pour enrayer la remontée des prix du pétrole au moment de la crise libyenne. L'accalmie avait été temporaire et l'impact sur les prix modéré. Dans le contexte actuel de déséquilibre de l'offre et de la demande, un recours aux stocks stratégiques pourrait même conduire à un relèvement des prix : la réduction des stocks en pleine montée du risque géopolitique seraient analysée par les marchés comme un élément de risque haussier.

Jusqu'où les prix du pétrole peuvent-ils monter ?

Dans ce contexte de forte contrainte qui pèse sur l'offre, on peut tabler sur une volatilité accrue des prix du pétrole. En particulier, tout choc d'offre aigu pourrait faire grimper les prix au-delà des sommets de 2008.

L'incertitude la plus forte porte sur l'évolution de la « crise iranienne », qui connaît une intensité renouvelée depuis novembre 2011, avec la publication du rapport de l'AIEA. Ce dernier mentionne, sur la base d'informations « crédibles », de « sérieuses inquiétudes » quant à la nature militaire du programme nucléaire iranien. Les Israéliens, qui ont

vu avec ce rapport leurs craintes reconnues par la communauté internationale, menacent depuis lors d'attaquer l'Iran d'ici à octobre - avant que les stocks d'uranium enrichi puissent être mis hors de portée. Les Iraniens menacent, quant à eux, de bloquer le détroit d'Ormuz, par où transitent 20% de la production mondiale de pétrole. Les Américains et les Européens, ont de leur côté, accru leurs sanctions à l'encontre de l'Iran. **On estime toutefois qu'au premier trimestre 2012, la prime du risque iranien a été plus que modeste, entre 5 et 10\$,** les marchés considérant l'hypothèse d'une déflagration régionale comme peu probable. On fait bien face là à un problème classique d'analyse du risque : donner un prix à un scénario extrême, peu probable, mais aux conséquences incalculables.

Le scénario central (55% de probabilité) qui sous-tend nos prévisions actuelles de pétrole à 120\$ le baril en 2012 est celui d'une sortie par le haut des négociations engagées entre les membres du Conseil de Sécurité de l'ONU et de l'Allemagne (P5+1) à l'instigation de l'Union européenne. L'issue favorable de ces négociations permettrait une retombée des cours autour au deuxième semestre.

Ce scénario prend en compte deux éléments. Du côté des Israéliens et des Américains, il y a de fortes incitations à rechercher une issue diplomatique au conflit, au regard des fortes incertitudes qui pèsent quant aux conséquences d'une intervention militaire (a priori strictement aéronavale) qui pourrait conduire à un embrasement régional. D'autant que le chef d'Etat major, le général Benny Gantz ainsi que les services secrets israéliens ne semblent pas convaincus de l'efficacité d'une intervention, vu la dispersion et l'enfouissement des sites nucléaires et les risques d'explosion nucléaire. Une intervention israélo-américaine en Iran semblerait peu cohérente avec la stratégie de désengagement régional engagé par les Etats-Unis. Par ailleurs, l'issue diplomatique semble devoir être une option privilégiée par un Iran affaibli par les sanctions économiques, et qui a accepté de revenir à la table des négociations. L'embargo européen, et plus encore les sanctions financières américaines, ont un impact très net sur l'économie iranienne : le rial a perdu 50% par rapport au dollar depuis le début de l'année, l'inflation s'accélère, et le chômage atteint des sommets. Les Occidentaux sont, dans cette perspective, en position de force pour obtenir le transfert en dehors d'Iran de l'uranium enrichi à 20% susceptible d'être utilisé pour la constitution d'une arme nucléaire ainsi que l'inspection du site militaire de Fordo au sud-ouest de Téhéran. En outre, par-delà la levée des sanctions économiques, des avantages symboliques pourraient être concédés à l'Iran, comme le retrait du pays de la liste des Etats terroristes établie par Etats-Unis ou encore la reconnaissance du droit de l'Iran à développer un programme nucléaire civile en conformité avec ses engagements pris dans le cadre du Traité de Non-prolifération.

Il y a bien sûr des risques associés à ce scénario : on ne peut exclure un grippage des négociations censées commencer mi-avril et notamment un refus par les Iraniens d'une reprise des inspections de l'AIEA. Les difficultés des parties en présence à convenir même d'un lieu pour reprendre les négociations (Istanbul, Bagdad, Pékin) témoignent de la fragilité du processus engagé.

Un scénario intermédiaire (30% de probabilité) verrait les prix se hisser à 150 \$ le baril de Brent en cas de chocs supplémentaires sur l'offre. D'une part, on ne peut exclure de nouvelles perturbations de production de nature opérationnelle au Canada ou au Royaume-Uni ou encore liées à des chocs climatiques dans le golfe du Mexique (10%

de la production mondiale) où les sites off-shore sont vulnérables aux ouragans et cyclones. **Par ailleurs, on ne peut complètement écarter une chute accrue de la production iranienne dans le sillage d'un «printemps iranien».** La société iranienne est traversée, comme les sociétés du Maghreb, par de profondes mutations démographiques et sociologiques. Le taux de fécondité est de 1,8 enfant par femmes, soit en-deçà des taux européens et près d'un tiers de la population a effectué des études universitaires et utilise régulièrement internet. Dans ce contexte, les aspirations au respect des droits individuels et au bien être économique sont susceptibles de générer d'autant plus de tensions que les inégalités sont significatives (avec un indice de Gini⁽⁴⁾ de 44,5) et que la corruption est répandue et les libertés politiques sont faibles. Certes, la répression sanglante des manifestations qui ont suivi les élections contestées de 2009, a durablement affaibli l'opposition au régime. Les dernières élections législatives de mars 2012, qui ont affirmé la prééminence au parlement des conservateurs proche de l'Ayatollah Khamenei, se sont d'ailleurs déroulées sans perturbation majeure. Toutefois, la forte détérioration de la situation économique en Iran consécutive aux sanctions financières américaines pourrait, comme le souhaite les Américains, constituer un terreau favorable à la reprise des mouvements de contestation.

Le scénario extrême (15%) d'une intervention israélienne, avec des prix du pétrole dépassant 200\$, doit être considéré. Malgré les fortes incertitudes en termes de coûts/avantages d'une intervention israélienne, celle-ci ne peut-être exclue. D'une part, Israël a vu son diagnostic sur l'Iran reconnu par la communauté internationale. Même si une intervention serait illégale au sens du droit international, Israël pourrait légitimer la nature «préventive» de son action sur la base du rapport de l'AIEA. D'autre part, le chef du gouvernement Benjamin Netanyahu et son ministre de la défense Ehoud Barak semblent considérer qu'une attaque «préventive» pourrait avoir des coûts limités. Le succès de l'intervention des forces alliées en Lybie a en effet renforcé la légitimité et la confiance dans l'efficacité des frappes aériennes ciblées, peu coûteuses en vies humaines. Israël est d'ailleurs, par le passé, intervenu à deux reprises, respectivement en Irak et en Syrie pour anéantir, avec succès, les installations nucléaires de ces pays, sans que ces attaques ne débouchent sur un conflit. En outre, Israël peut considérer que les moyens de répliques directes sur Israël sont contenus : l'Iran ne dispose que d'un nombre très limité de missiles balistiques qui pourraient atteindre Israël, le nouveau missile Sajjil-2 n'étant pas encore opérationnel. Aussi, ne peut-on pas exclure complètement une intervention israélienne, au cas où par exemple, l'Iran se refuserait à accepter les missions d'observation d'experts de l'AIEA.

Une escalade ne pourrait être dans ce cas être exclue et pourrait déboucher sur un conflit régional. Le blocage, même temporaire du détroit d'Ormuz, par où transite près de 20% de la production mondiale, pourrait conduire à une envolée des cours pétrole à plus de 200\$. L'armée navale du Corps des gardes de la Révolution islamique est particulièrement bien équipée, avec de petites embarcations très mobiles capables d'attaquer de grands cargos. Même si la quasi-totalité des exportations iraniennes transitent par le détroit d'Ormuz, on ne peut exclure une position jusqu'au boutiste d'un Iran qui n'aurait rien à perdre. L'Iran pourrait par ailleurs s'appuyer sur le Hezbollah et sur le Hamas pour mener des attaques répétées contre Israël. Le pays pourrait aussi sur les populations chiites d'Irak pour mener des actions de sabotage. Par-delà le blocage du

(4) L'indice de Gini est un indicateur synthétique d'inégalités de revenus. Il varie entre 0 et 100. L'inégalité est d'autant plus forte que l'indice de Gini est élevé.

détroit d'Ormuz, l'Iran pourrait viser les sites de désalinisation des pays du Golfe, ou encore les sites de production pétrolière en Arabie Saoudite, qui sont concentrés dans le nord-est à majorité chiite et où l'Iran bénéficie d'un très fort soutien de la population. L'intervention des Etats-Unis serait alors inévitable.

Quel impact sur la croissance mondiale ?

La croissance est généralement moins affectée par le niveau des prix du pétrole que par son évolution. L'évolution des prix du pétrole été de +15%, en glissement annuel au premier trimestre 2012, un niveau plutôt modeste en comparaison du bond de 35% au premier trimestre 2011, dans le sillage de la guerre libyenne, ou encore la hausse de près de 70% au cours des trois premiers trimestres en 2008. Dans ce contexte, nos prévisions de croissance ont été marginalement revues à la baisse.

Un choc d'offre plus important, comme celui prévu dans notre scénario intermédiaire, aurait cependant un impact négatif plus prononcé sur l'activité. Cet impact serait toutefois sensiblement différent selon les régions du monde. Les Etats-Unis, moins dépendants des importations de pétrole que les Européens, devraient être moins touchés que ces derniers. Les pays de la périphérie de la zone euro seront, quant à eux, tout particulièrement affectés. Les pays émergents continueront de bénéficier d'un niveau bas des prix des denrées alimentaires qui constituent près des 2/3 du panier de prix ainsi que du recours encore important au charbon, qui limite l'impact de l'envolée des prix du pétrole. Toutefois, les finances publiques souffriront dans les pays qui subventionnent substantiellement les prix de l'essence.

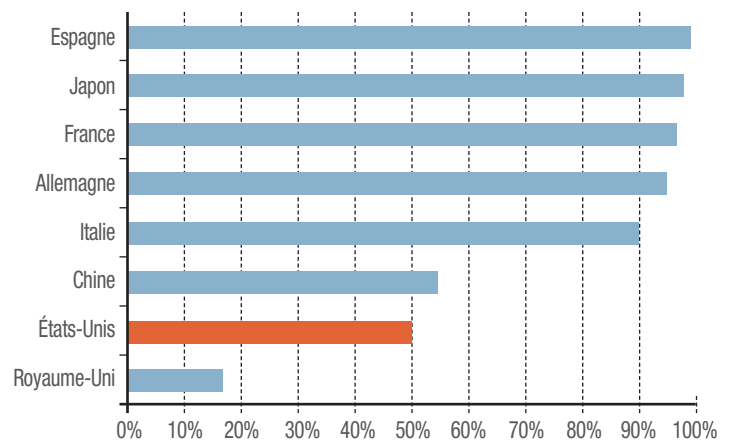
Dans l'hypothèse extrême d'un choc d'offre violent, l'économie mondiale pourrait rentrer en récession.

Etats-Unis : des entreprises plus résilientes face à une remontée des prix du pétrole

Les entreprises américaines sont plus résistantes que les ménages américains à une augmentation des prix du pétrole. D'une part, les entreprises américaines bénéficient d'un accès à une énergie bon marché, sous forme de gaz naturel et de gaz de schiste qui représentent près de 40% de la consommation totale d'énergie. D'autre part, elles peuvent tabler sur le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas, ce qui est favorable à l'investissement. En effet, même si les entreprises américaines ne bénéficieraient pas d'une augmentation significative de la demande des pays producteurs de pétrole (qui ne drainent que 5% des exportations américaines) en cas de remontée des prix du pétrole, contrairement aux entreprises allemandes, les Etats-Unis peuvent compter sur une hausse des achats d'actifs américains dans lesquels les pays pétroliers investissent généralement leurs surplus commerciaux. La hausse d'achats d'actifs en dollars permet de faire baisser les taux longs. La baisse des taux d'intérêt n'aura quasiment pas d'impact sur la consommation des ménages, qui sont engagés dans un processus de désendettement et dont les dépenses restent fortement contraintes. Le transport pèse ainsi de plus en plus sur le budget des ménages, alors les prix de l'essence frisaient les 4\$ le gallon fin mars, un pic qui n'avait pas été atteint depuis le printemps 2008. Néanmoins, les ménages pourraient bénéficier d'un effet de richesse positif, avec l'aug-

mentation du prix des actifs. In fine, une augmentation de 10% des prix du pétrole aurait, selon Natixis⁽⁵⁾, un effet quasi nul sur la croissance.

Importations nettes de pétrole, en % de la consommation totale (2010)



Source : CNUCED

Toutefois, une récente étude menée par le Council of Foreign Relations⁽⁶⁾, un «think tank» proche de l'administration Obama, montre que par-delà l'ampleur de l'augmentation des prix, un élément important est la **rapidité avec laquelle les prix augmentent**. Une augmentation de 50% des prix du pétrole en six mois pourrait conduire jusqu'à une réduction de 4 points de la croissance américaine. Étale sur dix-huit mois, ce même choc sur les prix ne l'entamerait que de 2 points sur la deuxième année. Sur plus longue période, les agents économiques, notamment les ménages, ont en effet le temps d'adapter leur comportement de consommation.

Japon : l'investissement des entreprises contraint

Avec le maintien d'un seul réacteur nucléaire en fonctionnement sur les 54 existants, le coût croissant de la production d'énergie thermique pèse sur les marges des compagnies d'électricité. Ces dernières, privées de cash flow, ont d'ores et déjà réduit leur investissement. Tepco pourrait relever le prix de l'électricité de près de 20% pour garantir sa viabilité financière. Tous les secteurs d'activité seraient alors touchés par l'augmentation du coût des intrants, et notamment le secteur de la sidérurgie qui devrait limiter ses efforts d'investissement.

Europe : un risque de récession aggravée

La zone euro devrait être affectée plus sensiblement que les Etats-Unis par la progression des prix du pétrole. Les importations d'énergie représentent en effet 4,5% du PIB de la zone euro contre 3% du PIB américain.

Tous les pays de la zone euro ne sont toutefois pas dans la même position face à la remontée des prix du pétrole. La dépendance énergétique est particulièrement sensible dans les pays de la périphérie de la zone euro : en Espagne, les importations nettes d'énergie représentent près de 100% de la consommation d'énergie. L'impact sur la croissance pourrait être sensible. La France, pourrait quant à elle pâtir de ses choix passés en matière de politique industrielle. Le pays, qui

(5) Natixis, Flash Economie N° 224, 23 mars 2012.

(6) Improving Energy Market Regulation: Domestic and International Issues, D.Ahn, Council of Foreign Relations, février 2012

a en favorisé le développement du moteur diesel, notamment par des avantages fiscaux, pâtit aujourd'hui du renchérissement du gasoil : alors que le pays est exportateur net d'essence, les importations nettes de gasoil représentent 14% du déficit commercial. La croissance française pourrait s'en trouver affectée via le renchérissement des importations et la baisse de la consommation des ménages, contrainte par le relèvement des coûts du transport. Les entreprises allemandes pourraient, quant à elle, bénéficier du rebond de la demande des pays pétroliers. Le ratio des importations d'énergie rapportées aux exportations vers les pays pétroliers est en effet de 1,3 en Allemagne contre 2,4 en France et 4 en Espagne.

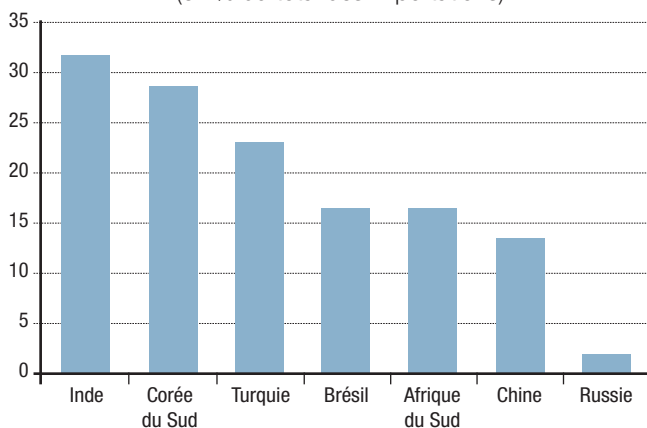
En outre, dans un contexte de faiblesse relative de l'euro par rapport au dollar, les pics des prix du pétrole atteints en euros sont ressentis de manière plus aiguë. Ainsi, en euro, le pic de fin-mars a été équivalent à celui de 2008, à cette différence près que le rythme de progression cette fois-ci (+20% sur les six derniers mois) a été beaucoup moins important qu'en 2008 (+45% en six mois).

Il y a enfin un risque que la BCE, qui reste très fortement engagée dans la lutte contre l'inflation, ne conduise une politique monétaire moins accommodante que prévu, et freine la reprise dans les pays de la zone.

Quel impact sur les pays émergents ?

Les pays émergents, qui ont réengagé des politiques accommodantes en début d'année 2012 pour pallier le ralentissement de la demande des pays avancés, pourraient faire face à des tensions inflationnistes accrues. Cela, en dépit de l'importance du recours au charbon dans la production d'énergie, notamment en Chine, et de l'évolution contenue des prix des denrées alimentaires, qui composent la plus grande part du panier de référence. En effet, on peut tabler, à terme, sur un renchérissement du prix des engrais et in fine des prix des denrées alimentaires. Par ailleurs, les pays importateurs de pétrole où les subventions aux prix de l'énergie sont importantes, comme en Inde, feront face à une augmentation des pressions budgétaires. Il est clair que, dans le cas d'une envolée des cours à plus de 200\$ et d'une récession mondiale, tous les pays émergents seraient touchés par le canal commercial.

Part des importations de combustibles dans quelques pays émergents
(en % du total des importations)



Source : CNUCED

En Asie émergente, l'impact d'un relèvement des prix du pétrole sera différencié

En Chine, l'impact sera principalement concentré sur le secteur de l'énergie. Les marges des sociétés du secteur de l'énergie sont en effet directement affectées par une hausse des prix du pétrole, dans un contexte de prix régulés où elles ne peuvent pas reporter sur les prix de vente la hausse des coûts des intrants. L'Inde sera un des pays les plus fragilisés par une envolée des prix du pétrole. Les efforts de consolidation budgétaire annoncés dans le budget 2012-13 pour contenir la progression de la dette publique – qui représente 52% du PIB contre 37% pour la moyenne des émergents – pourraient en effet être remis en cause. La réduction prévue de 50% des subventions à l'essence et aux engrais, qui représentaient 10% des dépenses publiques en 2011, pourrait en effet être difficilement tenable au regard des risques inflationnistes et sociaux.

En Amérique latine, l'Argentine est le pays le vulnérable à une remontée des prix du pétrole

L'inflation y dépasse, selon des sources non-officielles, 25%. Si, jusqu'à présent, le pouvoir d'achat des Argentins n'a pas été entamé grâce à la progression des salaires, la spirale prix/salaires pourrait devenir rapidement ingérable. Dans ce contexte, les efforts de consolidation budgétaire pour contenir une dette plus élevée que la moyenne des émergents (46% du PIB contre 37%) risquent d'être compromis : alors que le gouvernement tente de faire accepter des baisses de salaires aux syndicats, il lui sera difficile de ne pas augmenter les subventions (qui représentent déjà 4% du PIB).

L'Europe centrale pourrait ne pas trop pâtir, à court terme, d'une hausse des prix du pétrole

Certes, l'intensité énergétique y est en effet deux fois plus importante qu'en Europe de l'Ouest et du Sud. Toutefois, les pays d'Europe centrale s'approvisionnent majoritairement en pétrole russe, à travers des contrats de long terme, ce qui permet de palier la fluctuation des prix. Par ailleurs, certains pays sont en meilleure position pour capter la demande additionnelle d'importations russes, corollaire d'une progression des prix du pétrole, notamment la Pologne, la Hongrie, la Lituanie et la Slovaquie. **La Turquie est le pays le plus vulnérable de la zone à une hausse des prix du pétrole.** Le déficit de la balance énergétique représente en effet 70% du déficit courant et le contexte macroéconomique est dégradé, avec une inflation proche de 10% depuis le début de l'année- le niveau le plus haut élevé depuis 5 ans. Dans ce contexte, le risque d'atterrissage brutal est en hausse. En effet, la Banque centrale turque a engagé un cycle de durcissement de la politique monétaire pour ancrer les anticipations inflationnistes des agents, alors même que tous les voyants de l'activité sont à d'ores et déjà à l'orange : les exportations sont affectées par la baisse de la demande européenne et du Moyen-Orient et la demande interne est contrainte par le ralentissement de l'offre de crédit.

Évaluations risque pays

Modifications

Pays sous surveillance et
évaluations des
principales économies

Modifications des évaluations risque pays

Pays	Janvier 2012	Modifications avril 2012 (ordre croissant de risque)
------	--------------	---

Reclassements, levée de la surveillance négative, mise sous surveillance positive

Japon	A1 ↘	A1
États-Unis	A2	A2 ↗
Afrique du Sud	A3 ↘	A3
Tunisie	A4 ↘	A4
Ghana	C ↗	B
Sierra Leone	D ↗	C
Venezuela	C ↘	C

Déclassements, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative

Australie	A1	A1 ↘
Nouvelle-Zélande	A1	A1 ↘
Slovénie	A2 ↘	A3
Islande	A4 ↗	A4
Portugal	A4 ↘	B
Argentine	C ↗	C
Mozambique	B ↘	C
Mali	C	D
Ukraine	D ↗	D

Reclassements, levée de la surveillance négative, mise sous surveillance positive

Japon : A1

Levée de la surveillance négative sur l'évaluation A1 (depuis mars 2011)

- La croissance devrait progresser de 1,8% après la récession de 0,9% en 2011
- Les commandes de machines, qui anticipent les intentions d'investissement des entreprises, ont progressé en janvier
- Les exportations devraient s'accélérer après le coup de frein de 2011
- L'activité des entreprises est soutenue par l'investissement public (un 4ème supplément budgétaire de \$30 Mds a été voté par la Diète en février consacré au redéploiement des zones détruites par le tremblement de terre et la tendance pourrait s'accélérer sensiblement au second semestre. Le montant total des dépenses publiques prévues au budget s'élèvent à plus de \$260 Mds
- Les défaillances d'entreprises ont baissé (-2,5% en 2011) et l'indice des incidents de paiement s'est nettement amélioré.

Etats-Unis : A2 ↗

Mise sous surveillance positive de l'évaluation A2

- La croissance est revue à la hausse de 1,6% à 2%
- Les créations d'emplois ont été soutenues en février (250K) pour le sixième mois consécutif. Ce nombre demeure insuffisant pour faire baisser rapidement le chômage (8,3%), mais pour la première fois les créations ont concerné un nombre plus importants d'Etats
- La consommation des ménages a été globalement soutenue (+2%) en 2011, et la confiance des ménages a connu un plus haut depuis 12 mois en février (70,8), malgré l'augmentation du prix de l'essence à la pompe
- L'investissement des entreprises a accéléré en 2011 (+7%) et la décélération en 2012 devrait être faible
- La chute des défaillances s'est confirmée (-15% en 2011).
- L'indice ISM du secteur manufacturier s'essouffle en février mais les commandes en attente et les nouvelles commandes à l'exportation demeurent robustes
- Le niveau des incidents de paiement Coface est resté sous contrôle.

Afrique du Sud : A3

Levée de la surveillance négative sur l'évaluation A3 (depuis juin 2008)

- Cours élevés des matières premières
- Réorientation du commerce vers la Chine
- Accélération des investissements dans l'énergie et les transports
- Vigueur de la consommation.

Tunisie : A4

Levée de la surveillance négative sur l'évaluation A4 (depuis mars 2011)

- Le processus de transition politique est davantage avancé par rapport à d'autres pays arabes ayant connu des soulèvements en 2011 et son caractère est relativement pacifique.
- Parallèlement au retour à une situation politique plus stable, l'économie devrait connaître un rebond (modeste) cette année, soutenu notamment par de bonnes récoltes grâce à une pluviométrie favorable (le secteur agricole représentant environ 12% du PIB et 20% de la population active).
- L'expérience de paiement Coface est satisfaisante.

Ghana : B

Reclassement en B de l'évaluation C ↗ (depuis décembre 2011)

- Croissance vive
- Reclassement de l'environnement des affaires de C en B : faible corruption, information commerciale disponible et de qualité
- Système politique démocratique
- Ressources naturelles significatives et développement de la ressource pétrolière.

Sierra Leone : C

Reclassement en C de l'évaluation D ↗ (depuis décembre 2011)

- La croissance progresse vivement (+50%)
- Ressources naturelles importantes, diversifiées et croissantes
- Système politique démocratique

Venezuela : C

Levée de la surveillance négative sur l'évaluation C (depuis juin 2009)

- La croissance (+3,7% attendu en 2012) bénéficie des cours élevés du pétrole et des dépenses publiques dans la perspective des élections présidentielles qui se tiendront en octobre 2012.

Déclassements, levée de la surveillance positive, mise sous surveillance négative

Australie : A1 ↘

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A1

- La croissance très favorable attendue en 2012 (autour de 2,8%) repose largement sur les performances du secteur minier. Mais elle masque aussi les difficultés du secteur manufacturier et du tourisme, davantage sensibles à la compétitivité-prix. Ces derniers pâtissent de l'appréciation du dollar australien mais aussi d'une moindre demande domestique.
- La construction de logements faiblit dans un contexte de pénurie chronique, ce qui devrait conduire à des pressions à la hausse sur les prix.
- La confiance des ménages, très endettés, a chuté fin 2011, sous l'effet de la hausse du chômage

- L'accès au crédit demeure difficile pour les entreprises hors secteur minier et les délais de paiement ont tendance à s'allonger (l'enquête menée par Coface Australia auprès de 553 entreprises australiennes indique que plus de la moitié d'entre elles ont vu les délais de paiement consentis à leurs clients augmenter de plus de 60 jours).
- Les faillites d'entreprises se sont accélérées (+17,3% en février 2012 sur six mois glissant), ce qui est reflété par la montée de l'indice des incidents de paiement Coface.

Nouvelle Zélande : A1 ↘

Mise sous surveillance négative de l'évaluation A1

- En dépit d'une croissance solide (+3,2% attendu en 2012), le secteur manufacturier et le tourisme devraient pâtir de la parité élevée du dollar néo-zélandais, et sentir les effets des difficultés rencontrées par leurs partenaires commerciaux australiens.
- La reconstruction de Christchurch et de sa région est retardée par la persistance de secousses sismiques.
- La progression des faillites a été spectaculaire : +109% en février 2012 sur six mois glissant.

Slovénie : A3

Déclassement en A3 de l'évaluation A2 ↘

- Canal commercial : la récession en zone euro affecte déjà les exportations slovènes dont 25% se dirigent vers l'Allemagne. L'impact est d'autant plus important que la Slovénie est ouverte (les exportations représentent 60% du PIB)
- Contraction de la demande interne.
 - Investissement : la confiance des entreprises se dégrade, inflexion de l'indice de production industrielle,
 - Consommation : remontée du chômage (9%) au second semestre 2011
- Fragilités persistantes du système bancaire. Le ratio bancaire prêt/dépôt est de 160%, il contraint l'offre de financement aux entreprises et aux ménages. La mise en place de Bâle III renforcera par ailleurs ces contraintes
- Poids de la dette extérieure très élevé : 110% du PIB.

Islande : A4

Levée de la surveillance positive sur la l'évaluation A4 (depuis septembre 2011)

- La croissance est revue à la baisse (+0,4%) en raison de l'impact du ralentissement de la demande extérieure sur les exportations (Pays-Bas et Royaume-Uni), de la stagnation de la production d'aluminium et des quotas imposés à l'industrie cde la pêche.
- La consommation des ménages décélère davantage qu'attendu (hausse des taxes, disparition progressive des mesures de soutien à la consommation)
- Les marges des entreprises sont sous pression et les faillites ont progressé de 72,6% au second semestre 2011.

Portugal : B

Déclassement en B de l'évaluation A4 ↘ (depuis septembre 2011)

- Explosion des impayés et progression notable des défaillances en 2011

- Renforcement prévisible de la récession en 2012 (-4% après -1,5% en 2011)
- Cure d'austérité prolongée et tassement attendu de la demande européenne (75% des débouchés)
- Solvabilité de l'Etat dégradée
- Le pays se conforme aux objectifs de son plan de sauvetage mais une aide complémentaire, voire une renégociation de la dette, ne peuvent être totalement écartées s'il ne parvient pas à retourner sur le marché obligataire au second semestre 2013.

Argentine : C

Levée de la surveillance positive sur l'évaluation C (depuis décembre 2010)

- Accumulation des mesures de contrôle des changes et des importations
- Retards de paiement du fait de ces mesures
- Ecart grandissant entre taux de change officiel et au noir
- Dégradation des comptes publics et extérieurs
- Pressions croissantes sur les investisseurs étrangers.

Mozambique : C

Déclassement en C de l'évaluation B \downarrow (depuis décembre 2010)

- Forte dépendance à l'aide internationale, à l'aluminium et au charbon
- Pauvreté répandue : éducation supérieure et santé défaillantes
- Infrastructures défaillantes : énergie, transport, eau
- Agriculture peu productive (parfois des émeutes de la faim sanglantes)
- Environnement des affaires médiocre
- Démocratie de façade : irrégularités électorales usuelles.

Mali : D

Déclassement en D de l'évaluation C (depuis décembre 2010)

- Détérioration de la situation sécuritaire au nord du Mali liée à l'offensive touareg lancée en janvier 2012 et favorisée par le retour d'ex-mercenaires ayant combattu sous l'autorité du colonel Kadhafi
- Putsch d'officiers subalternes à Bamako, le 22 mars 2012, dénonçant le manque de moyens pour combattre les rebelles touareg et les terroristes d'AQMI
- Perturbations économiques et financières liées au coup d'Etat (fermeture des banques, pénuries, suspension de l'aide multilatérale).

Ukraine : D

Levée de la surveillance positive sur l'évaluation D (depuis juin 2010)

- Le risque d'une nouvelle dévaluation s'accroît dans l'attente d'un nouvel accord avec le FMI.
- La dette publique étant pour moitié libellée en devise, une nouvelle dévaluation affecterait considérablement le risque souverain.
- Les prêts des banques au secteur privé étant pour 60% dollarisés alors que les agents sont rémunérés en hryvnia, une dévaluation aurait pour conséquence d'accroître le niveau des créances douteuses déjà très élevé.
- La capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes structurelles impopulaires conditionnant le retour du FMI est limitée dans l'attente des élections législatives d'octobre.

Rappel

Pays sous surveillance

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

Sous surveillance positive

Pays	Évaluations	Surveillance négative depuis
États-Unis*	A2	Avril 2012

Sous surveillance négative

Pays	Évaluations	Surveillance négative depuis
Australie*	A1	Avril 2012
Nouvelle-Zélande*	A1	Avril 2012
République Tchèque	A2	Janvier 2012
Slovaquie	A3	Janvier 2012

Évaluations des principales économies

Par ordre croissant de risque et par ordre alphabétique

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

* Pays dont l'évaluation est modifiée en avril 2012

Guide Coface risque pays Actualisation

Printemps 2012

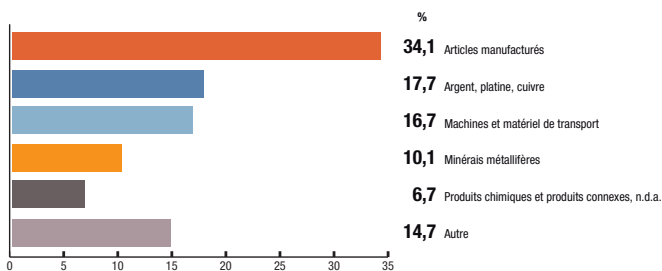


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,7	2,8	3,1	2,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	7,2	4,1	5,1	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,0	-3,9	-5,5	-5,2
Solde courant / PIB (%)	-4,0	-2,8	-4,1	-4,7
Dette publique / PIB (%)	31,5	35,1	36,6	37,5

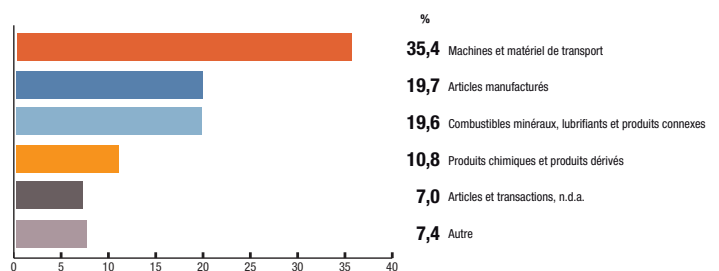
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 27 % du PIB



Importations 28 % du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement de la croissance en 2012

En 2012, la croissance devrait ralentir. La consommation des ménages (80% du PIB) restera relativement robuste, favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt, les revalorisations salariales et une amélioration de l'offre de crédit. Toutefois, sa progression sera contrainte par l'endettement des ménages (78% du revenu disponible), un taux de chômage durablement élevé (23%) et un nouveau relèvement des prix de l'électricité (+25%). L'investissement des entreprises privées, dont la situation financière est globalement solide, devrait poursuivre son lent redressement. Cependant, cette reprise restera timide du fait de l'existence de capacités de production inutilisées, des incertitudes, tant sur l'évolution future de la demande intérieure ou extérieure, que sur le régime d'exploitation des mines, où les autorités se montrent plus interventionnistes. Il s'agira plus d'investissement de modernisation que d'accroissement des capacités. Les compagnies publiques conserveront un rythme soutenu d'investissement. Les exportations, en grande partie dirigées vers les pays avancés (à hauteur de 50%) subiront le ralentissement de la demande extérieure, ce qui pèsera sur la production manufacturière.

Maintien des politiques publiques expansionnistes

En 2012, les politiques expansionnistes seront maintenues, tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire. Le déficit budgétaire restera à un niveau substantiel, de l'ordre de 5% du PIB. Les dépenses publiques s'attacheront à résorber les vulnérabilités structurelles qui caractérisent l'économie sud-africaine, parmi lesquelles les déficiences d'infrastructures, avec les habituelles coupures d'électricité, la faible qualification de la main d'œuvre, une insécurité grandissante et des inégalités persistantes. Dans ce contexte, les dépenses sociales en matière d'éducation et de santé continueront d'être élevées.

Une inflation accentuée par le renchérissement de l'énergie et de l'alimentation

Avec le renchérissement des cours mondiaux de l'énergie et des produits agricoles, l'inflation devrait atteindre 6%, soit le plafond de la fourchette définie par la Banque centrale. Un nouveau relèvement des prix de l'électricité et l'accroissement des coûts de production et de distribution, lié à des augmentations salariales supérieures aux gains de productivité et aux infrastructures défaillantes, nourriront aussi les pressions inflationnistes. Une éventuelle dépréciation du rand, toujours possible en cas de décrochage des cours des métaux précieux, augmenterait ces pressions. Toutefois, les taux d'intérêt ne devraient pas augmenter, la banque centrale estimant le risque de ralentissement supérieur à celui de l'inflation.

Aggravation du déficit courant et vulnérabilité des financements extérieurs

La progression des importations excédera encore celle des exportations. L'atonie de la demande extérieure continuera de peser sur les exportations de produits manufacturés (véhicules, textiles), tandis que les exportations de minerais et de métaux pâtiront de la stagnation ou de l'érosion de leurs prix. Les importations de machines, de véhicules et de produits de consommation augmenteront, entraînant ainsi l'apparition d'un léger déficit commercial. La balance des invisibles restera déficitaire. Les recettes touristiques ne permettent pas de compenser les paiements de services aux sociétés minières étrangères, d'autant que les rétrocessions de droits de douane au profit des états voisins membres de la SACU se sont accrues. En conséquence, le déficit courant devrait se creuser pour s'établir à 4,7% du PIB. Celui-ci devrait être, comme par le passé, couvert par des investissements de portefeuille attirés par des rendements relativement élevés, ce qui, compte tenu de leur nature volatile, est susceptible de poser un problème de financement.

Erosion de la popularité de l'ANC

La popularité du président Jacob Zuma a décliné sur fond de chômage élevé, d'inégalités et de corruption. En outre,

les progrès dans la sécurité et la santé publiques sont laborieux, ce qui tend à exacerber le mécontentement populaire. La politique de discrimination positive, notamment au sein de l'administration et des entreprises publiques, a permis l'émergence d'une classe moyenne noire, les black diamonds. Mais, la politique de dévolution du pouvoir économique à la population noire (Black Economic Empowerment) nourrit une certaine rancœur au sein d'une fraction de la population qui a le sentiment que le BEE profite surtout à une élite proche du pouvoir. Le président Zuma doit concilier l'aile droite, favorable au monde des affaires, et l'aile gauche, partisane d'une nationalisation des ressources naturelles afin d'augmenter leur contribution au développement.

Points FORTS →

- Poids économique et politique majeur sur le continent
- Ressources minières importantes (or, platine, diamant, charbon...)
- Industrie diversifiée et services financiers performants
- Comptes et endettement publics maîtrisés
- Profil favorable de la dette extérieure, essentiellement à moyen et long terme et libellée en rand
- Environnement des affaires satisfaisant

Points FAIBLES →

- Position géographique excentrée
- Vulnérabilité aux cours des matières premières
- Sensibilité à la conjoncture européenne et américaine, ainsi qu'à la concurrence asiatique
- Carences en infrastructures de transport et d'énergie
- Dépendance aux flux de capitaux étrangers, par nature volatils
- Chômage élevé et pénurie de main d'œuvre qualifiée
- Fortes inégalités



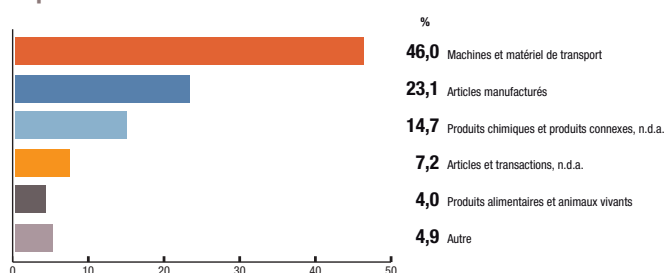
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,1	3,7	3,1	0,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,4	1,1	2,2	2,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8
Solde courant / PIB (%)	5,6	5,7	5,4	4,9
Dettes publiques / PIB (%)	74,2	83,0	81,0	82,0

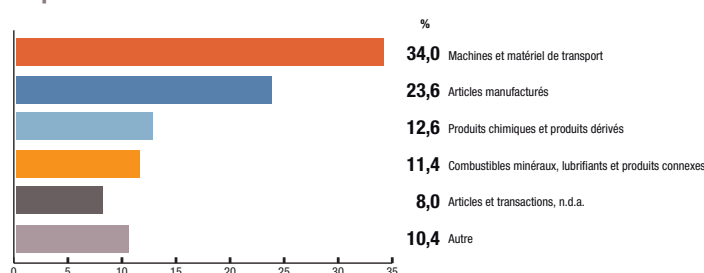
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **41 %** du PIB



Importations **36 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Fort ralentissement de l'activité lié à la dégradation du contexte extérieur, suivi d'une reprise progressive

Dans le sillage de la crise de la dette européenne et du ralentissement économique mondial, l'activité a légèrement reculé sur les derniers mois de 2011. Elle devrait, au mieux, stagner début 2012 avant de reprendre progressivement à partir du printemps. Sur l'ensemble de l'année 2012, la croissance sera faible.

Malgré le maintien d'une demande forte en provenance des zones émergentes, les exportations (50% du PIB) vont fortement ralentir sous l'influence d'une conjoncture très défavorable en Europe occidentale (55% des débouchés). Comme, dans le même temps, les importations ralentiront moins, la contribution des échanges extérieurs à la croissance sera légèrement négative en 2012. Par ailleurs, les incertitudes ont incité les entreprises à repousser leurs investissements sur le second semestre 2012. Un recul de ces derniers est toutefois à écarter en raison du taux d'utilisation assez élevé des capacités de production et du rattrapage partiel du retard dû à la crise de 2009. L'investissement public décèlera avec la fin des projets contenus dans le second plan de relance de 2009. L'accroissement des investissements dans les énergies renouvelables (éolien, solaire, géothermique), la modernisation des centrales thermiques existantes et la construction de centrales au gaz dans la perspective de la sortie du nucléaire en 2022, n'interviendra au mieux qu'à partir de la fin d'année.

Soutien de la dépense des ménages

Le soutien à l'activité proviendra surtout de la résistance de la consommation et de l'investissement des ménages. Malgré le ralentissement attendu des créations d'emploi, le chômage baissera encore, car moins de personnes arriveront sur le marché du travail. Le revenu disponible des

ménages augmentera significativement. Dans un marché du travail tendu, les accords professionnels se sont conclus sur des hausses sensibles de salaires. Les retraités vont profiter de l'indexation de leurs pensions sur les rémunérations. La majeure partie du supplément de recettes publiques attendue en 2012, conséquence de la résistance de la consommation et de la progression des revenus, sera redistribuée sous forme de primes de fin d'année aux fonctionnaires, d'augmentation des allocations logement et parentale, ainsi que des bourses pour les étudiants. La construction et la rénovation de logements progressera du fait notamment de la méfiance des ménages pour les placements financiers et de très bas taux d'intérêt.

Des comptes publics et extérieurs satisfaisants

Avec le ralentissement de croissance et le desserrage de la politique budgétaire, l'amélioration des comptes publics va ralentir. Le déficit devrait tout de même passer sous la barre des 1% du PIB. Cependant, la dette restera élevée (plus de 80% du PIB). Le frein à l'endettement, intégré à la Loi Fondamentale, qui prévoit la réduction du déficit structurel de la Fédération à 0,35% d'ici 2016 et l'équilibre structurel pour les Länder d'ici 2020, ne jouera pas suffisamment. Le déficit structurel devrait en effet représenter 1% du PIB.

Grâce à son considérable excédent commercial, la balance courante est très excédentaire. L'essoufflement de la demande mondiale ne remet pas en cause cette situation.

La situation financière des entreprises susceptible de se dégrader à nouveau

En 2011, la rentabilité des entreprises est presque remontée à son niveau confortable d'avant la crise. Néanmoins, les hausses de salaires consenties et l'augmentation du prix des matières premières ont ralenti le processus. Mais, d'un autre côté, le désendettement, rendu possible par l'autofinancement croissant des entreprises, a réduit la charge du service de leur dette.

Cependant, la nette décélération de la croissance attendue en 2012 peut entraîner une rechute. En cas de dégradation de la situation des banques, dont certaines restent fragiles, l'accès au crédit bancaire deviendrait plus difficile et onéreux. Cela pourrait poser de graves difficultés aux entreprises, notamment les PME, qui y ont recours. Toutefois, la moindre ampleur du retournement conjoncturel devrait limiter la détérioration éventuelle.

Points FORTS ↗

- Solide base industrielle (1/4 du PIB)
- Compétitivité coût/produit élevée et faible sensibilité au change
- Présence importante sur les marchés émergents (1/3 des exportations)
- Rôle central des PME (Mittelstand) exportatrices
- Recherche et Développement
- Intégration de l'Europe centrale et orientale dans le processus de production
- Importance des ports de Hambourg et de Bremerhaven

Points FAIBLES ↘

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



Principaux indicateurs économiques

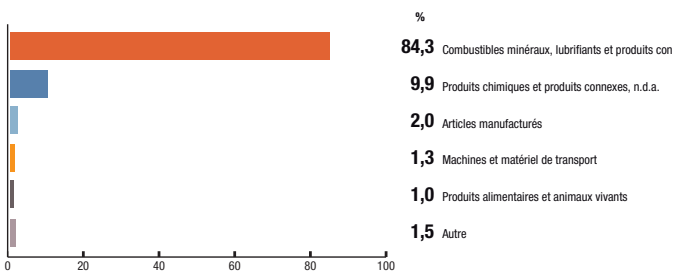
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	0,3	3,8	6,5	4,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,1	5,3	5,1	5,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,8	5,6	11,0	3,5
Solde courant / PIB (%)	5,8	15,4	24,0	18,0
Dette publique / PIB (%)	22,8	16,2	13,0	12,5

(e) : estimation

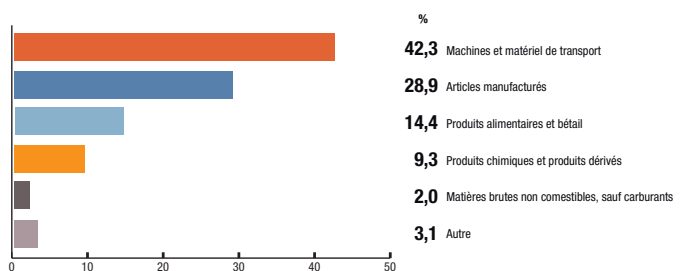
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **54 %** du PIB



Importations **43 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Croissance soutenue par les hydrocarbures et les dépenses publiques

En retrait par rapport à une année 2011 assez exceptionnelle, la croissance en 2012 doit être soutenue par une légère augmentation de la production pétrolière et par le maintien de prix élevés des hydrocarbures. De plus, l'activité sera tirée par la poursuite du programme d'investissements publics de 386 milliards\$ sur cinq ans (2010-2014), ainsi que par le train de mesures du début 2011 s'élevant à 130 milliards\$ et destiné à désamorcer les tensions sociales. Étalées dans le temps, les mesures sociales initiées en 2011 vont continuer de doper la consommation des ménages. De plus, en dépit d'un climat mondial morose, l'investissement privé et étranger devrait être stimulé par les projets en cours ou prévus, raffineries, usines pétrochimiques, nouveaux gisements de gaz offshore.

L'inflation devrait augmenter en 2012, par suite principalement de l'impact de la hausse des salaires dans les secteurs public et privé en 2011. Toutefois, la construction prévue de 500 000 logements sociaux devrait ralentir la hausse des prix des locations, dont le poids dans le panier des prix est lourd.

Maintien d'importants excédents jumeaux et situation financière solide

Les finances publiques restent tributaires des revenus pétroliers (90% des recettes budgétaires). En 2012, malgré l'ampleur des dépenses destinées à la construction de logements sociaux et d'hôpitaux et à la création de 60.000 emplois publics, le maintien d'un excédent budgétaire est attendu, grâce à la modeste hausse prévue de la production pétrolière et au maintien de cours élevés du pétrole. De ce fait, les recettes provenant des exportations d'hydrocarbures et de produits pétrochimiques doivent

demeurer à un niveau élevé et les échanges commerciaux solidement excédentaires, malgré la progression des importations imputable à la vigueur de la demande intérieure. Cela compensera largement les déficits persistants des services et des transferts, et il en résultera un substantiel excédent courant.

Dans ce contexte, la Saudi Arabia Monetary Agency va continuer d'accumuler d'importants actifs financiers à l'étranger qui pourraient atteindre 580 milliards\$ fin 2012, soit l'équivalent du PIB et de plus de deux années d'importations. De fait, l'Etat saoudien est en position de créancier extérieur net, même si le prix du baril permettant l'équilibre budgétaire augmente régulièrement.

Fragilités au plan politique

L'Arabie saoudite présente des fragilités alors qu'elle est un pôle de stabilité essentiel au niveau régional et pour la sécurité de l'approvisionnement énergétique mondial. Les événements politiques et sociaux affectant plusieurs pays arabes depuis 2011 semblent néanmoins devoir épargner le pays, la rente pétrolière permettant d'apaiser les tensions sociales liées aux larges inégalités, au chômage élevé des jeunes et à la corruption. En outre, le roi Abdallah mène prudemment la modernisation du royaume, mais la question de sa succession se pose avec acuité en raison de son âge et de son état de santé précaire. Or, le processus des réformes pourrait être remis en cause par l'accession au trône de rois conservateurs, alors que la population semble aspirer à un rajeunissement du pouvoir.

Environnement des affaires perfectible

Le secteur privé doit connaître en 2012 une croissance similaire à celle de l'économie et la situation financière des entreprises devrait continuer de s'améliorer, même si des défauts de paiement ne sont pas à exclure, en raison de problèmes d'accès au crédit bancaire. Très concentré, le système bancaire saoudien, le plus important du Moyen-Orient, est bien capitalisé, liquide et rentable.

Par ailleurs, malgré les progrès réalisés pour améliorer le climat des affaires, le système juridique ne présente pas toutes les sécurités requises pour faire valoir le droit des créanciers et les comptes des sociétés sont souvent opaques, ce qui complique l'appréciation du risque. Néanmoins, le comportement de paiement des entreprises privées devrait rester légèrement meilleur que celui observé en moyenne par Coface dans le monde.

Points FORTS ↗

- Un quart des réserves mondiales de pétrole et premier producteur de l'OPEP
- Rôle économique et politique régional prépondérant
- Economie en voie de diversification et plus ouverte depuis l'accession à l'OMC fin 2005
- Situation financière solide

Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance envers le secteur des hydrocarbures
- Système d'éducation inadéquat entraînant un taux de chômage élevé, des jeunes particulièrement
- Fragilités de la gouvernance et conservatisme assombrissant le climat des affaires
- Environnement géopolitique instable

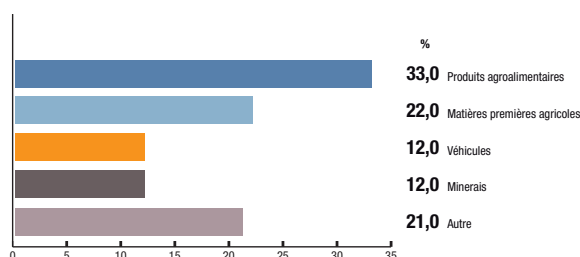


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,0	9,2	8,5	3,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	16,3	22,0	23,0	25,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,6	0,2	-1,2	-1,4
Solde courant / PIB (%)	3,6	0,8	0,1	0,0
Dette publique / PIB (%)	56,0	44,0	46,0	45,0

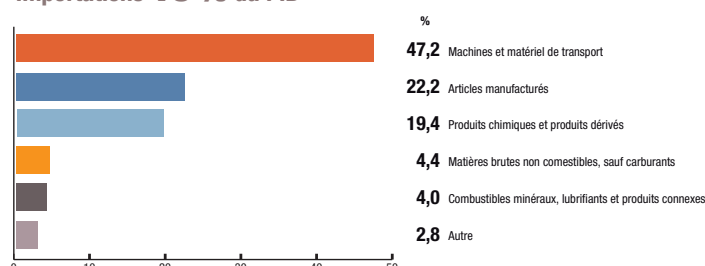
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 21 % du PIB



Importations 16 % du PIB



→ Appréciation du risque

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

Le ralentissement d'activité s'intensifiera en 2012. L'activité est très sensible à la conjoncture mondiale. Le ralentissement chez les principaux clients, en premier lieu le Brésil, va peser sur les exportations. L'industrie textile et automobile en souffrira. De même pour l'agriculture (10% du PIB, 20% des exportations) avec des cours mondiaux moins favorables et l'impact de la sécheresse sur la production. De plus, les autorités semblent amorcer un resserrement de leur politique budgétaire destiné à refroidir la demande intérieure et à endiguer le flot d'importations. L'élimination des subventions (4% du PIB) sur les tarifs des services publics a commencé. Bien que les acteurs économiques, du moins ceux de l'économie formelle, soient habitués à la forte inflation et s'en protègent largement grâce à l'indexation des salaires et des prix, la consommation risque de souffrir d'une inflation plus forte. L'investissement des entreprises, dans l'industrie comme dans l'énergie ou les transports, sera encore découragé par les interventions publiques de l'Etat sur les prix de vente, ainsi que sur les échanges extérieurs de marchandises et de capitaux. La nationalisation de la compagnie pétrolière YPF, filiale de Repsol et respectivement numéro un et deux de la production pétrolière (35%) et gazière (25%) ne va pas encourager les investisseurs étrangers.

Disparition des excédents budgétaires et courants

L'excédent budgétaire a disparu en 2009 et cela sera le tour de l'excédent courant en 2012. Même si la dette publique ne représente que 45% du PIB et sa composante extérieure 15%, avec seulement un quart en devises, cette situation nouvelle est préoccupante.

Les recettes budgétaires sont à la fois obérées par les nombreuses exonérations et dépendantes des droits de douane. De leur côté, les dépenses augmentent rapidement car les subventions suivent la hausse des matières premières tandis que les dépenses de personnel sont

indexées sur l'inflation. Or, l'Etat argentin, en défaut vis-à-vis des pays créanciers du Club de Paris au titre de sa dette publique bilatérale, ne peut de facto accéder aux marchés financiers, sauf à payer des taux d'intérêt très élevés. Il finance son déficit par des moyens hétérodoxes, par exemple en ponctionnant les réserves de la Banque centrale ou du Fonds de garantie de la sécurité sociale.

La disparition de l'excédent courant est aussi problématique. La diminution de l'excédent commercial en est la cause. Les importations progressent en effet plus rapidement que les exportations. Le contrôle des prix de l'électricité, du gaz et de l'essence aboutit, malgré les subventions, à une sous-tarifcation peu incitative pour l'investissement. Malgré les importantes réserves prouvées, la production d'hydrocarbures s'étioule et le pays présente un solde énergétique déficitaire. Par ailleurs, la compétitivité des exportations manufacturières est érodée par l'appréciation réelle du peso, la hausse des prix excédant la dépréciation du peso. L'excédent commercial ne permet plus de couvrir les sorties de capitaux privés qui ont atteint 21,5 milliards de dollars en 2011 et pourraient persister en 2012 avec les incertitudes économiques.

Les autorités ont pris plusieurs mesures restrictives visant à sauvegarder leurs ressources en devises. Les exportations agricoles sont taxées et les importations sont découragées. Les autorités ont accru le nombre de produits (600) soumis à licences d'importation. Leur obtention dépend de l'engagement pris par l'importateur ou un partenaire local d'exporter pour un montant équivalent. Elles obligent les importateurs à avertir leur banque de leurs besoins en devises au moins 10 jours à l'avance et les contraignent à demander une autorisation d'importation aux services fiscaux. Elles imposent également aux exportateurs de rapatrier le produit de leurs ventes. Ces mesures occasionnent des retards de paiement.

Tensions sociales dans un contexte politique stable

Les tensions sociales restent fortes du fait d'une pauvreté importante et des inégalités. La pauvreté est due à la forte

hausse des prix alimentaires et immobiliers dans les grandes villes. Si les travailleurs syndiqués sont protégés de l'inflation par les augmentations salariales obtenues par les puissants syndicats, ceux du secteur informel (40%) la subissent. Bien que le gouvernement de centre gauche et d'inspiration péroniste, dirigé par Cristina Fernandez de Kirchner reconduite à la présidence en octobre 2011 pratique une politique d'inspiration sociale, les revendications et les grèves sont importantes. 60% des accords collectifs doivent être renégociés. Etant donné le faible taux de chômage et la persistance d'une forte inflation, la confrontation entre gouvernement et syndicats sera rude.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

- Environnement des affaires imprévisible
- Dépendance à l'égard des matières premières
- Insuffisance des investissements dans l'énergie et les transports
- Politique budgétaire peu rigoureuse
- Inflation très élevée
- Fortes inégalités et tensions sociales
- Faible influence régionale et a fortiori mondiale, malgré l'appartenance au G20



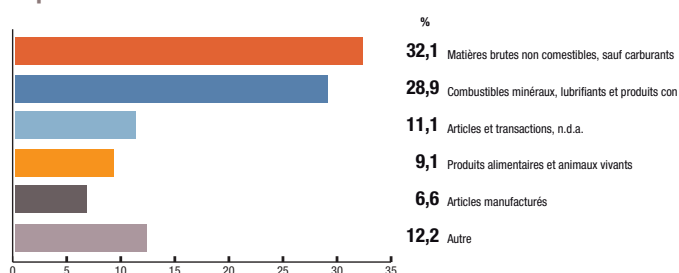
Principaux indicateurs économiques

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

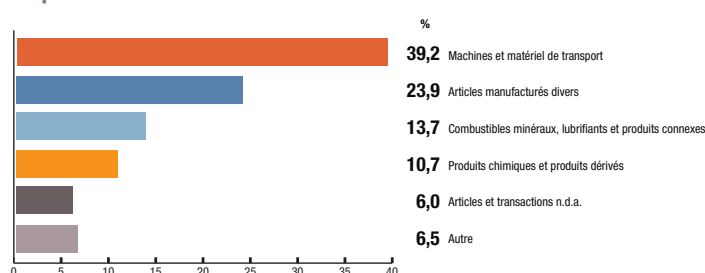
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 20 % du PIB



Importations 22 % du PIB



→ Appréciation du risque

Croissance soutenue mais performances des secteurs non-miniers sous tension

Après le ralentissement de l'activité en 2011 (2%) à la suite des inondations dévastatrices qui se sont produites à la fin de 2010 et au début de 2011, la croissance devrait s'accélérer (2,7%) profitant d'un effet de base et surtout du rebond de l'investissement. Les entreprises des secteurs minier (charbon et minerai de fer) et énergétique (gaz de charbon et gaz naturel) devraient en effet accélérer la réalisation de grands projets au nord du pays évalués à 461 milliards de dollars américains. En dépit du ralentissement attendu de la croissance des pays asiatiques, les exportations minières et énergétiques continueront d'enregistrer une forte progression. Néanmoins, ces performances masquent les difficultés du secteur manufacturier et du tourisme qui souffrent d'un désavantage compétitivité-prix dû à l'appréciation du dollar australien. Les pressions baissières qui se sont produites sur la devise à partir du second semestre 2011, sous l'effet du mouvement d'investisseurs se tournant vers des monnaies d'économies moins dépendantes des matières premières ont été de courte durée et depuis le début de l'année, le dollar s'est affermi à nouveau. Sauf intensification de la crise en zone euro, le dollar devrait se maintenir à un niveau élevé, ce qui dans un contexte d'investissement soutenu, favorisera les importations. Le commerce extérieur continuera donc de contribuer négativement à la croissance et la balance courante demeurera déficitaire.

La confiance des ménages est moins bien orientée

La consommation des ménages continue d'être un moteur de la croissance mais sa progression en 2012 demeurera inférieure à celle d'avant la crise. L'indice de confiance des ménages affiche une moins bonne orientation en dépit de la baisse du taux directeur de la Reserve Bank of Australia à 4,25% en décembre dernier. Cette décision allège en

effet le service de la dette immobilière des ménages qui ont majoritairement contracté des crédits à taux variables. Les dépenses discrétionnaires, en particulier celles liées aux loisirs sont actuellement contraintes, les ménages préférant se désendetter (plus de 150% du revenu disponible -RD-), et continuer d'approvisionner leur épargne de précaution (9,2% du RD contre 3,1% en 2007).

L'investissement résidentiel pourrait stagner, voire décélérer légèrement, cela en dépit de la pénurie chronique de logements dans la plupart des grandes villes australiennes. Les prix déjà élevés devraient donc être poussés à la hausse. Malgré la bonne tenue de l'économie, les recettes fiscales ne progresseront que faiblement. Mais le déficit budgétaire se réduira (-1,5%) grâce à la décelération des dépenses. La dette publique, quant à elle, affichera un niveau très satisfaisant (30%).

Les faillites des entreprises ont fortement augmenté

L'économie australienne se partage entre un secteur minier très performant et des secteurs manufacturier, agricole et touristique davantage sensibles à la compétitivité-prix. Or, le dynamisme et la solidité du secteur minier dans l'économie attirent une main-d'œuvre qualifiée et poussent les salaires à la hausse au détriment des autres secteurs d'activité qui ont des difficultés à recruter et à maintenir la même offre de rémunération. Autant de facteurs qui fragilisent ces entreprises et pèsent sur leurs marges. Le ralentissement dans la construction pourrait freiner sensiblement l'activité des entreprises du BTP qui, toutefois, seront largement bénéficiaires des investissements miniers ainsi que de ceux réalisés dans les infrastructures portuaires et ferroviaires. Dans un contexte de crédit toujours difficile d'accès, les délais de paiement ont tendance à s'allonger. Les faillites d'entreprise se sont

accélérées au second semestre 2011 (13,3%), ce qui est reflété par l'indice des incidents de paiement Coface, qui se situe au-dessus de la moyenne mondiale.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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



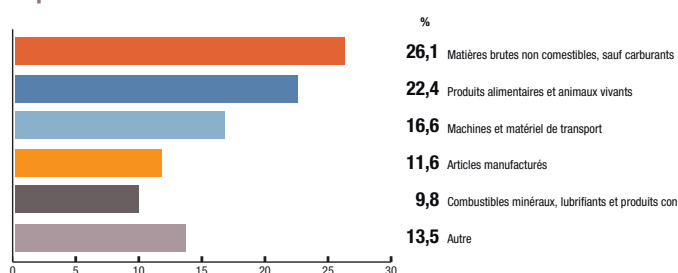
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-0,6	7,5	2,7	3,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,9	5,0	6,5	5,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,1	-2,5	-2,4	-2,1
Solde courant / PIB (%)	-1,5	-2,3	-2,3	-2,9
Dettes publiques / PIB (%)	62,0	54,7	54,2	54,0

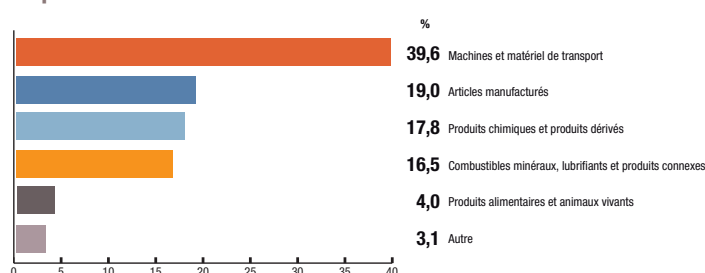
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 11 % du PIB



Importations 11 % du PIB



→ Appréciation du risque

Reprise modérée en 2012

En 2012, l'activité devrait légèrement accélérer. Si la conjoncture internationale continuera de peser, la demande intérieure sera motrice. Cette dernière sera soutenue par le soutien au crédit et des allègements fiscaux.

L'inflation reste en haut de la cible (4,5% +/- 2) de la Banque centrale, en raison du prix élevé des matières premières, de la robustesse de la demande intérieure et du faible chômage. De plus, chaque 1er janvier, le salaire minimum et les retraites, perçus par un quart de la population, bénéficient de l'indexation sur l'inflation enregistrée en année N-1. En dépit des tensions inflationnistes, et afin de soutenir l'activité, la BCB poursuit la baisse du taux directeur entamée fin août 2011. Descendu à 8,75% en avril 2012, il pourrait encore être abaissé.

Le crédit aux ménages et aux entreprises sera encore encouragé par la bonification des taux et la mise à disposition de lignes de crédit par les banques publiques, notamment la BNDES. Hors bonus, les taux peuvent atteindre 45% pour les ménages et 25% pour les entreprises. Les taxes sur les achats d'électroménager ou de logements ont été abaissées. Les charges sociales seront réduites dans les secteurs les plus concurrencés par les importations.

Par ailleurs, le pays devrait bénéficier de la bonne tenue des investissements, compte tenu des besoins infrastructures, en vue de la Coupe du Monde de Football en 2014 et des Jeux Olympiques en 2016.

Situation financière maîtrisée

Les comptes publics dégagent un excédent primaire représentant environ 2% du PIB. Mais, avec les intérêts de la dette, le solde public global est négatif. Il devrait rester maîtrisé en 2012. Les mesures de soutien à la consommation des ménages et à l'investissement seront de moindre ampleur que celles adoptées en 2009 et 2010.

Le déficit courant devrait, par contre, se détériorer en 2012 en raison d'une progression des importations supérieure à celle des exportations qui réduira considérablement l'excédent commercial. Les importations de produits raffinés

dépasseront de nouveau les exportations de brut en raison de l'insuffisance des capacités de raffinage. Petrobras, compagnie majoritairement publique, leader dans le secteur, n'est pas incitée à les développer, car les prix des carburants imposés par les autorités l'obligent à vendre à perte.

Plusieurs mesures visant à favoriser la production nationale sont en vigueur. Une surtaxe (jusqu'à 30%) sur les ventes de véhicules automobiles au contenu local inférieur à 65% a été introduite. Un contenu local minimal de 65% est aussi imposé pour les services et les matériels pétroliers, au risque de retarder la livraison ou de renchérir le coût d'équipements nécessaires à l'exploitation des nouveaux champs en eau profonde. Petrobras, aussi leader dans ce secteur, enregistre des retards dans son programme d'investissement.

Afin de lutter contre l'appréciation du real, provoquée par l'afflux de capitaux étrangers à la recherche d'un meilleur rendement, et jugée à l'origine de la baisse de compétitivité industrielle, le Brésil a réactivé la taxation à hauteur de 6% des investissements étrangers en rente fixe, ainsi que des crédits contractés à l'étranger à moins de 5 ans. Les crédits inférieurs à 360 jours contractés par les importateurs sont exemptés, tout comme les crédits intra-entreprises pour ne pas nuire au commerce et aux investissements étrangers. En effet, le déficit récurrent de la balance des services, des revenus et des transferts (nombreux travailleurs immigrés) est couvert par les flux de capitaux étrangers.

Retard en matière de réforme

La présidente Dilma Rousseff poursuit une politique alliant stabilité macroéconomique et développement social, dans la continuité de son prédécesseur. Néanmoins, elle a plus de difficultés à gérer la coalition gouvernementale multipartite. Sa lutte contre la corruption, très populaire dans l'opinion publique, s'est traduite par l'éviction de plusieurs ministres au grand mécontentement de plusieurs partis dont elle a besoin du soutien au parlement. Cela risque de ralentir les réformes, comme la simplification de la fiscalité ou la réforme de l'enseignement.

Comportement de paiement des entreprises susceptible de se dégrader

En 2012, les risques portent surtout sur le coût et la disponibilité du financement des entreprises. En effet, certaines entreprises, à la recherche de taux d'intérêt inférieurs, ont accru leur endettement en devises. Cela les expose non seulement au risque de change, mais aussi à la raréfaction et au renchérissement du crédit découlant des difficultés rencontrées par les banques des pays avancés. Celles endettées sur le marché intérieur pourraient également être affectées, si les banques locales répercutent ces hausses de coûts de financement. Les autorités se déclarent prêtes à mettre à disposition des lignes de crédit pour pallier aux réticences des banques.

Points FORTS ↗

- Taille et potentialités du marché intérieur
- Ressources naturelles abondantes
- Importante industrie manufacturière
- Excédent budgétaire primaire
- Marges significatives pour des politiques contracycliques
- Position extérieure créditrice nette
- Considérables réserves en devises (12 mois d'importation)

Points FAIBLES ↘

- Dépendance aux matières premières et aux capitaux étrangers
- Déficit public global dû au service de la dette
- Infrastructures déficientes (énergie, transport)
- Manque de main d'œuvre qualifiée
- Insuffisance de l'épargne domestique et coût élevé du crédit
- Impôts élevés et consacrés surtout aux dépenses de fonctionnement
- Corruption et criminalité prospérant sur inégalités



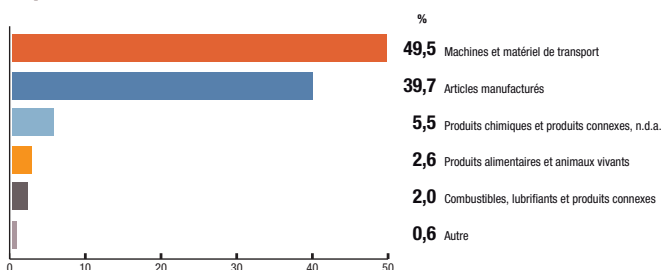
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	9,2	10,4	9,2	8,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,7	3,3	5,4	3,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,1	-2,3	-1,6	-0,8
Solde courant / PIB (%)	5,1	5,2	2,8	2,4
Dettes publiques / PIB (%)	17,7	33,8	26,9	22,2

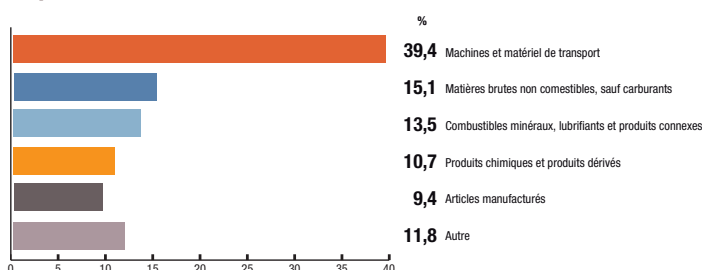
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 27 % du PIB



Importations 22 % du PIB



→ Appréciation du risque

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

L'activité ralentira en 2012 en raison de la décélération de la demande interne et de la demande externe. En effet, les ventes à l'étranger, notamment vers la zone euro qui capte 15% des exportations totales, affichent un moindre dynamisme. En outre, la demande interne marque le pas du fait de la politique de contrôle de l'investissement engagée en 2010 et axée principalement sur la décélération de l'offre de crédit (hausse des taux d'intérêt ; réintroduction des quotas sur les prêts) et sur l'appréciation du yuan. La contraction des transactions immobilières et la baisse des prix dans certaines grandes villes pèsent également sur l'activité, le secteur immobilier représentant 10% du PIB. Ces difficultés du secteur immobilier pourraient avoir des conséquences sur le secteur de la construction notamment la métallurgie et les cimenteries.

Dans ce contexte de décélération des demandes interne et externe, un ensemble de mesures contra-cycliques devraient être mises en place. Ainsi, le ralentissement de la croissance devrait-il être contenu. L'instrument budgétaire sera massivement mobilisé. En témoigne, le lancement du programme de construction de 36 millions de logements sociaux ou les mesures de soutien aux PME de Wenzhou. Par ailleurs, les baisses du taux de réserves obligatoires des banques devraient se poursuivre tandis que les quotas sur les prêts pourraient être assouplis. Enfin, l'appréciation du yuan devrait légèrement ralentir et atteindre 3-4% en 2012 contre 5-6% en 2011. Cette relance devrait permettre au secteur manufacturier d'afficher des performances stables. Toutefois, elle retarde le rééquilibrage de la croissance une montée en puissance du salarié-consommateur chinois. Si les hausses de salaires devraient perdurer et soutenir la consommation, l'investissement - d'ores et déjà hypertrophié - continuera d'augmenter, entretenant les déséquilibres structurels du modèle de croissance chinois.

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

Les PME chinoises sont à surveiller car elles font face à plusieurs chocs : pressions salariales importantes, appréciation du yuan et problème d'accès au financement. En effet, les crédits bancaires étant principalement alloués aux entreprises publiques, les PME font de plus en plus appel au système informel de crédit qui applique des taux usuraires, jusqu'à quatre fois plus élevés que ceux appliqués aux entreprises publiques. Dans un contexte de ralentissement de la demande externe, ces PME - qui représentent 68% des exportations, 60% de la création de richesse nationale et 66% des licences de brevets - pourraient rapidement se retrouver en difficulté. Des défauts en chaîne constituent le risque principal.

Par ailleurs, le secteur bancaire pourrait être affecté par les difficultés croissantes du secteur immobilier, malgré les résultats encourageants des stress tests effectués par les autorités chinoises sur les 17 plus grandes banques commerciales. En effet, si les ménages s'endettent peu pour acquérir leur logement, ce n'est en revanche pas le cas des promoteurs immobiliers qui font face à une pression financière accrue en raison de l'illiquidité croissante du marché et sont parfois contraints de vendre avec des décotes importantes.

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

mants. L'Etat, souhaitant éviter le risque d'aléa moral, pourrait être tenté de faire quelques exemples isolés.

Lacunes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, les tensions sociales devraient demeurer vives en raison notamment des confiscations récurrentes de terrains agricoles au profit de promoteurs immobiliers. La mobilisation d'élections municipales en mars 2012 a été un exemple significatif de ces mouvements sociaux. En outre, les inégalités restent substantielles entre les campagnes et les villes. Enfin, malgré les progrès récents de la réglementation, des lacunes majeures de gouvernance persistent.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

- Tensions sociales croissantes liées à la montée des inégalités
- Vieillesse de la population et tarissement progressif du vivier de main d'œuvre abondant et bon marché
- Surcapacités dans l'industrie et le commerce
- Banques chinoises fragiles, compte tenu du dynamisme du crédit et des incertitudes quant au niveau des créances douteuses
- Problèmes environnementaux



Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,7	5,1	1,6	1,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	16,2	11,7	11,5	8,5
Solde budgétaire * / PIB (%)	-7,0	-8,1	-10,0	-11,5
Solde courant * / PIB (%)	-2,3	-2,0	-1,8	-2,0
Dettes publiques / PIB (%)	77,0	78,0	80,0	83,0

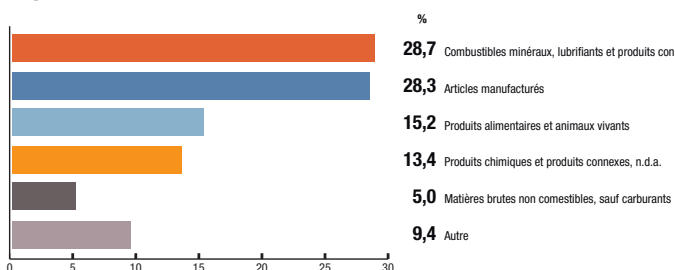
(e) : estimation

(p) : prévision

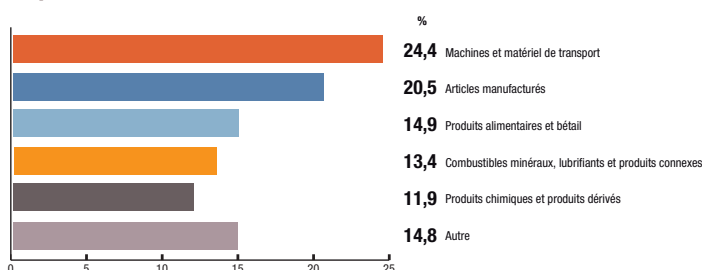
* hors dons

Échanges commerciaux

Exportations 25 % du PIB



Importations 32 % du PIB



→ Appréciation du risque

Transition politique difficile

Suite à la démission du président Moubarak en février 2011, un Conseil suprême des forces armées dirige le pays jusqu'au terme d'élections législatives et présidentielles, au 1er semestre 2012 mais sa gestion de la transition est contestée. Ce processus doit normalement aboutir à une révision de la Constitution et à un régime civil. Les élections législatives de fin 2011 - début 2012 pour les deux chambres du Parlement se sont traduites par une très forte poussée des islamistes, le Parti de la liberté et la justice (FJP, affilié aux Frères musulmans) et les fondamentalistes salafistes du parti Al Nour. Leurs programmes économiques sont d'orientation libérale, tout en mettant l'accent sur une meilleure redistribution de la croissance, et le FJP, disposant de près de la moitié des sièges dans la chambre basse, est censé faire preuve de pragmatisme.

Une stabilisation de la situation politique et économique est, cependant, peu probable avant l'issue de l'élection présidentielle, fin juin 2012, et le transfert du pouvoir à un gouvernement civil, probablement de coalition.

Tassement de la croissance

L'industrie reste affectée par des mouvements sociaux, la haute saison touristique hivernale s'annonce catastrophique (le tourisme étant un secteur clé, pesant pour 16% du PIB au sens large) et le trafic du Canal va pâtir de la détérioration de l'environnement économique international. Toutefois, les secteurs des télécommunications, des engrais et de la construction affichent d'assez bons résultats. Au total, la croissance pourrait encore se tasser durant l'année fiscale 2011-2012. Dans cet environnement incertain, les tensions sur les prix resteront élevées.

Dérèglement des finances publiques

Les événements vont donner lieu à un déficit budgétaire plus important que prévu, en raison de la chute de la croissance, et donc des recettes, et de dépenses plus élevées. Le produit des taxes et des droits de douane va baisser fortement, tandis que l'impact de récentes mesures comme l'augmentation du taux d'imposition des sociétés et la hausse des prix du gaz sera marginal. Parallèlement, l'augmentation des salaires du secteur public, de l'aide sociale et des subventions (27,5% des dépenses totales, 8,5% du PIB) va alourdir les dépenses.

Traditionnellement, le financement du déficit budgétaire est majoritairement assuré par le marché local, mais cela s'avère plus difficile et coûteux. Les rendements obligataires sont désormais très élevés et les swaps sur défaillance de crédit ont atteint des niveaux record au 1er trimestre 2012.

Aussi, outre le recours à des dons et prêts de l'Arabie Saoudite, du Qatar et du Fonds monétaire arabe, les autorités égyptiennes se sont à nouveau tournées vers le FMI début 2012, alors qu'elles avaient renoncé fin juin 2011 à son aide prévue par le G8, arguant de l'opposition de la population et de la volonté de ne pas trop accroître une dette publique (interne) déjà très élevée. Le prêt du FMI de 3,2 Mds\$ pourrait catalyser de nouvelles aides de la Banque mondiale et contribuer au rétablissement de la confiance des opérateurs, alors qu'une première vente d'obligations islamiques est envisagée.

Pression sur les comptes extérieurs et sur le livre

Les exportations de biens doivent progresser modérément en raison notamment de prix élevés des hydrocarbures, mais les recettes du Canal de Suez et les transferts des travailleurs sont susceptibles d'être affectés. De plus, la forte baisse attendue des recettes touristiques va contribuer au maintien du déficit courant, qui ne serait qu'en partie couvert par les aides financières des pays du Golfe ou celles des institutions multilatérales.

Les flux d'investissements directs étrangers pâtissent des événements, à l'exception de ceux destinés au secteur des hydrocarbures. En outre, des fuites de capitaux continuent de se produire et des non-résidents ont rapatrié des fonds. Toutefois, la dette extérieure devrait se maintenir à un niveau modéré (16% du PIB).

Dans ce contexte, le maintien de l'ancrage informel de la livre au dollar est un défi majeur. Au 1er trimestre 2012, la monnaie a atteint son plus bas niveau depuis 8 ans, malgré les interventions de la Banque centrale, dont les réserves de change ont chuté et représentent moins de 3 mois d'importations, un niveau particulièrement faible pour un pays qui couvre une grande partie de ses besoins alimentaires par des achats à l'étranger.

Secteur bancaire fragilisé

Le secteur bancaire, dominé par des banques d'État, est assez liquide mais reste faiblement capitalisé, inefficace, fragilisé par des créances douteuses élevées (15% des prêts) et peu rentable. En outre, les banques, contraintes de participer au financement du déficit budgétaire, sont surexposées au risque souverain égyptien.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

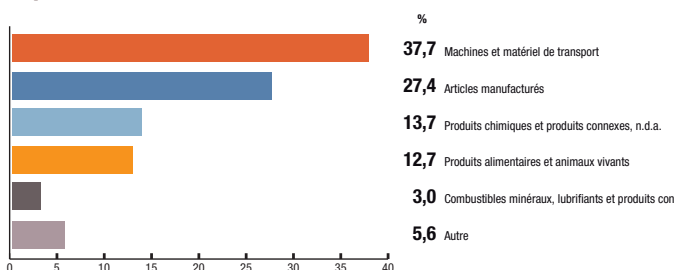


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,7	-0,1	0,7	-1,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,2	2,0	3,1	2,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,2	-9,3	-8,5	-6,0
Solde courant / PIB (%)	-5,2	-4,6	-3,3	-3,3
Dettes publiques / PIB (%)	53,8	61,1	69,0	73,0

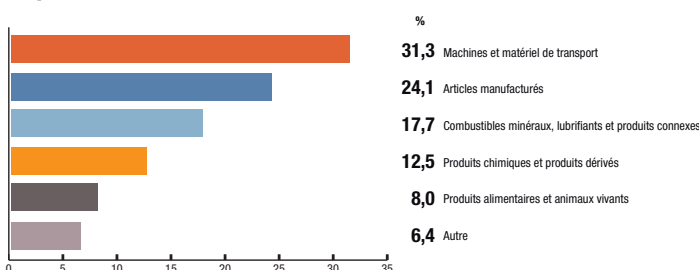
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 23 % du PIB



Importations 26 % du PIB



→ Appréciation du risque

Le pays devrait replonger dans la récession en 2012 sous l'effet de l'atonie de la demande intérieure et du ralentissement européen

L'activité a progressivement ralenti en 2011 du fait de la contraction des dépenses publiques et de la trajectoire toujours déclinante de l'investissement résidentiel. Le PIB a même amorcé un recul au 4^{ème} trimestre, la consommation des ménages et les investissements en équipements affichant, à leur tour, des chiffres négatifs. Le principal moteur de l'économie est demeuré le commerce extérieur, dont la contribution à la croissance s'est accrue. Le déclin de la production observé en fin d'année 2011 devrait se poursuivre sur la plus grande partie de 2012 avant de laisser place à une stabilisation en fin d'année si les besoins d'assainissement budgétaire et les difficultés du secteur du logement se résorbent. D'ici là, la consommation continuera d'être pénalisée par le quasi gel du crédit, le désendettement des ménages, la perte de pouvoir d'achat liée à l'inflation et à la réduction de la valeur des patrimoines et par le niveau record du chômage (22,9% de la population active fin 2011). L'investissement pâtira des effets de l'excès d'offre dans le secteur immobilier, du niveau élevé de l'endettement des entreprises, de conditions de financement détériorées et de la baisse des dépenses publiques. En outre, les perspectives s'assombrissent sur le plan du commerce extérieur du fait de l'affaiblissement de la demande en provenance de la zone euro (57% des débouchés).

Les effets de la crise mondiale ont été aggravés par des déséquilibres préexistants

Au premier rang des déséquilibres figure l'expansion excessive de la demande intérieure observée jusqu'en 2007, liée à un niveau élevé d'investissements productifs et immobiliers qui s'est lui-même traduit par une progression de l'endettement du secteur privé (120% du revenu disponible pour les ménages, 120% du PIB pour les entre-

prises). Le déficit courant qui en a été la résultante s'est toutefois sensiblement réduit à compter de 2009 en raison, pour une large part, de la baisse des importations.

Sur le plan budgétaire, l'Espagne a été, jusqu'à la crise, l'un des seuls pays de la zone euro à respecter le Pacte de stabilité et de croissance. Les comptes publics se sont toutefois dégradés sous l'effet de la récession et de la politique de relance. Le poids de la dette publique, jusqu'alors modeste, a fortement augmenté, même s'il se compare encore favorablement à celui des autres pays de la zone euro (66% du PIB à fin septembre 2011, contre 87,4% pour cette dernière). Dans le contexte de défiance des marchés, cela oblige les autorités à ne pas relâcher l'effort de redressement. Or, celui-ci est contrecarré par le retour de la récession et l'ajustement difficile des comptes des communautés autonomes. Le gouvernement a dû revoir à la baisse son objectif budgétaire pour 2012 après les mauvaises performances enregistrées l'année dernière et a été contraint de débloquer une somme importante pour que les collectivités locales puissent honorer les factures de leurs fournisseurs.

Sur fond de contraction des financements bancaires et de tensions sur le marché obligataire, l'Espagne a pu éviter, jusqu'ici, une grave pénurie de liquidités grâce à l'ajustement de ses comptes courants et aux interventions de la Banque centrale européenne. En dépit de la bouffée d'oxygène apportée par la restructuration de la dette grecque et les refinancements à plus long terme de la BCE, la prudence reste de mise. De nouveaux soubresauts politiques en Grèce ou des difficultés à tenir le cap en matière budgétaire pourraient, en effet, provoquer un nouvel accès de défiance de la part des investisseurs.

Les caisses d'épargne régionales, mises à mal par l'éclatement de la bulle immobilière, ont entrepris une profonde réforme. Nombre d'entre-elles ont fusionné, se sont transformées en banques commerciales et sont en voie de finaliser leur recapitalisation. Conformément à de nouvelles mesures adoptées récemment, l'ensemble du système bancaire doit mettre de côté avant la fin 2012 de nouvelles provisions au titre de ses actifs immobiliers douteux et procéder à de nouvelles injections de capital.

Des entreprises à nouveau affectées par la conjoncture

Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont à nouveau sensiblement augmenté en 2011. Les secteurs les plus fragilisés sont la construction, la mécanique et la distribution. En outre, le recouvrement des impayés se dégrade du fait, principalement, de la remontée des défaillances d'entreprises. Le nombre de ces dernières, comptabilisées par l'Institut national des statistiques, a progressé de 17% en 2011. La construction et l'immobilier ont concentré le tiers des faillites et la plus forte hausse a été enregistrée dans le secteur du commerce. Les communautés autonomes de Catalogne, de Valence, de Madrid et d'Andalousie ont représenté 61% du total des défaillances.

Points FORTS ↗

- Grands groupes à présence internationale
- Liens étroits avec l'Amérique latine
- Infrastructures de transport modernisées
- Développement des énergies éolienne et solaire
- Important potentiel touristique
- Faible niveau initial de dette publique et consensus politique autour de l'ajustement

Points FAIBLES ↘

- Hypertrophie de la construction
- Pertes de productivité et de compétitivité
- Exportations en majorité à contenu technologique faible à moyen (produits alimentaires, chimie de base, articles en métal, vêtements, machines, matériel de transport)
- Lourde dette privée
- Caisses d'épargne régionales fragilisées par la crise immobilière
- Détérioration de la situation financière de l'Etat
- Taux de chômage très élevé, notamment des jeunes



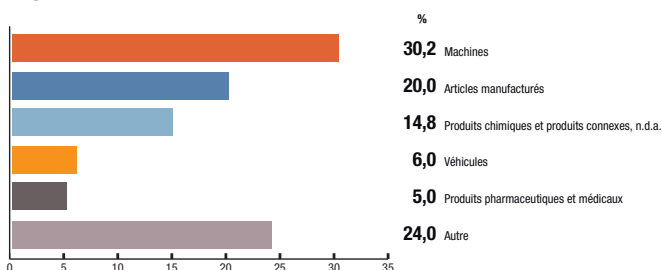
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,5	3,0	1,7	2,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,3	1,6	3,2	1,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,2	-8,9	-8,7	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,2
Dettes publiques / PIB (%)	85,8	95,2	101	105,6

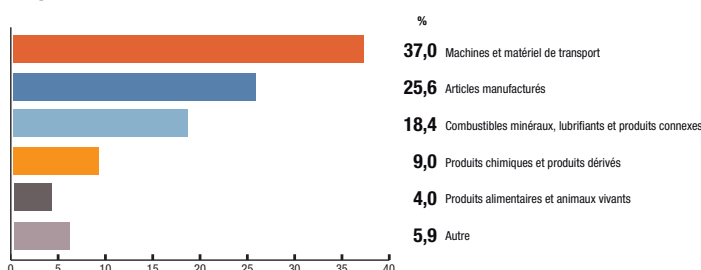
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 11 % du PIB



Importations 14 % du PIB



→ Appréciation du risque

La consommation des ménages est bien orientée

Des signes modestes, mais positifs, ont donné l'espoir à la fin de 2011 qu'enfin l'économie se redressait. Des tendances négatives sont toujours à l'œuvre début 2012. Mais de bonnes nouvelles se confirment et soutiennent la consommation des ménages, principale composante de l'activité (71% du PIB). L'année électorale a poussé les responsables démocrates et républicains à conclure un accord en février pour la reconduction de la réduction des charges salariales et de la durée d'indemnisation du chômage de 54 à 99 semaines jusqu'à la fin 2012. L'orientation à la hausse du marché de l'emploi, pour le sixième mois consécutif, touche dorénavant un nombre plus important d'Etats. Mais le rythme de créations reste insuffisant pour réduire significativement le nombre des chômeurs et absorber les nouveaux arrivants. Le chômage demeure donc élevé (autour de 8,3%). Néanmoins, on observe une inflexion à la baisse depuis mi-2011 des Américains en situation précaire, ce qui porte à 15% le taux de chômage en incluant ce segment de la population active. Dans ce contexte, l'indice de confiance des ménages demeure à un niveau élevé, en dépit de la progression des prix de l'essence à la pompe, et de la stagnation du revenu disponible. L'épargne des ménages, quant à elle, continue de décélérer légèrement (4,5% au quatrième trimestre, contre 5% au premier) et l'endettement, tout en demeurant élevé (146% du revenu disponible) recule (168% en 2007). Les incertitudes autour des mesures qui pourraient être prises après les élections présidentielles pour assainir les finances publiques et la progression de l'inflation pourraient cependant pousser le consommateur à plus de prudence dans ses dépenses. Le déficit budgétaire se réduira cette année mais la dette continuera de gonfler.

La politique accommodante de la Réserve Fédérale se poursuit en 2012. Après deux quantitative easing qui se sont achevés en juin dernier, l'opération Twist de 400 milliards de dollars, en vigueur jusqu'en juin 2012, devrait

permettre de maintenir les taux hypothécaires attractifs, ce qui favorisera l'investissement résidentiel qui cessera de se contracter (+3,5%). Toutefois, ce redressement sera modeste, l'excès d'offre continuant de peser sur la demande.

Les exportations décélèrent en ligne avec l'affaiblissement de la demande européenne

L'investissement productif (équipements et logiciels) apportera de nouveau une contribution positive à la croissance, avec néanmoins un léger ralentissement (+7%), les entreprises faisant également preuve de prudence face aux incertitudes économiques et politiques. Les exportations, qui ont été un moteur essentiel de l'activité en 2011, n'afficheront pas les mêmes performances. Malgré la probable légère dépréciation du billet vert, elles devraient décélérer en ligne avec le ralentissement de la demande extérieure. En effet, la récession attendue en zone euro touchera les ventes américaines (15% du total) directement, mais aussi indirectement via les sociétés américaines implantées en Asie. Les effets négatifs viendront également du Japon (5% des ventes à l'étranger) où la reprise sera faible. La Chine (7%) est également vulnérable à un ralentissement de la demande de la zone euro, l'un de ses principaux partenaires. De plus, il n'est pas exclu de voir l'utilisation de mesures protectionnistes s'intensifier de part et d'autre du Pacifique, à l'instar de la hausse des taxes à l'importation de véhicules américains décidée par la Chine en décembre 2011 et qui vient contrecarrer la volonté des autorités américaines de faire évoluer le modèle économique américain vers l'exportation de produits manufacturés.

Recul confirmé des faillites

Le secteur bancaire est globalement plus solide qu'en 2008 : meilleure capitalisation, amélioration de la qualité des crédits grâce à la baisse des défauts des ménages et des entreprises revenus aux niveaux d'avant la crise.

Mais des fragilités subsistent, en raison notamment de l'exposition du secteur aux contreparties privées et publiques de la zone euro (750 milliards de dollars à juin 2011). Par ailleurs, les engagements de certaines banques régionales dans le secteur immobilier continuent de rendre l'accès au crédit problématique pour les PME. Ces dernières représentent près de 85% des emplois américains et, contrairement aux grandes entreprises qui affichent un taux très élevé d'autofinancement (118%), dépendent du crédit bancaire pour leur activité. Mais dans l'ensemble, les entreprises sont peu endettées, ce qui constitue un atout dans un contexte macroéconomique fragile. Les faillites ont significativement reculé en 2011 (-15%).

Points FORTS ↗

- Flexibilité du marché de l'emploi
- Le plein emploi, objectif de la Réserve Fédérale
- Rôle prédominant du dollar dans l'économie mondiale
- Près de 70% de la dette publique détenue par les résidents
- Energie bon marché (gaz de schiste et investissements dans les infrastructures énergétiques)

Points FAIBLES ↘

- Part importante du chômage structurel
- Moindre flexibilité géographique des ménages
- Dette élevée des ménages (146% du revenu disponible)
- Soutien budgétaire handicapé par les crispations politiques
- Etat vétuste de nombreuses infrastructures



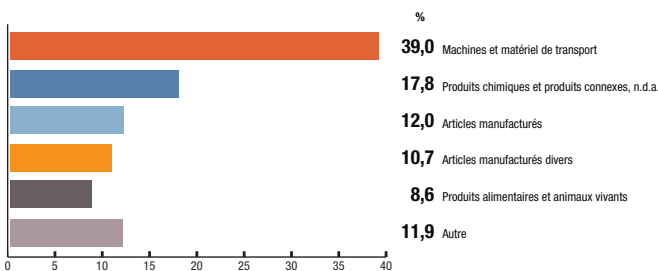
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-2,7	1,4	1,7	0,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,1	1,7	2,3	2,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,5	-7,1	-5,2	-4,7
Solde courant / PIB (%)	-1,5	-1,7	-2,4	-2,0
Dette publique / PIB (%)	79,0	82,3	85,8	90,0

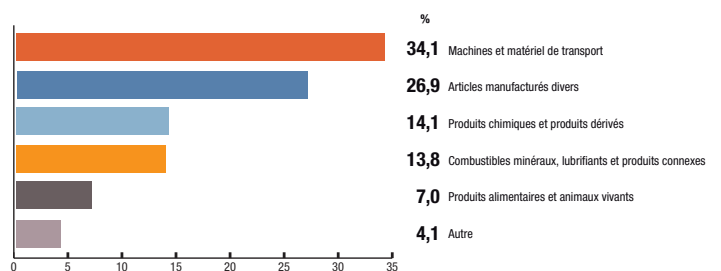
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **23 %** du PIB



Importations **25 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Un ralentissement prévisible de la croissance en 2012

Contrairement à la plupart des autres pays de la zone euro, la France n'a pas connu de contraction de son activité économique au quatrième trimestre 2011. Ce résultat est attribuable à un rebond de l'investissement des entreprises (renouvellement de leur parc automobile) et à la bonne tenue des exportations aéronautiques. En revanche, la consommation des ménages est restée faible.

Cependant, l'activité devrait stagner au premier semestre 2012. Confrontés à une détérioration du marché du travail, au resserrement de la politique budgétaire et à la stagnation de leur pouvoir d'achat, les ménages maintiendront un niveau d'épargne élevé (environ 17% de leur revenu disponible) et brideront leur consommation.

L'investissement des entreprises, qui a été le principal moteur de la reprise, devrait sensiblement fléchir face à l'atonie de la demande intérieure, à la dégradation de la conjoncture dans la zone euro et au resserrement des conditions d'offre de crédit. L'inflation ne devrait guère refluer, en raison de la remontée des prix de l'énergie et de la hausse de la TVA.

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

Les entreprises n'ont ni restauré leur situation financière d'avant la crise de l'automne 2008 ni leurs capacités d'auto-financement (dont le taux ne dépasse pas 70%). Or, les tensions sur le financement des dettes publiques de la zone euro se sont étendues au système bancaire, fortement exposé à la dette des pays périphériques, qui risque à son tour de durcir sa politique de prêts. Sur un plan plus structurel, les entreprises françaises, de taille insuffisante, demeurent globalement peu innovantes et trop peu nombreuses à exporter. Elles restent peu présentes sur les marchés émergents et profitent insuffisamment du dynamisme de ces derniers. En dépit d'une compression de ses marges bénéficiaires, l'industrie continue de perdre des parts de marché.

Les comportements de paiement se sont à nouveau détériorés et les faillites se maintiennent à un niveau relativement élevé

Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont à nouveau progressé en 2011, notamment dans le secteur de la construction. Le nombre de défaillances d'entreprises a quasi-stagné, demeurant au-dessus du niveau d'avant-crise. En outre, le coût de ces dernières pour les fournisseurs est reparti à la hausse en fin d'année, en raison de la faillite de plusieurs entreprises de taille importante. Les défaillances ont diminué dans les secteurs de la pharmacie, de l'agriculture – pêche et des biens d'équipement tandis qu'elles ont augmenté dans les services financiers, encore peu affectés en 2010. Parallèlement, les créations d'entreprises ont reculé sous l'effet de la baisse des créations d'entreprises individuelles, le statut d'auto-entrepreneur étant devenu moins attractif du point de vue fiscal et réglementaire.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

Pays **B**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ



Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,0	7,7	13,5	8,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	19,0	10,7	8,7	8,7
Solde budgétaire * / PIB (%)	-8,8	-10,1	-7,3	-6,9
Solde courant * / PIB (%)	-7,3	-9,0	-7,4	-7,8
Dettes publiques / PIB (%)	34,4	37,4	38,0	37,0

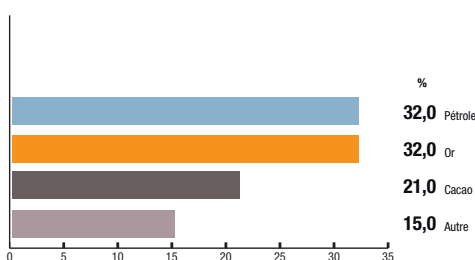
(e) : estimation

(p) : prévision

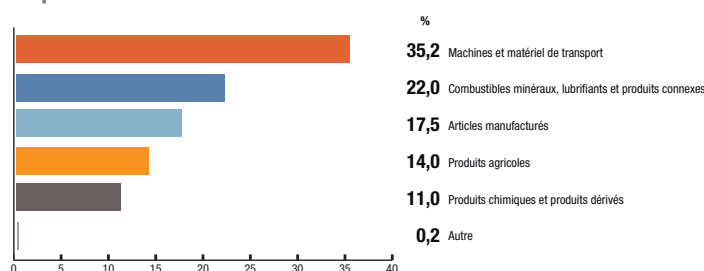
* hors dons

Échanges commerciaux

Exportations 31 % du PIB



Importations 41 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance vive

Après son envolée liée à la mise en exploitation du gisement pétrolier Jubilee, la croissance, bien qu'en décélération, restera vive en 2012. La production pétrolière augmentera. L'exploitation aurifère prendra de l'ampleur. La production agricole vivrière et commerciale progressera. Le secteur des services verra son activité croître. Enfin, l'investissement dans les infrastructures, le secteur minier et l'exploration de nouveaux champs pétroliers se poursuivra.

Un déficit courant qui se réduit grâce aux exportations

Grâce à l'augmentation de la production pétrolière et aurifère, les exportations vont encore sensiblement progresser. Cela compensera largement l'impact négatif du recul du cours du cacao lié à la fois à une excellente récolte, à la baisse de la demande mondiale et au retour de la Côte d'Ivoire sur le marché. Une baisse significative du cours de l'or, improbable à court terme, serait toutefois susceptible d'infléchir la prévision. En face, les importations d'équipements nécessités par le développement des infrastructures et l'activité pétrolière progresseront également, tandis que celles de produits alimentaires pèseront moins en raison de la baisse de leurs cours mondiaux. Au total, le déficit commercial continuera de se réduire pour ne plus représenter que 2% du PIB.

Cependant, l'exploitation des ressources naturelles et la construction d'installations par les compagnies étrangères a pour contrepartie la facturation de services et le versement de dividendes à l'étranger qui entretiennent le déficit courant. Les importantes remises des ghanéens émigrés, essentiellement aux États-Unis et au Royaume-Uni, et, dans une moindre mesure, l'aide internationale au développement ne suffisent pas à compenser ce déficit. Le solde est heureusement très largement financé par l'entrée d'investissements privés étrangers et par les prêts des partenaires étrangers (pays ou organisations multilatérales) à des conditions toujours préférentielles, même si le pays est

sorti en 2010 de la catégorie des pays à faible revenu pour rejoindre celle de ceux disposant d'un revenu par habitant intermédiaire.

Des finances publiques à améliorer

En dépit de la progression des recettes pétrolières, le déficit public diminue lentement. Pendant les premières années, les compagnies exploitantes amortissent leurs investissements ce qui réduit leurs bénéfices sur lesquels sont calculés l'impôt. De plus, au moins 30% des revenus tirés du pétrole sont versés dans l'Heritage Fund destiné aux générations futures et dans le Stabilisation Fund visant à atténuer les creux conjoncturels. Par ailleurs l'activité minière, qui ne compte d'ailleurs que pour 5% dans la formation du PIB, rapporte relativement peu au budget de l'Etat. Il est donc question de faire passer l'impôt sur les bénéfices de 25 à 35% et d'introduire une taxe sur les bénéfices exceptionnels des compagnies minières de 10%, à comparer avec les 30% pratiqués en Australie. Il est également question de revoir les exonérations de droits de douane sur les importations d'équipements et de services destinés à la mine, ainsi que celles sur les plus-values en capital. L'apport financier de l'activité minière sera un enjeu majeur des prochaines élections.

Avec la perspective d'élections très serrées fin 2012 et opposant les mêmes protagonistes qu'en 2008, l'actuel président John Atta Mills et son principal opposant Nana Akufo Addo, les autorités montrent peu d'empressement à accélérer la consolidation budgétaire. La forte progression du produit intérieur est un soutien de taille. Les dépenses courantes ont beaucoup progressé avec l'augmentation des subventions sur le prix des carburants induite par le renchérissement du pétrole ainsi que l'adoption d'une grille salariale unique pour tous les emplois publics.

Pourtant, une amélioration de la gestion budgétaire devrait intervenir. Elle permettra de régler les arriérés domestiques accumulés (l'apurement devant se terminer en 2013) et d'empêcher la survenance de nouveaux. Elle participera à la réduction de la dette publique (40% du PIB) dans laquelle le secteur public de l'énergie occupe une place importante.

Points FORTS ↗

- Stabilité institutionnelle et politique
- Libertés et sécurité globalement assurées
- Ressources agricoles (cacao) et minières (pétrole, or) considérables
- Appui des bailleurs de fonds (Royaume-Uni, États-Unis, Chine et FMI)
- Corruption réduite et information commerciale disponible et de qualité

Points FAIBLES ↘

- Voisinage d'une Côte d'Ivoire fragile
- Finances publiques insuffisamment maîtrisées
- Dépendance au cacao, à l'or et, maintenant au pétrole
- Des infrastructures de transport et d'énergie défaillantes
- Entreprises publiques fragilisées par la sous-tarification et l'endettement



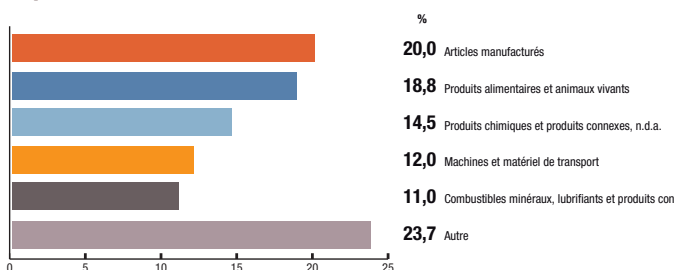
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,3	-3,5	-6,9	-6,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,2	4,7	3,3	-0,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-15,7	-10,6	-9,3	-7,5
Solde courant / PIB (%)	-11,1	-10,1	-9,8	-6,0
Dettes publiques / PIB (%)	129,0	144,5	165,3	165,0

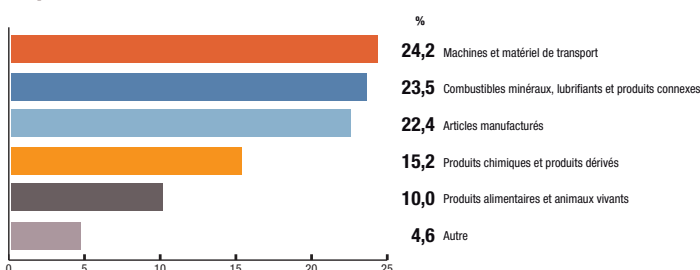
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 19 % du PIB



Importations 29 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une cinquième année consécutive de récession en 2012

La chute de la demande intérieure s'est accélérée en 2011. La consommation a nettement reculé sous l'effet de la baisse des revenus réels, de la hausse des impôts et de la détérioration du marché de l'emploi (taux de chômage porté à 20,7% au 4ème trimestre). L'investissement a continué de chuter plus fortement encore du fait de la contraction de la demande, d'une pression fiscale accrue et du durcissement de la politique de crédit des banques, elles-mêmes confrontées à un manque de liquidité, à des retraits de dépôts et à une détérioration de leur portefeuille. En revanche, les exportations ont continué à croître, gagnant légèrement en compétitivité. La contraction des importations non pétrolières aidant, le commerce extérieur a contribué positivement à l'activité. Pour la cinquième année consécutive, la récession devrait se poursuivre en 2012 en raison de la rigueur budgétaire et de la montée du chômage. Les comptes extérieurs devraient continuer à s'ajuster, même si la demande étrangère connaît un fléchissement et ce, grâce à un nouveau recul des achats à l'étranger et à une réduction des paiements d'intérêts suite à l'opération de réduction de dette finalisée début mars 2012.

Une assistance et une réduction de dette rendues inévitables

Les doutes des investisseurs quant à la capacité de paiement de l'Etat grec ont nécessité la mise en place d'un premier plan de sauvetage de 110 milliards d'euros en mai 2010, prévoyant des mesures budgétaires drastiques et des réformes (régime des retraites, marché du travail, refonte de la fiscalité en vue d'améliorer la collecte de l'impôt et de réduire le poids de l'économie grise). Ce plan n'a pas suffi, le pays n'étant pas en mesure de revenir sur les marchés, comme prévu, en 2012. L'aggravation de la situation économique, financière et sociale a porté les taux longs obligataires à des niveaux record, le scepticisme gagnant de plus en plus les créan-

ciers alors que les autorités européennes peinaient à mettre en œuvre les mesures annoncées lors du Sommet européen de juillet 2011, dont un nouveau plan d'aide à la Grèce. Les relations entre le pays et les bailleurs de fonds internationaux, qui lui ont reproché des délais trop longs de mise en œuvre des mesures budgétaires et des privatisations, se sont tendues dangereusement, repoussant le déblocage de l'une des tranches du prêt accordé en 2010. Sans ce tirage, le pays se serait retrouvé en défaut de paiement. Le Conseil européen a mis sur pied en octobre 2011 ce nouveau plan d'aide intégrant un financement additionnel de 130 milliards d'euros et une participation des créanciers privés impliquant une décote de 50% des obligations grecques qu'ils détiennent (contre 21% prévus initialement). Les créanciers privés accepteront finalement, le 21 février 2012, de renoncer à 53,5% de la valeur faciale de leurs créances (la perte réelle dépasse en fait légèrement les 70% compte-tenu de l'allongement des délais de remboursement et de la baisse des taux d'intérêt consentis). Cela permettra d'entériner le second plan d'aide. Cependant, malgré cette restructuration record, l'Etat grec demeure très endetté. Selon le FMI, la dette publique devrait atteindre un pic à 167% du PIB en 2013 du fait de la récession, avant de décroître très progressivement par la suite. En outre, le déficit courant ne s'ajuste que lentement et la dette extérieure totale ne devrait pas descendre sous la barre des 180% du PIB d'ici 2016. La crise est donc loin d'être terminée. Si la croissance ne redémarre pas et si l'impact social de l'ajustement est devenu intolérable, une nouvelle restructuration, voire une sortie unilatérale de la Grèce de la zone euro, ne sont pas totalement à écarter.

Des entreprises confrontées à un environnement difficile

Les entreprises doivent faire face à un contexte économique et financier très détérioré, à une réduction des commandes publiques et à une hausse de la pression fiscale. Leur solvabilité ne peut que s'en ressentir. Le chiffre

d'affaires de la distribution n'a cessé de reculer en 2011 et l'activité manufacturière de décliner, notamment dans le segment des biens de consommation durables. Le secteur de la construction demeure également sous pression, comme en témoignent la forte chute des permis de construire et la suspension de la plupart des projets autoroutiers. Les faillites ont progressé plus rapidement en Grèce que dans les autres pays périphériques de la zone euro et les impayés enregistrés par Coface ont à nouveau augmenté.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

- Régime de croissance fondé, jusqu'à l'éclatement de la crise, sur un gonflement des dettes publique et privée.
- Faiblesse structurelle de la collecte fiscale
- Faible contenu technologique des exportations (produits alimentaires et chimiques)
- Environnement des affaires handicapé par la lourdeur de la bureaucratie
- Tensions sociales entretenues par la rigueur budgétaire

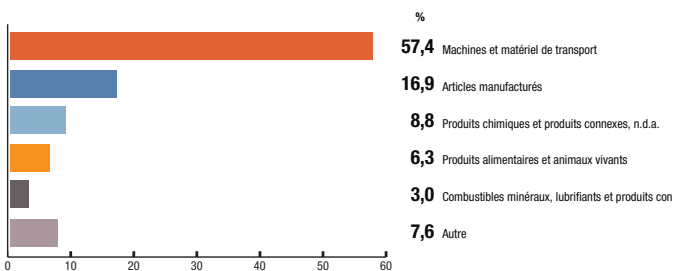


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-6,7	1,2	1,6	-0,9
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,0	4,7	3,9	4,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,5	-4,2	1,2	-4,8
Solde courant / PIB (%)	0,4	2,3	1,5	1,1
Dettes publiques / PIB (%)	78,4	80,2	83,0	84,5

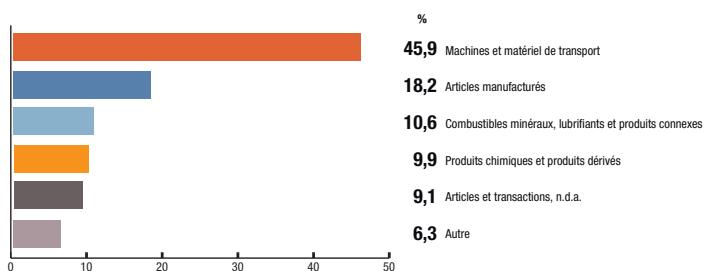
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **81 %** du PIB



Importations **80 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Une économie fragile et dépendante de l'évolution de la crise de la dette de la zone euro

Après une reprise modeste en 2011 tirée par la demande des partenaires européens et en particulier de l'Allemagne, l'activité devrait se contracter en 2012 du fait de l'atonie de la demande interne et de la fragilisation de la demande externe grevée par la détérioration de la crise souveraine en zone euro. L'évolution de cette crise pèsera à la fois sur le canal commercial et le canal financier, les banques hongroises dépendant du financement de leurs maisons mères. Dans ce contexte, les prévisions d'exportation et d'investissement pourraient être revues à la baisse, en fonction de l'évolution de la demande allemande et de l'offre de crédit domestique. La consommation des ménages restera contrainte par la poursuite du désendettement, la politique de rigueur et un taux de chômage élevé. La tendance haussière de 2011 en matière d'impayés de paiement de Coface sur les entreprises hongroises devrait se poursuivre en 2012. Des difficultés persisteront en particulier dans les secteurs de la construction, la métallurgie et le commerce de détail. Par ailleurs, la rentabilité des banques devrait être plus affectée par une nouvelle réglementation adoptée fin 2011, laquelle autorise les ménages endettés en devises (notamment en franc suisses) à rembourser le solde de leurs emprunts en monnaie locale. En ce qui concerne l'inflation, elle devrait augmenter en 2012 du fait de la hausse de la TVA et des autres taxes à la consommation.

Nécessité d'un nouveau recours à l'aide FMI

La dette publique hongroise reste élevée en raison d'un ajustement budgétaire insuffisant. L'excédent budgétaire de 2011, lié à la nationalisation du système de retraites, n'est pas pérenne. Par ailleurs, la mise en œuvre du plan Szell Kalman, principalement axé sur la réduction des dépenses, devrait rencontrer une forte résistance en 2012. La communauté européenne a décidé de faire pression sur la Hongrie afin que son déficit public soit ramené à 3% PIB. Les ministres des finances de l'Union européenne ont

voté, mardi 13 mars 2012, le gel de 495 millions d'euros de fonds de cohésion destinés à la Hongrie. Néanmoins, la sanction sera levée si la Hongrie présente des mesures correctives d'ici au 22 juin 2012. Cette somme correspond au tiers des 1,7 milliard d'euros auquel le pays pouvait prétendre en 2013 de la part du Fonds de cohésion. En 2012, l'excédent courant devrait se tasser et en dépit de l'effort d'ajustement depuis 2009, le besoin de financement externe reste important. Or, dans un contexte d'aversion accrue des investisseurs, les sources de financements devraient se tarir, qu'il s'agisse des IDE, des investissements de portefeuille ou des crédits bancaires accordés par les maisons-mères (60% de l'actif bancaire hongrois est détenu par des banques de la zone euro). C'est pour cela que le gouvernement a engagé des discussions avec le FMI pour un financement de 20 Mds de dollars sur trois ans. Le FMI poursuivra les discussions sous condition d'un renforcement de l'indépendance de la banque centrale hongroise. Dans ce contexte, nous tablons sur une volatilité marquée du forint. La monnaie a en effet connu la dépréciation la plus marquée de la région au deuxième semestre 2011 (-20%), la défiance des investisseurs étant nourrie à la fois par la crise de la zone euro et l'imprévisibilité des politiques macro-économiques. Or, la dette en devises du secteur privé reste importante, avec un poids élevé du franc suisse. L'expérience de paiement Coface pourrait s'en trouver affecter.

Un environnement politique très controversé

Le nouveau gouvernement entré en fonction en mai 2010 et conduit par Viktor Orban du parti nationaliste de centre-droit (Fidesz) a été élu en réaction aux mesures d'ajustement mises en œuvre par le précédent gouvernement dans le cadre du premier accord FMI. Victor Orban a mis en place une politique macro-économique d'ajustement non conventionnelle, basée sur la baisse des taxes à la consommation, l'instauration de taxes sur des activités non transférables (banques, télécommunications, énergie), nationalisations. La réorientation de la politique macro-éco-

nomique du gouvernement, dans le cadre du nouveau programme FMI, reste toutefois incertaine. Des crispations politiques sont en effet toujours possibles, alors que le gouvernement a annoncé qu'il n'accepterait aucune mesure d'austérité supplémentaire et qu'on assiste à une centralisation accrue du pouvoir.

Points FORTS ↗

- Infrastructures et cadre réglementaire performants
- Progrès continus en matière de surveillance prudentielle des banques
- Economie diversifiée
- Main d'œuvre qualifiée
- Stock important d'investissements directs étrangers

Points FAIBLES ↘

- Endettement public élevé
- Besoin de financement extérieur important et une accumulation de réserves de change insuffisante
- Volatilité du taux de change
- Forte exposition des emprunteurs au risque de change
- Constatation d'une dérive autoritaire du pouvoir



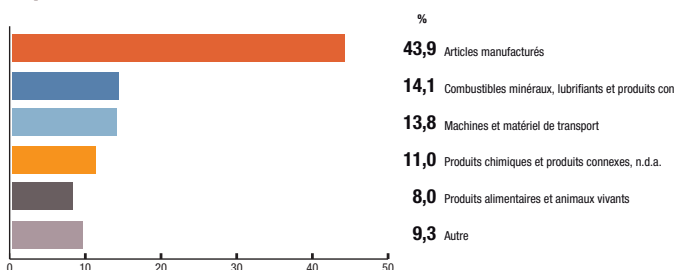
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	8,4	8,4	6,8	7,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,8	9,6	8,7	7,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,9	-8,8	-8,1	-7,7
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-2,7	-2,8	-3,0
Dettes publiques / PIB (%)	71,3	66,7	66,2	65,7

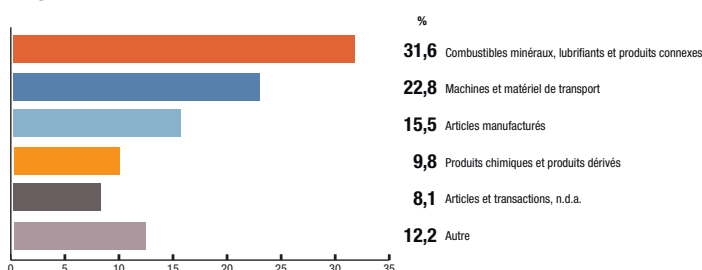
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **20 %** du PIB



Importations **24 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement de l'activité en 2012/2013 et surchauffe persistante

L'économie indienne a ralenti en 2011 en raison du resserrement de la politique monétaire dans un contexte de forte inflation et du moindre dynamisme du secteur manufacturier. En effet, la production industrielle a décéléré suite aux treize hausses de taux d'intérêt qui ont contribué à modérer l'expansion du crédit. Le secteur de l'automobile et immobilier - où les biens sont principalement achetés à crédit - ont notamment enregistré une chute brutale à l'automne 2011.

En 2012, l'activité devrait encore ralentir malgré le relâchement progressif de la politique monétaire dans un contexte de baisse de l'inflation. Le modèle équilibré (entre investissement et consommation ; entre industrie et services) qui a fait les succès du pays commence à s'épuiser en raison des goulets d'étranglement persistants (infrastructures, réseaux de distribution, manque de main d'œuvre qualifiée) qui contraignent l'investissement et des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires qui freinent les IDE. Ainsi, le secteur manufacturier et l'industrie minière afficheront des performances en net recul. En revanche, le secteur des services (tourisme, transports, communication, finance, informatique, outsourcing) restera très dynamique. Par ailleurs, le commerce de détail sera soutenu par la consommation des ménages, principal moteur de la croissance.

Par ailleurs, l'inflation - bien qu'en décélération - restera forte en 2012 du fait du maintien de cours élevés des matières premières et de la baisse des subventions au prix du pétrole, du diesel, du kérosène et du gaz. En outre, ces prix élevés des matières premières se transmettront rapidement à l'inflation sous jacente (hors prix énergétiques et alimentaires) à travers des hausses de salaires et engendreront encore une hausse des prix finaux. Cette inflation élevée conjuguée au creusement du déficit courant témoigne d'une surchauffe persistante de l'économie indienne. La progression rapide de la

demande interne ne peut être satisfaite par l'offre domestique, et l'économie croît plus vite que son potentiel ne le permet.

Des déficits jumeaux persistants

En 2011, le déficit budgétaire s'est légèrement réduit avec la sortie progressive du plan de relance. Cette tendance devrait se confirmer en 2012. Il restera néanmoins substantiel, alimentant une dette publique déjà élevée. De plus, le lourd service de la dette devrait continuer de pénaliser les investissements publics en capital (notamment en infrastructures), pourtant nécessaires à une accélération de la croissance.

En outre, la situation financière extérieure du pays se détériore. Le déficit courant restera stable en 2012 en raison du maintien du dynamisme de la demande interne qui tire les importations. Néanmoins, il ne sera que très partiellement couvert par les IDE. Ces derniers ralentissent en effet dans un contexte de turbulences économiques et financières internationales et d'entraves domestiques persistantes (restrictions à l'achat de terres, complexité des autorisations environnementales à obtenir et lenteur de la libéralisation de certains secteurs comme la vente de détail et l'assurance). Dans ce contexte, l'Inde est de plus en plus dépendante des marchés financiers. Or, l'hiver 2011 a été marqué par des sorties brutales de flux de portefeuille fragilisant la roupie. La Banque centrale est alors intervenue pour soutenir la monnaie. En outre, des contrôles de capitaux temporaires pourraient être mis en place. Néanmoins, les réserves de change restent à un niveau satisfaisant conférant au pays une bonne capacité de résistance face à des retraits brutaux de capitaux.

Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Les élections régionales de mars 2012 dans cinq Etats notamment l'Uttar Pradesh, Etat le plus peuplé, ont fragilisé la coalition menée par le Parti du Congrès, ce qui pourrait

encore freiner le rythme des réformes structurelles (éducation, infrastructures, système fiscal) jusqu'aux prochaines élections de 2014.

En outre, des lacunes en termes de gouvernance demeurent, notamment en ce qui concerne la corruption. Plusieurs affaires ont éclaté en 2011, notamment dans l'organisation des « Jeux du Common Wealth » et dans l'octroi des licences de téléphonies mobiles. Par ailleurs, le manque de transparence des résultats financiers des entreprises de taille moyenne et l'absence de bilans consolidés des groupes sont toujours à noter.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

Pays **B**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE MODÉRÉ



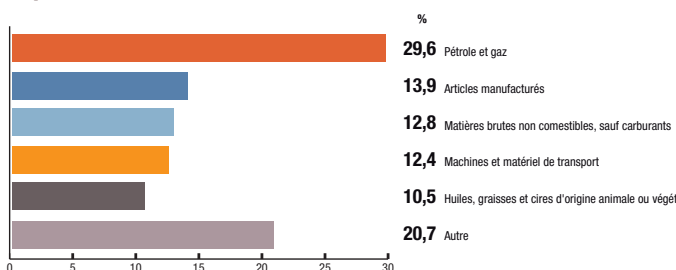
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,6	6,2	6,5	6,3
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,8	5,1	5,4	4,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,6	-0,6	-1,1	-1,5
Solde courant / PIB (%)	2,0	0,7	0,2	-0,2
Dettes publiques / PIB (%)	28,4	26,1	24,3	23,8

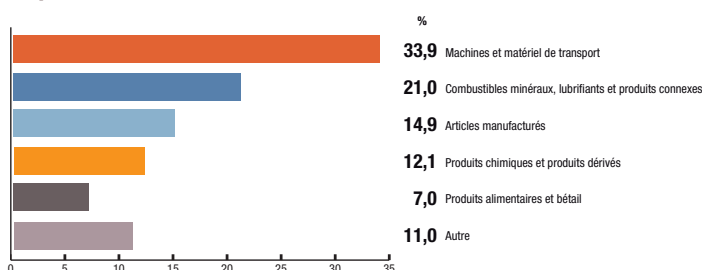
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 24 % du PIB



Importations 21 % du PIB



→ Appréciation du risque

Croissance forte tirée par une demande interne solide

La reprise s'est confirmée en 2011 grâce à la solidité de la demande interne et des exportations. L'investissement a affiché un fort dynamisme en raison du taux élevé d'utilisation des capacités de production et du relâchement de la politique monétaire initié au 4ème trimestre 2011. Les services et le secteur manufacturier (textile, fer, acier, biens d'équipements) ont été des moteurs de croissance et ce, malgré les ruptures d'approvisionnement dans le secteur automobile lié au séisme au Japon.

L'activité restera bien orientée en 2012. La consommation privée demeurera solide soutenue grâce aux bonnes performances du marché du travail. L'investissement privé sera orienté à la hausse tiré par la forte demande pour les matières premières indonésiennes (agricoles, énergétiques et minières), par l'appétit croissant de la classe moyenne qui augmente de 7 millions de personnes par an, par les conditions favorables de crédit et par des exemptions de taxes dans plusieurs secteurs prioritaires. Du côté de l'offre, le secteur manufacturier et notamment les biens d'équipement devraient afficher de bonnes performances tandis que le secteur des services - notamment les ventes de détail, de gros, les transports et les communications - bénéficiera de la demande domestique dynamique. Par ailleurs, la croissance du secteur des matières premières demeurera forte : les exportations de pétrole, gaz, minerais, huile et cire représenteront toujours 38% des exportations. L'activité à terme restera cependant contrainte par le manque d'infrastructures et la lenteur du processus de réformes structurelles. Dans ce contexte, l'expérience de paiement Coface sur les entreprises indonésiennes devrait rester stable en 2012. Toutefois, des fragilités en termes de transparence des entreprises persistent. Les comptes sont rarement disponibles et, lorsqu'ils le sont, leur fiabilité est douteuse. En outre, les problèmes de corruption demeurent et le système judiciaire reste lent et coûteux.

Situation financière solide

Sur le plan financier, l'amélioration continue du risque souverain se poursuit, comme en témoigne la diminution des ratios de dette et de déficits publics. En outre, la part de la dette libellée en devises tend également à reculer. Toutefois, la question du démantèlement des subventions aux prix énergétiques qui grèvent les comptes publics reste en suspens.

L'endettement extérieur devrait demeurer contenu même si le solde courant sera en léger déficit en 2012 en raison de la croissance très rapide des importations dans un contexte de reprise de la demande interne. Ce déficit sera entièrement couvert par les IDE, rendant le pays indépendant vis-à-vis des marchés financiers. Néanmoins, face aux risques associés à afflux massifs de capitaux volatils (appréciation de la rupiah affectant la compétitivité des exportations, hausse rapide de la masse monétaire), les autorités ont mis en place en juin 2010 des contrôles de capitaux (période de détention minimum des certificats de la Banque centrale) qui devraient permettre de ralentir ces flux entrants déstabilisateurs. Par ailleurs, en 2012, les réserves de change resteront à un niveau satisfaisant (6 mois d'importations), rendant le pays peu vulnérable à des retraits brutaux d'investissement de portefeuille. Enfin, le système bancaire indonésien affiche de bonnes performances : ratios de capitalisation et de rentabilité élevés, réduction du taux de créances douteuses. Néanmoins, l'intermédiation bancaire demeure faible par rapport au reste de l'Asie, dans un pays où le secteur informel est très développé.

Des lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Sur le plan politique, les dissensions au sein du gouvernement de coalition formé à la suite des élections de 2009 freinent le processus décisionnel. En outre, la popularité

du président Yudhoyono pâtit de scandales de corruption notamment au sein de son parti. Le second mandat du Président se révèle donc moins concluant que le premier, plaçant ainsi le Parti démocrate dans une position plus fragile pour les élections législative et présidentielle de 2014. Dans ce contexte, le rythme des réformes structurelles et de lutte contre la corruption s'est considérablement ralenti. L'environnement des affaires continuera donc de souffrir de lacunes majeures.

Points FORTS ↗

- Renforcement du secteur bancaire
- Diversité des ressources naturelles (agricoles, énergétiques, minières)
- Compétitivité élevée grâce à un faible coût du travail
- Consolidation de la stabilité politique
- Tourisme dynamique

Points FAIBLES ↘

- Taux d'investissement faible
- Faiblesse de l'intermédiation bancaire
- Carence en infrastructures
- Corruption et manque de transparence persistants
- Niveaux de chômage et de pauvreté élevés, accentuant les tensions inter-ethniques



Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,5	1,5	1,5	-1,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	15,5	16,5	18,5	20,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	0,9	2,1	1,0	-1,0
Solde courant / PIB (%)	2,5	4,9	2,5	0,5
Dettes publiques / PIB (%)	16,4	12,8	13,2	15,2

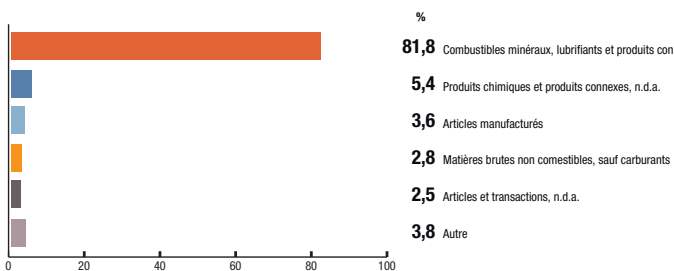
(e) : estimation

(p) : prévision

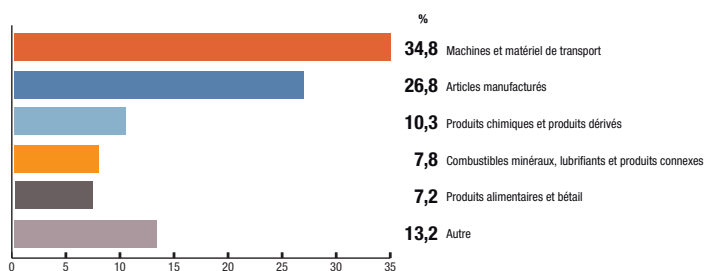
*année fiscale se terminant fin mars

Échanges commerciaux

Exportations **32 %** du PIB



Importations **22 %** du PIB



→ Appréciation du risque

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

En 2011, la remontée des cours du pétrole a permis de soutenir modestement la croissance, tout comme l'expansion de la production de gaz grâce au démarrage de nouveaux sites dans le champ de South Pars. Hors hydrocarbures, il ne s'est pas produit de redressement de l'activité.

La croissance devait être atone en 2012, mais, du fait de l'aggravation des sanctions internationales, l'économie va entrer en récession. L'activité industrielle et commerciale est freinée par l'impact du renforcement des sanctions internationales et la capacité limitée du pays à augmenter sa production de pétrole, tandis que la consommation des ménages (principale composante du PIB) est affectée par la réduction des subventions, l'augmentation du chômage (déjà près de 15% de la population active, surtout parmi les jeunes) et les fortes tensions inflationnistes.

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

Apparition d'un déficit budgétaire et forte chute de l'excédent courant

Après une réduction de l'excédent en 2011, le budget devait être tout juste équilibré en 2012, grâce aux revenus des hydrocarbures, représentant deux tiers des recettes fiscales, et à une politique d'élimination graduelle des coûteuses subventions (10% du PIB), l'étalement de ce processus sur plusieurs années étant destiné à contenir une flambée des prix et les tensions sociales. En raison du recul de l'activité et de l'impact négatif des sanctions internationales sur les exportations d'hydrocarbures, un déficit budgétaire est attendu en 2012. À ce stade, néanmoins, le niveau de la dette publique resterait soutenable, le pays disposant, en outre, d'un Fonds de réserve pour les générations futures.

L'excédent des comptes extérieurs devrait chuter, car, en dépit de cours mondiaux élevés, les ventes de pétrole vont diminuer à cause de la baisse de la production - imputable à des investissements insuffisants dans des technologies modernes - et des sanctions internationales, qui freinent également les exportations non pétrolières. Parallèlement, malgré la nécessité d'importer un tiers de la consommation de carburant raffiné, la facture des importations devrait être stable, à cause des sanctions qui compliquent le financement du commerce extérieur.

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

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

Les élections législatives de mars 2012 ont été remportées par les ultra conservateurs favorables au chef suprême (ultime autorité religieuse et politique), l'ayatollah Ali Khamenei. À l'issue de ces élections et à l'approche de la présidentielle en juin 2013 - fin du second et dernier mandat du président Ahmadinejad - les tensions s'exacerbent entre factions conservatrices rivales du régime, en particulier entre le chef suprême et le président Ahmadinejad, dont la tendance n'a obtenu qu'un tiers des sièges aux législatives, et qui essaye d'éviter une procédure de destitution fondée sur des accusations de corruption et de mauvaise gestion économique.

Par ailleurs, un nouveau durcissement des sanctions internationales a été édicté fin 2011, à la suite d'un rapport de l'Agence internationale de l'énergie atomique sur le programme nucléaire iranien. En outre, les puissances occidentales ont renforcé leurs sanctions, notamment en interdisant la plupart des transactions financières avec l'Iran et en instituant un embargo pétrolier. Toutefois, dans

une période électorale, même des sanctions plus sévères ne semblent pas de nature à modifier fondamentalement la politique nucléaire de l'Iran.

Cela va néanmoins peser encore plus lourdement sur les différents secteurs économiques et sur un environnement des affaires déjà très affecté par la détérioration du climat politique et les carences institutionnelles. Ce contexte pourrait également renforcer la tendance à l'autosuffisance économique et conduire à une pression accrue sur les banques locales pour qu'elles financent l'économie.

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

Points FORTS

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

Points FAIBLES

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



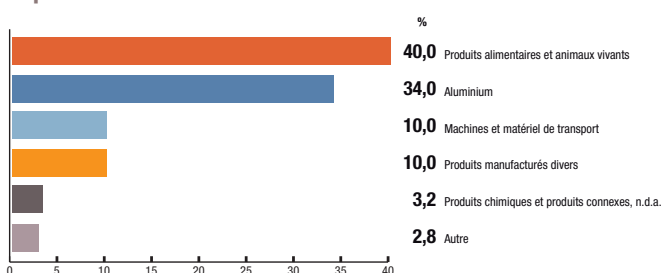
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-6,8	-3,5	2,3	0,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	12,0	5,4	4,5	4,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,0	-10,1	-5,7	-4,4
Solde courant / PIB (%)	-11,8	-10,8	-10,0	-9,3
Dettes publiques / PIB (%)	87,9	92,9	92,4	90,2

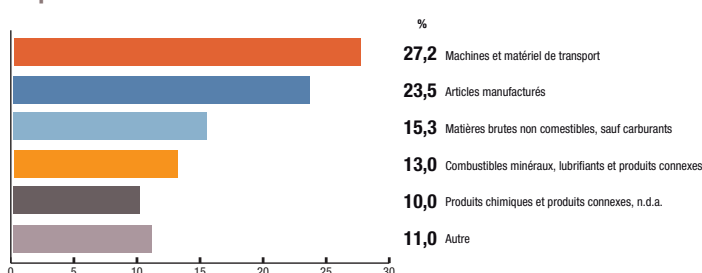
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **44 %** du PIB



Importations **47 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Ralentissement mais maintien d'une croissance positive en 2012

Après un choc de croissance de plus de 10 points entre 2007 et 2010, l'activité islandaise a progressé de 2,3% l'an dernier mais devrait décélérer sensiblement en 2012 (+0,4%). En effet, plusieurs facteurs devraient inciter les ménages à limiter leurs dépenses : le niveau élevé du chômage (entre 7 et 8%) au regard des standards islandais, le regain d'inflation, la hausse de taxes prévues au budget 2012 et la disparition progressive de mesures de soutien à la consommation, telle la restructuration de leurs dettes. Malgré ces dernières mesures, nombre d'entre eux continuent de supporter un niveau d'endettement important. Néanmoins, la hausse des salaires négociée en mai 2011 dans le cadre d'un plan tri-annuel, et la progression de la valeur des actifs, notamment du prix des logements, atténuent ces effets négatifs. La croissance est également soutenue par l'investissement des entreprises, des PME en particulier qui bénéficient aussi d'une restructuration de leurs dettes. Des projets plus ambitieux pourraient être repoussés cette année, mais le démarrage de l'agrandissement de l'usine d'aluminium de Staumsvik devrait permettre à l'investissement de conserver un bon rythme de progression, autour de 9%. Néanmoins, les exportations ont commencé de pâtir de la décélération de la demande des principaux partenaires commerciaux, notamment des Pays-Bas (31% des exportations) et du Royaume-Uni (13%) et de l'Allemagne (11%), des contraintes de quotas imposées à l'industrie de la pêche mais aussi de la stagnation de la production d'aluminium.

Les comptes publics et extérieurs continuent de s'améliorer

L'Islande est le premier pays avancé à avoir demandé l'aide du FMI dès 2008, après l'éclatement de la bulle de crédit et la chute brutale du secteur immobilier. L'accord signé avec l'institution internationale a expiré le 31 août 2011 sur le constat d'un succès : l'objectif d'assainissement des finances publiques a été atteint avec un déficit public qui demeure certes conséquent mais qui a diminué

de près de 5 points en trois ans. La dette publique reste élevée mais devrait commencer à décroître significativement cette année. La dette extérieure a été réduite de moitié depuis 2008 pour atteindre 250% du PIB l'an dernier. Grâce aux contrôles des capitaux, le taux de change de la couronne islandaise s'est stabilisé. Revers de la médaille, ces contrôles freinent considérablement les flux de capitaux étrangers susceptibles de participer aux projets de développement de l'économie. Ils ne devraient pas être levés en 2012. Les pressions inflationnistes dues à la hausse des prix des matières premières importées devraient être contenues à 4,5%. Après deux hausses de son taux directeur en quatre mois (août et novembre 2011) à 4,75%, la Banque centrale devrait poursuivre en effet le resserrement de sa politique monétaire en 2012, modérément toutefois afin de ne pas alourdir la charge du service de la dette des ménages.

Des entreprises sont toujours très fragilisées

Les trois principales banques (Glitnir, Kaupthing et Landsbanki) ont été restructurées et recapitalisées : les deux premières, rebaptisées Islandsbanki et Arion, sont détenues par leurs créanciers, et la troisième est publique à 80%. Par ailleurs, le dossier litigieux concernant la banque numérique Icesave (filiale de la banque Landsbanki) a été résolu, le remboursement des dépôts des ressortissants hollandais et britanniques ayant été pris en charge par la maison-mère sans mettre les finances publiques à contribution. Néanmoins, le secteur bancaire reste vulnérable et le crédit aux entreprises et ménages demeure atone. Cela participe à fragiliser davantage les entreprises islandaises, alors que les faillites se sont à nouveau emballées avec une progression spectaculaire de près de 73% au second semestre 2011. Les secteurs touchés sont principalement ceux orientés vers la consommation domestique, grossistes et distributeurs, garagistes et construction. Compte tenu de la modération attendue de la demande extérieure, une attention particulière devra également être portée aux secteurs exportateurs.

Points FORTS ↗

- Richesse thermique et hydroélectrique
- Fort potentiel touristique
- Part des jeunes dans la population supérieure à la moyenne ouest-européenne
- Niveau élevé de l'éducation
- Secteur bancaire assaini
- Restructuration de la dette des ménages
- Succès de l'accord conclu avec le FMI

Points FAIBLES ↘

- Economie de petite taille
- Concentration de la production et des exportations (aluminium et produits de la mer)
- Dette extérieure et déficit courant toujours élevés, malgré une amélioration
- Erosion de l'investissement (13% du PIB)



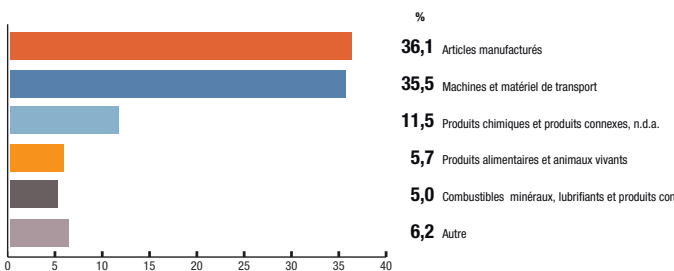
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,1	1,4	0,4	-1,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,8	1,6	2,9	2,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,4	-4,6	-3,9	-2,2
Solde courant / PIB (%)	-1,9	-3,5	-3,2	-2,7
Dettes publiques / PIB (%)	115,5	118,4	119,9	120,2

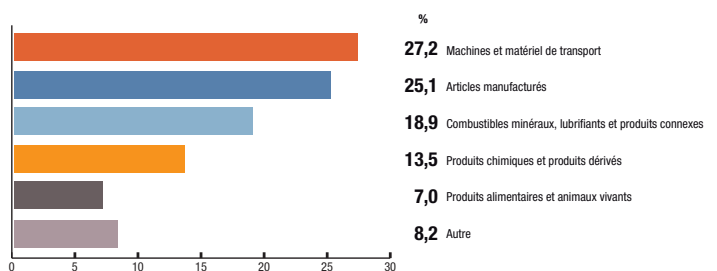
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 24 % du PIB



Importations 24 % du PIB



→ Appréciation du risque

Le retour inévitable à la récession

L'Italie est à nouveau entrée en récession au second semestre 2011 sous l'effet du resserrement budgétaire, de la chute de la confiance et du ralentissement de la demande étrangère. En dépit de la morosité de la demande intérieure, le déficit des comptes extérieurs n'a guère diminué, témoignant d'une perte de compétitivité de l'économie. Le renforcement de la rigueur budgétaire (plan draconien de 30 milliards d'euros présenté par le nouveau gouvernement en décembre 2011), comme la détérioration des conditions de financement et la baisse de la demande européenne (58% des débouchés) font craindre un renforcement de la récession en 2012. La consommation privée sera affectée par la baisse du revenu disponible des ménages, entraînée par la détérioration du marché de l'emploi et une inflation - nourrie par la remontée des prix du pétrole et le relèvement des taxes - supérieure à la hausse des salaires.

L'investissement privé sera contraint par des excès de capacités et le durcissement de l'accès au crédit. Seule la contraction des importations, induite par celle de la demande intérieure, devrait être à l'origine d'une contribution légèrement positive du commerce extérieur à la croissance.

Une dette publique massive

Les investisseurs prennent aujourd'hui la mesure de l'ampleur de la dette publique, en grande partie héritée des lourds déficits enregistrés jusqu'au milieu des années 1990. Cette dette a atteint 118% du PIB fin 2010, soit le niveau le plus élevé observé dans la zone euro après la Grèce et le stock de dette le plus important en valeur absolue. En dépit d'une conduite plutôt prudente de la politique budgétaire ces dernières années, l'effort d'assainissement a dû être renforcé sous la pression des marchés et de la BCE. L'ampleur du besoin de financement de l'Etat, le faible potentiel de croissance à long terme de l'économie et les réformes nécessaires ont érodé la confiance des marchés. Le pays s'est retrouvé au centre de la crise de la dette de

la zone euro en fin d'année 2011, dépendant des achats de dette italienne par la BCE pour contenir la hausse des taux d'intérêt de ses emprunts. Le niveau record de ces derniers entre novembre 2011 et janvier 2012 (plus de 7% pour les obligations souveraines à 10 ans) et les perspectives inquiétantes de croissance ne laissent guère augurer d'une stabilisation du ratio d'endettement. Toutefois, le gouvernement de M. Monti s'est lancé dans des réformes. Après la libéralisation de certains secteurs de l'économie, l'assouplissement des règles de licenciement est censé asseoir les bases d'une croissance durable. Par ailleurs, les prêts massifs à trois ans de la BCE alloués aux banques ont permis d'alimenter ces dernières en liquidités et de ramener un certain calme sur le marché des obligations d'Etat. Le pays devrait néanmoins demeurer un temps certain sous l'étroite surveillance des investisseurs internationaux, dont le sentiment peut à tout moment se retourner si l'effort de réforme faiblit ou si la croissance n'est pas au rendez-vous.

Des entreprises fragiles face à la récession

L'Italie traverse une phase difficile et la situation financière des entreprises s'en ressent. Les faillites ont continué de progresser en 2011 et les impayés enregistrés par Coface ont fortement augmenté. Parmi les raisons de cette situation : la faiblesse structurelle des PME, qui représentent l'essentiel du tissu industriel italien, ainsi que des difficultés croissantes liées à l'accès aux lignes de crédit bancaires. Parmi les secteurs les plus touchés, on trouve le secteur de la construction et des équipements électriques, qui risquent d'être encore plus affectés dans le futur du fait des nouvelles mesures gouvernementales (réintroduction de la taxe foncière, abolie en 2008, et frein aux grands travaux publics), ainsi que le secteur textile, qui a toujours été fragile d'un point de vue structurel. En revanche l'industrie du luxe, tirée par la demande des pays émergents, se porte bien. Les mesures de restriction particulièrement sévères

adoptées par le nouveau gouvernement risquent d'entraîner une forte contraction de la consommation, avec les conséquences que cela suppose sur tous les secteurs d'activité, en particulier ceux de la grande distribution (hormis le discount alimentaire) et de l'automobile.

Points FORTS ↗

- Fort potentiel touristique
- Poids encore important de l'industrie
- Montée en gamme de la production et niches à forte rentabilité (habillement de luxe, équipement de la maison, agroalimentaire, mécanique)
- Faible endettement des ménages (moins de 60% du PIB) et forte capacité d'épargne (18% du PIB)
- Dette publique détenue à près de 60% par les résidents

Points FAIBLES ↘

- Dette publique élevée, évasion fiscale
- Perte de parts de marché à l'exportation
- Faible productivité
- Insuffisance de la recherche et de l'enseignement supérieur
- Faible efficacité de l'Administration, effectifs importants
- Secteur bancaire fragilisé par son exposition à la dette souveraine italienne
- Retard de développement du Sud



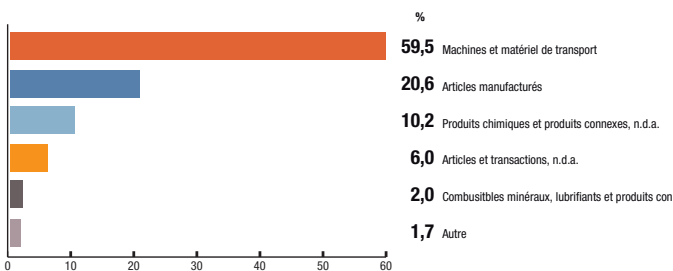
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-5,2	4,0	-0,9	1,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-1,3	-0,7	-0,2	-0,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,7	-7,8	-8,9	-9,0
Solde courant / PIB (%)	2,8	3,6	2,2	2,2
Dette publique / PIB (%)	194,1	198,2	208,5	214,3

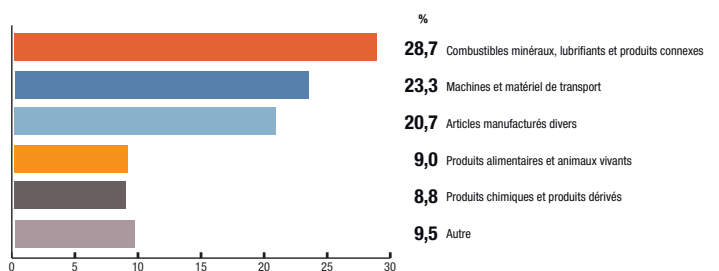
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 13 % du PIB



Importations 12 % du PIB



→ Appréciation du risque

Reprise modeste en 2012 tirée par la demande domestique et les exportations

Grâce à un effet de base favorable, la croissance devrait afficher en 2012 une progression modeste, tirée par la consommation des ménages et l'investissement. Malgré le regain des exportations, le commerce extérieur devrait, quant à lui, apporter une contribution négative à l'activité, en raison de l'accélération des importations de combustibles, substitués à l'énergie nucléaire.

Les cataclysmes du mois de mars 2011 ainsi que la stagnation des revenus et la crainte de voir la pression fiscale s'accroître continuent de peser sur la confiance des ménages. Ces derniers limitent donc leurs dépenses tout en reconstituant leur épargne. Néanmoins, la reprise de la production au deuxième trimestre pourrait entraîner une amélioration du marché de l'emploi et pousser la consommation légèrement à la hausse. Compte tenu de l'existence de surcapacités importantes, l'investissement des entreprises, hors réparations des structures de production détruites par le séisme, se limitent aux dépenses de remplacement des équipements, alors que l'investissement public restera dépendant de la mise en œuvre des projets de reconstruction. Les budgets supplémentaires pour financer ces projets ont été votés fin 2011 et en février 2012 pour un montant total de plus de 260 milliards de dollars. Ils ont concerné, dans un premier temps, le nettoyage des zones dévastées. Le contenu et les délais dans lesquels la reconstruction elle-même sera réalisée restent à définir. Mais, dans le meilleur des cas, les projets ne devraient être mis en œuvre qu'à partir du second semestre. Cela nécessitera des allocations budgétaires plus importantes qui s'ajouteront aux plans de 180 milliards de dollars de soutien aux entreprises (lutte contre le yen fort et aide au secteur agricole) ou bien par l'émission d'emprunts d'Etat spécifiques. Dans ce contexte, le déficit budgétaire devrait se creuser légèrement et la dette continuer de croître (plus de 214% du PIB). Pour limiter à plus long terme, l'impact de ces mesures sur les finances publiques, le premier ministre

Yoshihiko Noda a précisé qu'une hausse de l'imposition pourrait être décidée, notamment le doublement de la TVA à 10% qui divise néanmoins toujours les responsables politiques au sein du parti au gouvernement et dans l'opposition.

Progression des exportations favorisée par la reprise de l'activité aux États-Unis et le dynamisme de la demande de l'Asie émergente

Les exportations bénéficient de la disparition progressive des effets négatifs sur la chaîne d'approvisionnement des inondations en Thaïlande. Elles sont soutenues également par la reprise de l'activité aux États-Unis et le dynamisme de l'Asie émergente (60% des ventes). Toutefois, le niveau de change défavorable du yen et le ralentissement de la demande européenne, avec notamment ses répercussions sur les commandes de produits intermédiaires en provenance de la Chine, empêchent le rebond marqué des exportations. Dans ce contexte, les grandes entreprises devraient poursuivre le mouvement de relocalisation de leurs unités de fabrication vers des pays dont les devises présentent des taux de change favorables, et réorienter leurs sources d'approvisionnement en dehors de l'archipel. Ces mouvements devraient être amplifiés par le renchérissement des prix de l'électricité provoqué par l'arrêt complet de la centrale nucléaire de Fukushima mais aussi plus largement, sur tout le territoire, par l'arrêt définitif ou momentané de nombreux réacteurs.

Recul du nombre des faillites d'entreprise

Les faillites ont reculé de 2,5% en 2011 et l'indice des incidents de paiement Coface s'est légèrement infléchi à la baisse à la fin de l'année 2011. Malgré l'érosion de leurs profits, les grands groupes continuent de disposer de réserves de liquidités importantes leur permettant de poursuivre des acquisitions stratégiques. En revanche, les

sous-traitants, déjà peu rentables, pourraient pâtir de la réorientation stratégique de nombre de leurs clients. Seule la délocalisation de leurs activités pourrait compenser la perte de débouchés sur le marché domestique.

Points FORTS ↗

- Situation géographique privilégiée dans une région dynamique
- Spécialisation à l'exportation porteuse
- Epargne nationale très élevée
- Dette publique portée majoritairement par des investisseurs domestiques
- Fusions et acquisitions à l'étranger favorisées par la parité élevée du yen

Points FAIBLES ↘

- Instabilité gouvernementale (six premiers ministres en cinq ans)
- Réduction de la population active et part grandissante des travailleurs précaires
- Faible productivité des petites et moyennes entreprises
- Conséquences durables du désastre nucléaire sur la production
- La parité élevée du yen est devenue un problème politique crucial



Principaux indicateurs économiques

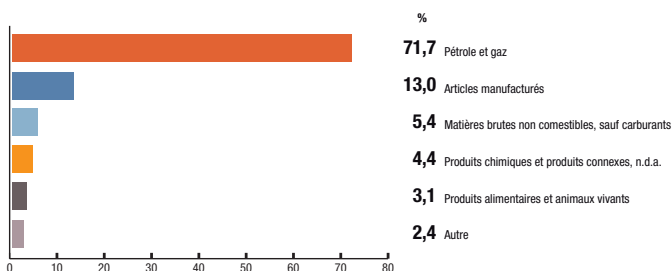
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	1,2	7,3	6,8	5,6
Inflation (moyenne annuelle) (%)	7,4	7,4	8,5	6,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,1*	0,8*	1,5	2,6
Solde courant / PIB (%)	-3,2	3,1	7,4	5,9
Dettes publiques / PIB (%)	10,4	11,3	12,4	13,0

(e) : estimation (p) : prévision

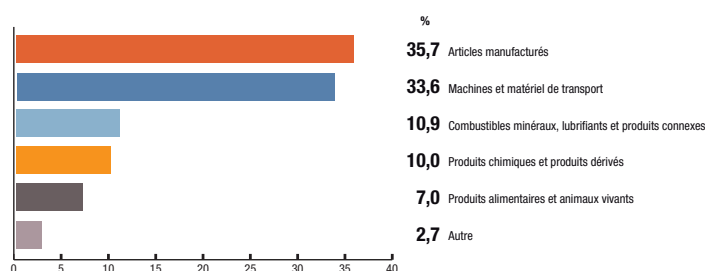
* dont les mesures anti-crisis financées par le fonds souverain Samruk-Kazyna

Échanges commerciaux

Exportations 42 % du PIB



Importations 34 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance portée par la consommation des ménages et les cours élevés du pétrole

La croissance restera robuste en 2012 en dépit d'une demande domestique moins porteuse qu'en 2011. Les tensions sociales à Zhanaozen et Chetpe en décembre 2011, conjuguées au contexte électoral de janvier 2012, ont conduit à une nouvelle augmentation des dépenses sociales du gouvernement. Dans un contexte de ralentissement des tensions inflationnistes et de bonne tenue du marché du travail, la consommation des ménages devrait bénéficier d'une nouvelle hausse des revenus réels et demeurer la principale contribution à la croissance. Les services, l'industrie légère et la construction en seront les principaux bénéficiaires. De bons résultats sont attendus dans la vente au détail et l'automobile. En ralentissement fin 2011, l'investissement privé devrait rebondir sous l'effet conjugué du tassement de l'inflation et de l'apaisement des conflits sociaux dans le secteur pétro-gazier. Ces conditions favorables soutiendront la production industrielle et particulièrement le secteur minier qui devrait enregistrer une forte croissance grâce au lancement de la production du gisement de Kashagan en cours d'année. Sur le plan extérieur, la baisse de la demande européenne – 53% des exportations kazakhes – devrait être compensée par le cours élevé du brut, dont le prix au baril pourrait excéder 115 dollars en 2012. Ainsi porté par les exportations d'hydrocarbures (72% des ventes), le commerce extérieur devrait contribuer à un plus d'un point de croissance en 2012.

D'importantes fragilités bancaires

Grâce aux cours élevés des matières premières, les comptes publics et extérieurs afficheront de solides excédents. Les sorties de capitaux à court terme observées sur les trois derniers trimestres 2011 devraient ralentir sous l'effet de l'apaisement des tensions sociales dans le secteur pétro-gazier. L'augmentation des dépenses publiques prévues au budget 2012 n'affectera pas la soutenabilité

de la dette publique, dont le stock atteint 13% du PIB. Le système bancaire demeurera la principale fragilité de l'économie kazakhe. Comme l'a montré le nouveau défaut de la banque BTA (le deuxième en trois ans) en janvier 2012 sur un coupon d'Eurobonds de 160 millions de dollars, la solvabilité de certaines banques restera sous tensions en 2012. Les banques seront particulièrement soumises au risque de crédit, en raison d'une nouvelle dégradation de la qualité de leurs portefeuilles de prêts au sein desquels la part des prêts non-performants dépasse 30%. Cette mauvaise qualité des actifs pourrait peser sur la reprise du crédit, si bien que des défaillances ne sont pas exclues, notamment dans certains secteurs non-extractifs où les entreprises sont très endettées.

Vers une montée des tensions sociales ?

La confrontation entre les salariés de l'entreprise publique du secteur pétro-gazier KazMunaiGaz et les forces de l'ordre en décembre 2011 à Zhanaozen et Chetpe constitue un événement presque inédit au Kazakhstan. Le mouvement social dans le secteur énergétique, qui a duré de mai à décembre 2011, et dont la principale revendication portait sur la revalorisation des salaires, n'a pas été relayé à Astana et Almaty. Toutefois, ces manifestations pourraient être le signe d'une accentuation des tensions sociales au sein du régime de Noursultan Nazarbaïev. Si la légitimité de ce dernier a été officiellement confortée par la victoire de son parti, Nur Otan, aux élections législatives anticipées de janvier 2012, la restriction des libertés publiques et un environnement des affaires contraignant pourraient constituer autant de facteurs participant d'une contestation plus large du régime. En témoignent la manifestation post-électorale de 1 000 opposants à Almaty en février dernier et la multiplication inédite des actes terroristes islamistes depuis mai 2011. Noursultan Nazarbaïev, dont le mandat touchera à sa fin en 2016, est en outre confronté à une dégradation de son état de santé. S'il est probable que les élites au pouvoir s'uniront pour défendre leurs intérêts en cas de

succession prématurée, réduisant ainsi le risque d'instabilité politique, l'apparition de tensions sociales n'est pas à exclure en marge d'une éventuelle transition prématurée. Toutefois, quel que soit le successeur, celui-ci ne devrait pas remettre en cause la politique d'attractivité vis-à-vis des IDE, qui devraient continuer d'affluer malgré un environnement des affaires difficile.

Points FORTS ↗

- Ressources naturelles abondantes et diversifiées (pétrole, gaz, uranium et fer)
- Augmentation prévue des exportations pétrolières grâce à l'exploitation du gisement de Kashagan
- Abondance des IDE
- Positionnement stratégique entre l'Asie et l'Europe

Points FAIBLES ↘

- Fragilité du système bancaire
- Secteur privé surendetté
- Lacunes persistantes du cadre juridique et institutionnel



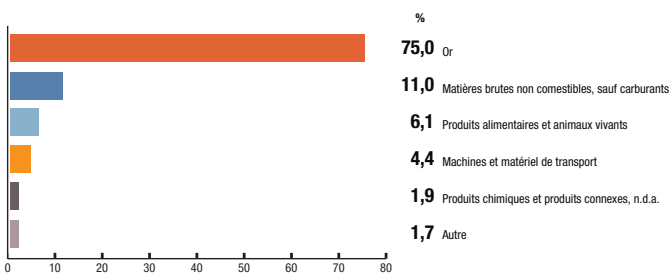
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	4,5	5,8	5,4	3,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,2	1,1	2,9	4,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,8	-5,5	-7,7	-6,0
Solde courant / PIB (%)	-7,3	-7,5	-7,5	-7,0
Dette publique / PIB (%)	24,7	28,7	26,6	29,0

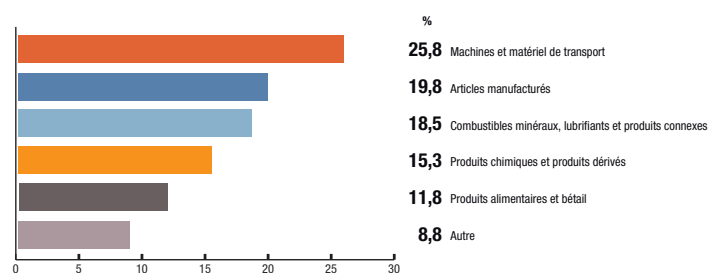
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 26 % du PIB



Importations 36 % du PIB



→ Appréciation du risque

Fléchissement attendu de la croissance sur fond de tensions politiques

La croissance est restée relativement soutenue en 2011 malgré l'impact des crises en Côte d'Ivoire et en Libye. En dépit de la stagnation de la production d'or (trois-quarts des exportations), l'activité économique est restée dynamique en raison de la forte augmentation de la production de coton. Par ailleurs, l'agriculture (soit le tiers du PIB) a bénéficié d'une pluviométrie favorable, ce qui a permis de contenir en partie les tensions inflationnistes. En 2012, les perspectives économiques apparaissent plutôt favorables grâce à la croissance attendue des filières agricole et aurifère. La production d'or devrait en principe s'accroître avec la mise en exploitation de nouveaux gisements. L'activité devait également bénéficier de la bonne orientation de l'industrie du textile et de l'essor des services bancaires. Toutefois, les perturbations économiques et financières consécutives au coup d'Etat du 22 mars 2012 (fermeture des banques, pénuries, suspension de l'aide multilatérale) risquent d'entraîner un fléchissement, au moins temporaire, de l'activité économique et une accentuation de l'inflation.

Des déséquilibres persistants

Les résultats macroéconomiques demeurent trop tributaires de l'évolution de la production agricole et des cours mondiaux. La croissance est contrainte par l'insuffisance de l'investissement, liée aux problèmes de gouvernance et à l'enclavement géographique. Le pays, un des plus pauvres du monde, reste confronté à des défis majeurs de développement. La poursuite des réformes structurelles, la diversification de l'économie et la création des conditions du renforcement de l'investissement privé restent donc les grandes priorités.

En dépit de la hausse des exportations d'or, le déficit courant reste élevé, mettant en relief la dépendance du pays à l'égard de l'aide et de l'allègement de la dette extérieure. Le pays a bénéficié des initiatives PPTE et d'allègement de la dette multilatérale en 2003 et 2006 mais son niveau

d'endettement demeure non négligeable du fait de la volatilité des exportations et du manque de diversification. Par ailleurs, si l'orientation générale de la politique budgétaire est restée jusqu'ici satisfaisante, les recettes fiscales ont peu augmenté, les subventions dans le domaine énergétique sont demeurées élevées et l'Etat a continué d'accumuler des arriérés de remboursement de TVA.

Détérioration du contexte sécuritaire et politique

Un coup d'Etat militaire a renversé le président Amadou Toumani Touré, le 22 mars 2012. Ce putsch d'officiers subalternes s'est nourri de l'exaspération d'une partie de l'armée qui s'estimait démunie face à la rébellion touareg, attisée par le retour de Libye d'ex-mercenaires ayant combattu sous l'autorité du colonel Kadhafi, et face aux terroristes d'AQMI. Le nord du pays, essentiellement désertique, est désormais sous contrôle rebelle suite à l'offensive touareg lancée en janvier dernier, qui s'est poursuivie en mars. Les mutins, isolés et dont les revendications semblaient assez floues, ont finalement confié le pouvoir à un président par intérim (12 avril) mais semblent demeurer actifs sur le terrain. Cela ne va pas faciliter la tâche des autorités de transition qui doivent à la fois obtenir la levée des sanctions multilatérales et bilatérales, rétablir le processus démocratique (tenue d'une élection présidentielle) et entamer des négociations avec les rebelles Touareg du MNLA, qui ont proclamé l'indépendance de leur territoire et sont eux-mêmes débordés par des groupes djihadistes armés.

Points FORTS ↗

- Ressources aurifère et agricole
- Annulations de dette dans le cadre des initiatives PPTE et IADM
- Poursuite de politiques macroéconomiques prudentes

Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance à l'or (8% du PIB, 20% des recettes publiques, plus de 70% des exportations)
- Economie vulnérable aux chocs énergétique et alimentaire
- Enclavement géographique
- Croissance démographique élevée et pauvreté rurale
- Détérioration de la situation sécuritaire et politique (déstabilisation du nord du pays par la rébellion touareg et les terroristes d'AQMI, putsch du 22 mars 2012)



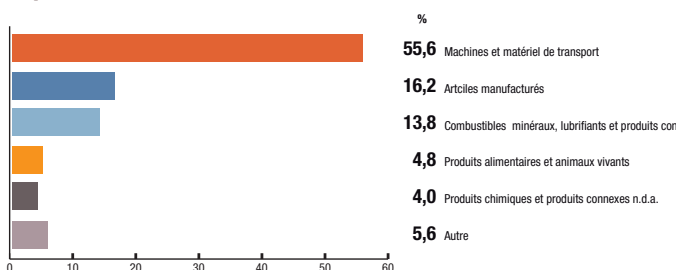
Principaux indicateurs économiques

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

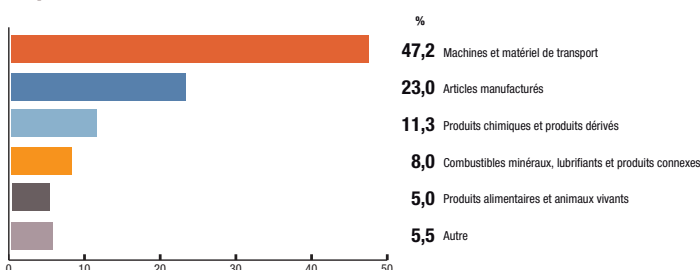
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 29 % du PIB



→ Appréciation du risque

Maintien de la croissance

Avec une activité très liée à l'économie des Etats-Unis (ces derniers absorbent près de 80% des exportations du Mexique), la croissance devrait se maintenir en 2012 en raison d'une demande américaine en progression, bénéficiant à l'industrie manufacturière et au tourisme. Les transferts des travailleurs expatriés (13 millions de mexicains habitent aux Etats-Unis) devraient poursuivre leur progression. La demande intérieure demeurera le moteur de la croissance, bénéficiant des mesures mise en place par le gouvernement dans la perspective des élections de juillet pour soutenir la consommation des ménages, l'investissement privé, le crédit et la création d'emplois.

Situation financière relativement saine

L'augmentation des recettes, notamment pétrolières, et la modération des dépenses ont permis de réduire le déficit public en 2011. Le gouvernement devrait poursuivre sa politique budgétaire prudente et le déficit du gouvernement central devrait encore reculer. Néanmoins, cette prudence sera tempérée par des dépenses visant à encourager l'emploi et les importants investissements de la compagnie nationale Petroleos de Mexico (Pemex), s'élevant à 2% du PIB. Fermé aux investissements directs étrangers (IDE), le secteur dépend intégralement du financement public pour ses projets d'investissement. En outre, le maintien des capacités de production de Pemex est stratégique car les revenus qui en sont issus représentent plus d'un tiers des recettes de l'Etat.

Malgré la croissance (en valeur) des exportations pétrolières, le déficit courant s'est creusé en 2011 en raison de la forte progression des importations, tirées par une demande intérieure dynamique. En 2012, le supplément d'importations devrait être compensé par la hausse des transferts des émigrés et des recettes touristiques. L'érosion de la production pétrolière sera compensée par des cours plus élevés. Le besoin de financement sera couvert par les flux de capitaux étrangers, mais les IDE

resteront en-dessous du niveau affiché en 2007. Le pays ne devrait pas avoir de problème de financement car il bénéficie d'une hausse des réserves de change et d'une Ligne de Crédit Modulable accordée par le FMI jusqu'en janvier 2013 à titre de précaution. D'un montant de 73 milliards de dollars, celle-ci renforce la confiance des investisseurs et accroît les capacités de résistance du pays à une crise de liquidité.

Une expérience de paiement proche de la moyenne mondiale

En 2011, les retards de paiements enregistrés par Coface sont restés au dessus de la moyenne mondiale. Les PME demeurent pénalisées par une politique restrictive des banques qui préfèrent prêter à l'Etat et aux grandes firmes. En outre, malgré la solidité du système bancaire, dans le cas d'une aggravation de la crise dans la zone euro, le pays pourrait être négativement affecté via les filiales de banques espagnoles qui occupent une large part du marché. Malgré l'embellie américaine, les comportements de paiement ne devraient pas évoluer.

Des réformes entravées et une insécurité persistante

Compte tenu de l'impopularité du gouvernement du président Felipe Calderón, son parti le PAN (Partido Accion Nacional) ne devrait pas réussir à faire élire sa candidate Josefina Vasquez Mota à la présidence en juillet 2012. Le résultat le plus probable sera un retour du PRI (Partido Revolucionario Institucional), après douze ans d'éloignement du pouvoir, en la personne de Peña Nieto, ancien gouverneur de l'Etat de Mexico. D'ici les prochaines élections, des réformes structurelles essentielles, comme celles du marché du travail, de l'éducation et de la santé, ne devraient pas être mises en œuvre, se heurtant à de plus fortes résistances politiques et sociales. À moins qu'un des partis détiennne une large majorité au Congrès, improbable compte tenu du mode de scrutin, l'avancement des

réformes devrait rester entravé après les élections. Par ailleurs, l'aggravation du climat d'insécurité et de violence, résultant notamment de la guerre menée par les autorités contre la criminalité organisée liée au narcotrafic, représente un défi grandissant pour l'autorité de l'Etat et a un impact négatif sur l'environnement des affaires.

Points FORTS ↗

- Secteur manufacturier soutenu par l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA)
- Dette extérieure modérée
- Secteur bancaire relativement sain
- Démographie favorable

Points FAIBLES ↘

- Dépendance vis-à-vis des Etats-Unis pour les exportations, l'investissement et les transferts des travailleurs émigrés
- Vulnérabilité des finances publiques au déclin des réserves de pétrole
- Obstacles sociopolitiques aux réformes structurelles (énergie, télécoms, éducation, travail, justice)
- Bureaucratie, infrastructures insuffisantes et insécurité pèsent sur l'environnement des affaires

Pays **C**

Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

RISQUE ÉLEVÉ



Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	6,4	7,2	7,3	8,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,0	13,0	11,0	6,0
Solde budgétaire* / PIB (%)	-14,8	-15,0	-14,0	-13,0
Solde courant* / PIB (%)	-19,0	-16,0	-17,0	-16,0
Dette publique / PIB (%)	40,0	38,0	39,0	43,0

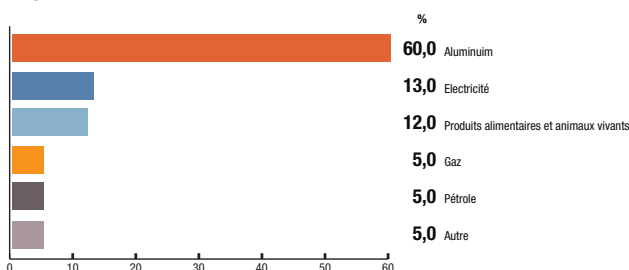
(e) : estimation

(p) : prévision

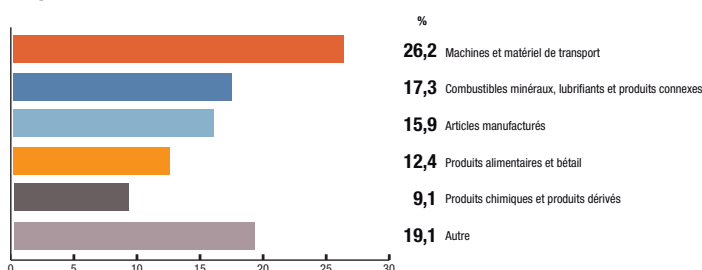
* hors dons

Échanges commerciaux

Exportations 25 % du PIB



Importations 44 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance forte portée par les investissements étrangers

L'activité restera très dynamique en 2012. Grâce à la poursuite des massifs investissements étrangers dans le secteur minier et les infrastructures de transport, elle bénéficiera de l'essor de la production et des exportations de charbon en provenance des sites de Moatize et de Benga. Les livraisons d'aluminium de l'usine Mozal vont également augmenter. La progression des volumes compensera largement le recul des cours qui resteront historiquement élevés. Avec la participation de la Chine, du Japon et du Brésil, la modernisation de l'agriculture devrait progresser et permettre un accroissement des volumes produits et commercialisés. L'hôtellerie et la restauration profiteront du développement touristique induit par les investissements sud-africains, portugais et américains.

Malgré l'essor économique, les carences demeurent

Le potentiel agricole et minier reste largement sous-exploité en raison des déficiences de l'alimentation électrique et hydraulique, des voies de communication routières et ferroviaires, des facilités de stockage et portuaires. La main d'œuvre qualifiée est rare. La production agricole est totalement soumise aux caprices climatiques. Une bonne partie des récoltes est perdue du fait des carences de stockage et de convoyage entre les régions. Les défauts d'approvisionnement contraignent certaines régions à importer. Enfin, la production de blé et de riz ne couvre pas les besoins. La réhabilitation des voies de communication existantes, sans parler de la création de nouvelles, est laborieuse et subit des retards importants. L'extension du réseau électrique financé par la Banque mondiale et l'Union européenne connaît quelques avancées. Par contre, la construction de deux nouveaux barrages hydroélectriques dans la vallée du Zambèze, au voisinage de celui de Cahora Bassa alimentant à la fois l'Afrique du sud, le Zimbabwe et Electricidade de Moçambique, tarde, ce qui bride la pro-

duction de charbon. Il en est de même pour la construction de centrales thermiques.

L'exploitation des importantes réserves en pétrole et gaz récemment découvertes au large de la côte septentrionale est conditionnée par l'investissement des compagnies pétrolières étrangères. Pour l'heure, les livraisons d'hydrocarbures proviennent du sud et sont dirigées par canalisations vers l'Afrique du sud.

Une aide internationale essentielle

Malgré le développement des exportations, le déficit courant reste important. Son importance s'explique essentiellement par les achats d'équipements et de services nécessaires au développement des ressources du pays et des infrastructures connexes. Les investissements étrangers permettent d'en combler la majeure partie. Le solde est couvert par l'aide internationale, ainsi que par le recours à l'emprunt plafonné par le FMI dans le cadre de l'Instrument de Soutien à la Politique Economique (ISPE) afin de contenir l'endettement public extérieur. L'aide internationale assure ainsi 40% des ressources budgétaires et participe au financement du «Programa Quinquenal do Governo» 2010-2015 qui vise à lutter contre la pauvreté par l'éducation et la santé, à développer l'agriculture, la pêche, le tourisme et le transport dans un but de diversification de l'économie.

Une gouvernance toujours difficile

Le président Armando Guebuza et son parti le Frente de Libertação de Moçambique, reconduits à la tête du pays en octobre 2009, exercent un pouvoir solidement établi. Cependant, le président ne pouvant se représenter en 2014, sa succession devra être réglée d'ici là. Le traditionnel parti d'opposition, Resistência Nacional de Moçambique, est plutôt en perte de vitesse face au nouveau venu, le Movimento Democrático. Les performances du pays en termes de corruption, d'administration, de justice, de services publics et de réglementation sont médiocres. Cependant, les progrès réalisés en matière d'éducation et de santé, notamment, ont convaincu les pays donateurs de maintenir leurs versements.

Points FORTS ↗

- Sous-sol riche en minerais : bauxites, charbon, gaz, pétrole
- Important potentiel hydroélectrique
- Vastes terres arables
- Situation géographique privilégiée : longue façade maritime, proximité avec le marché sud-africain
- Appui des pays donateurs

Points FAIBLES ↘

- Faible productivité du secteur agricole : 80% de la population mais 20% du PIB
- Forte dépendance à l'aluminium et à l'aide internationale
- Pauvreté, malnutrition, faible niveau d'éducation
- Infrastructures de transport, de télécommunication et d'approvisionnement énergétique déficientes
- Disparités régionales : le nord et le centre défavorisés par rapport au sud



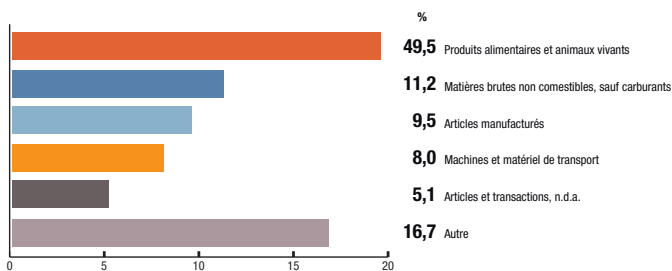
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-1,6	2,0	1,4	2,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,1	2,3	4,0	2,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-4,7	-9,2	-6,4
Solde courant / PIB (%)	-2,6	-3,4	-3,9	-5,0
Dettes publiques / PIB (%)	23,3	27,4	33,8	38,6

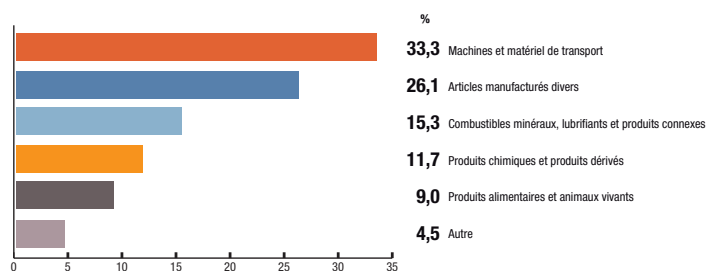
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **28 %** du PIB



Importations **27 %** du PIB



→ Appréciation du risque

L'investissement, public et privé, principal contributeur à la croissance en 2012

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

La consommation des ménages demeure favorisée par la progression, même modérée, des salaires réels et par un marché du travail mieux orienté, en ligne avec le rebond de l'investissement. Le taux de chômage devrait se stabiliser autour de 6% de la population active. Néanmoins, les dépenses sont limitées par le processus de désendettement entrepris depuis 2008 et qui s'est traduit par une réduction de 10 points de la dette retombée à 147% du revenu disponible (RD). Elles sont également contraintes par la reconstitution de l'épargne, négative au moment du déclenchement de la crise, et aujourd'hui au-dessus de 5% du RD. L'investissement résidentiel est soutenu par l'augmentation du nombre de ménages accédant à la propriété pour la première fois, attirés par le maintien de taux hypothécaires bas (6,5% contre 9,5% avant la crise) et par la décélération des prix depuis l'automne 2011. Il sera également dynamisé, sur la seconde partie de l'année, par la reconstruction des logements détruits dans le Canterbury. Cette perspective dépend néanmoins de l'arrêt total des secousses sismiques qui perduraient à la fin 2011 et du règlement des dossiers d'assurance. Les dommages sont évalués à plus de 25 milliards de dollars américains sur cinq ans (structures commerciales et infrastructures comprises). Dans ce contexte, le gouvernement a inscrit plus de 9 milliards au budget 2011, ce qui a doublé le déficit. Dans les années à venir, et dans la perspective de la maîtrise des finances publiques, les choix du gouvernement en matière

de dépenses seront fortement limités. Cela rendra improbable le soutien public à d'autres projets que ceux de la reconstruction de Christchurch et sa région. La réduction du déficit budgétaire devrait être amorcée dès cette année, mais la dette de l'Etat devrait dans le même temps croître rapidement, demeurant néanmoins contenue.

Le secteur minier tire les exportations

Les importations ont regagné en deux ans le terrain perdu pendant l'année de récession, les entreprises profitant de l'appréciation du dollar néo-zélandais pour accélérer leurs achats. Elles devraient ralentir autour de 6% en 2012, en raison du ralentissement de la reconstitution des stocks de biens intermédiaires et de consommation courante. Les exportations, quant à elles, avaient globalement peu souffert en 2009 portées par la demande vive de l'Australie son premier partenaire (23%), et de l'Asie émergente (32%). Elles devraient s'accroître en 2012, soutenues par le dynamisme du secteur minier, alors que les secteurs manufacturier et du tourisme demeureront handicapés par le niveau élevé de change du dollar néo-zélandais. Ce change défavorable est provoqué notamment par la conversion des revenus des exportations de matières premières et l'attrait de la devise pour les investisseurs étrangers. Les prix des matières premières (lait, laine, bétail et bois) devraient rester élevés, voire augmenter en ce qui concerne le lait et la viande, en ligne avec une demande soutenue des pays émergents et le niveau faible des stocks. Mais le contexte reste incertain, et les exportations pourraient souffrir d'un ralentissement plus marqué qu'attendu de l'Asie émergente, et de la Chine en particulier (10% des exportations). D'autant qu'alors l'activité de l'Australie serait davantage affectée et, par ricochet, celle de la Nouvelle-Zélande.

Progression spectaculaire des faillites

La reconstruction de la région de Christchurch soutient l'activité du secteur bâtiment et travaux publics et les

branches connexes, comme les bureaux d'architecte, les matériaux de construction, le bois... Les exportateurs de produits manufacturés et de services liés au tourisme pâtissent du niveau élevé du change et, pour les premiers, de la hausse des coûts des intrants que la vigueur de la devise ne permet pas de compenser totalement. Dans le cas d'une volatilité soutenue du dollar néo-zélandais, les petites structures sont fragilisées, ne disposant généralement pas de l'expertise pour se couvrir contre ce risque. Après l'enthousiasme suscité par la coupe du monde de rugby l'an dernier, il convient de rester vigilant vis-à-vis des secteurs dédiés au marché domestique. Les faillites des entreprises ont affiché au quatrième trimestre 2011 une progression spectaculaire de 174% par rapport à la même période de 2010, reflétée par la légère augmentation de la courbe des incidents de paiement de Coface, qui reste néanmoins inférieure à la moyenne mondiale.

Points FORTS

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

Points FAIBLES

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



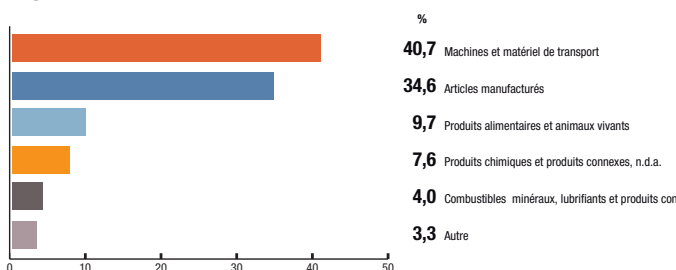
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	1,7	3,9	4,3	2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	4,0	2,7	3,9	3,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,3	-7,8	-5,6	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-3,9	-4,6	-4,2	-3,8
Dettes publiques / PIB (%)	50,9	55,0	54,9	52,9

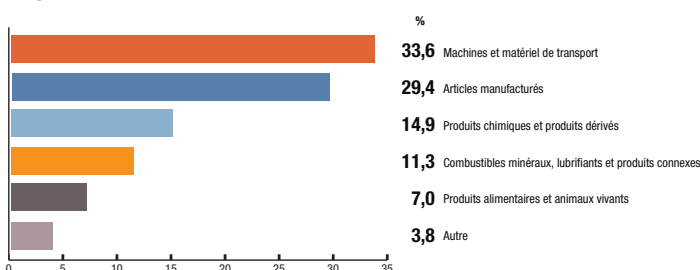
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 39 % du PIB



Importations 39 % du PIB



→ Appréciation du risque

La croissance devrait ralentir en 2012

Malgré un ralentissement de la croissance au dernier trimestre, l'activité est restée soutenue en 2011. Cette décélération devrait se poursuivre en 2012. La consommation privée restera faible en raison du repli de la confiance des ménages, du gel des salaires dans la fonction publique et de la détérioration du marché de l'emploi. En outre, les ménages subiront une érosion de leur pouvoir d'achat compte tenu de la persistance des tensions inflationnistes. Toutefois, les dépenses d'investissement devraient rester robustes. L'extension des capacités de production des entreprises sera favorisée par les investissements directs étrangers et l'augmentation de l'offre de crédits bancaires. L'investissement public restera également dynamique au regard des importants projets d'infrastructures, notamment en perspective du championnat d'Europe de football 2012. Par ailleurs, le commerce extérieur restera l'un des principaux moteurs de la croissance. Les entreprises exportatrices continueront de bénéficier d'un regain de compétitivité grâce à la faiblesse du zloty et le ralentissement de la consommation privée limitera la hausse des importations. Enfin, l'impact de la chute de la demande extérieure sera plus contenue que dans les pays d'Europe émergente en raison d'une ouverture commerciale moins importante (les exportations représentent 40% du PIB contre 65% en moyenne pour les autres pays membres de l'Union européenne).

Des finances publiques en voie d'amélioration

Le Plan pour le développement et la consolidation des finances publiques élaboré par le gouvernement afin de respecter les critères de Maastricht à partir de 2013 se poursuivra. Le déficit public, qui atteignait près de 8% du PIB en 2010, devrait se replier en dessous des 4% en 2012, grâce à la hausse des taxes sur les produits pétroliers et à l'augmentation des cotisations sociales. En conséquence, la dette publique devrait se stabiliser en dessous de 60% du PIB. Le déficit courant, qui devrait

rester substantiel, sera largement financé par les fonds structurels européens et par la hausse des investissements directs étrangers. Le système bancaire polonais semble relativement solide avec des ratios de capitalisation supérieurs aux minimums requis par Bâle III. Néanmoins, les filiales de banques étrangères, dont les maisons mères sont pour la plus part implantées en zone euro, représentent les deux tiers du secteur bancaire, ce qui le rend dépendant des capitaux étrangers. Enfin, les banques restent fortement exposées au risque de change, les prêts aux ménages libellés en devises s'élevant à 14% du PIB.

Un contexte politique plutôt stable

L'élection présidentielle d'août 2010 a porté Bronislaw Komorowski à la tête d'une coalition entre son parti de centre-droit (PO), au pouvoir depuis octobre 2007, et le Parti paysan polonais (PSA). Les élections générales du 9 octobre 2011 ont confirmé cette coalition. Le premier ministre Donald Tusk fait de la réduction du déficit budgétaire sa priorité avec pour objectif déclaré une entrée dans l'euro, sans toutefois fixer de date à celui-ci.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

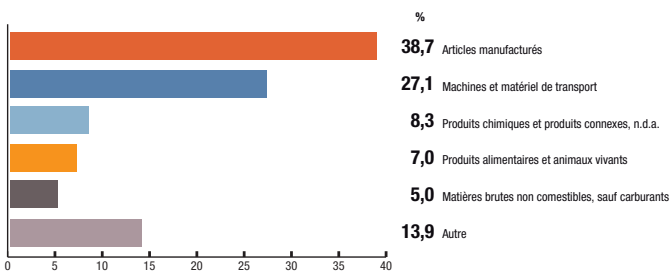


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-2,9	1,4	-1,6	-4,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	-0,9	1,4	3,6	2,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,1	-9,8	-4,0	-5,5
Solde courant / PIB (%)	-10,9	-10,0	-6,7	-4,2
Dettes publiques / PIB (%)	83,1	93,4	112,8	120,0

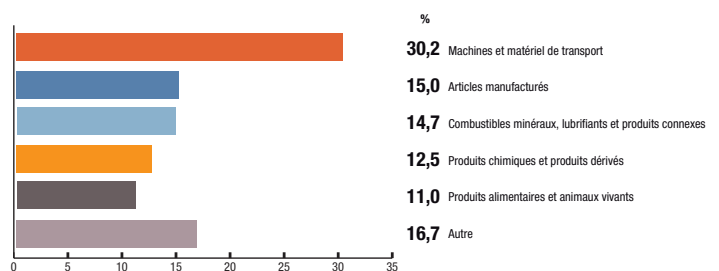
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 36 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une récession qui devrait s'aggraver sous l'effet de l'austérité et du ralentissement de la demande européenne

L'économie a replongé dans la récession en 2011 du fait de la chute de la demande intérieure, elle-même en grande partie provoquée par le durcissement des mesures d'austérité budgétaire. La contraction des importations et la poursuite de la progression des exportations ont toutefois permis de limiter le recul du PIB.

La récession devrait s'approfondir en 2012. La consommation devrait se contracter davantage en raison de la pression accrue de la fiscalité et de nouvelles réductions de dépenses, dans un contexte déjà marqué par le niveau élevé de l'endettement des ménages et un taux de chômage important (14% de la population active). Une demande en berne, un crédit atone, une faible rentabilité et une faible capacité d'autofinancement des entreprises laissent craindre une nouvelle baisse de l'investissement. En outre, la demande en provenance de l'Union européenne (75% des débouchés) devrait connaître un tassement sensible, ce qui pénalisera les ventes à l'étranger. Néanmoins, les importations continuant à reculer, la contribution du commerce extérieur à la croissance, bien qu'en baisse, demeurera positive. Le déficit courant devrait avoir ainsi fortement diminué en 2012.

D'importants déséquilibres qui ont contraint le pays à faire appel à l'aide internationale

Durant la décennie qui a précédé la crise, la perte de compétitivité et l'affectation des ressources au détriment du secteur marchand se sont traduites par un déséquilibre grandissant des comptes extérieurs. La dette publique a sensiblement augmenté sous l'effet d'une politique budgétaire expansionniste. La faiblesse des taux d'intérêt et l'accès aisé aux financements ont été à l'origine d'une forte hausse de l'endettement du secteur privé (260% du PIB). En dépit de la mise en œuvre rapide des premières mesures d'assainissement et de l'absence de bulle immo-

bilie, de nature à infliger de lourdes pertes au secteur bancaire, les tensions se sont fortement accrues sur le marché de la dette, les taux d'intérêt des obligations portugaises atteignant des niveaux record. Après la Grèce et l'Irlande, en 2010, le Portugal s'est vu contraint de recourir à l'aide de l'UE et du FMI en mai 2011 (78 milliards d'euros). Le pays se conforme aux objectifs de son plan de sauvetage mais une nouvelle aide, voire une restructuration de sa dette, ne peuvent être totalement écartées. Le manque de croissance alimente les inquiétudes sur la viabilité de la dette publique et la défiance des investisseurs, si elle se maintient, risque de compromettre le retour du pays sur le marché obligataire dans les délais prévus, avant la tombée, en septembre 2013, d'une importante échéance.

Par ailleurs, de nombreux chantiers restent à mener à bien, dont la mise en place des réformes visant à supprimer les rigidités et goulots d'étranglement responsables d'une croissance atone. Il s'agit notamment de lutter contre les rigidités du marché du travail (réforme engagée), une réglementation pesante, l'insuffisance de concurrence et un manque de qualification de la main d'œuvre, qui expliquent la faiblesse de la productivité. Par ailleurs, après l'éclatement de la crise souveraine, le secteur bancaire a vu ses financements domestiques se tarir et est devenu très dépendant des liquidités de la BCE. Il est également fortement exposé à la dette souveraine, principalement portugaise, présentant de ce fait d'importants besoins en capital.

Des entreprises mises à rude épreuve

Les impayés enregistrés par Coface sont montés en flèche en 2011. Parallèlement, les défaillances d'entreprises ont fortement augmenté. Les secteurs les plus touchés sont ceux de l'industrie manufacturière, du BTP et des services dont le commerce de gros et de détail. Le chiffre d'affaire de l'industrie manufacturière a vu sa progression diminuer progressivement, la contribution du segment domestique étant même devenue négative. Les meilleures perfor-

mances à l'exportation ont été le fait des sous secteurs des métaux de base, de la chimie, de l'automobile, de l'agroalimentaire et du textile. Le secteur minier a connu une évolution positive à l'exportation. Celui de la construction et des services a enregistré un recul, à l'exception de l'hôtellerie, du transport aérien et de la logistique, dont l'évolution est guidée par la demande étrangère.

Points FORTS ↗

- Infrastructures logistiques et de communication de qualité
- Attractivité touristique
- Début de diversification sectorielle et géographique
- Absence de bulle immobilière

Points FAIBLES ↘

- Spécialisation dans des secteurs à faible valeur ajoutée fortement soumis à la concurrence internationale
- Productivité et compétitivité érodées
- Forte dépendance à la conjoncture européenne
- Niveau élevé de l'endettement privé et public



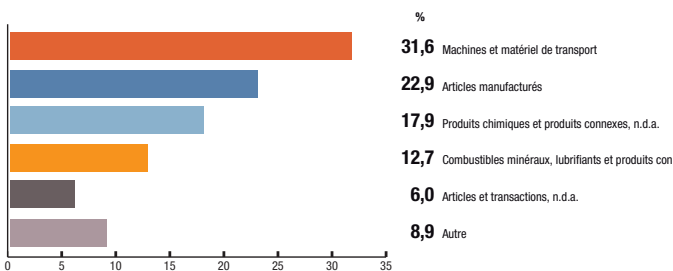
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,4	1,8	0,9	0,4
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,2	3,3	4,5	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,7	-9,5	-8,6	-7,8
Solde courant / PIB (%)	-1,7	-3,2	-0,9	-1,0
Dette publique / PIB (%)	69,6	79,9	84,0	88,8

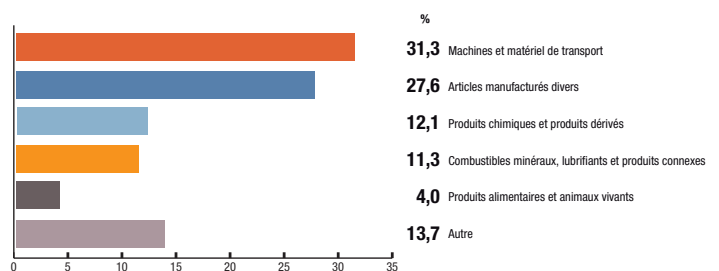
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 30 % du PIB



→ Appréciation du risque

La consommation des ménages pourrait contribuer faiblement à la croissance en 2012

L'activité devrait ralentir en 2012, la consommation des Britanniques apportant une faible contribution, alors que l'investissement des entreprises continuera de peser sur l'activité. La balance commerciale, qui a largement contribué à tirer la croissance en 2011, devrait au mieux être neutre.

L'inflation s'est accélérée en 2011 sous l'effet de facteurs temporaires et a largement participé à freiner les dépenses des ménages déjà déprimés par l'accélération du chômage et la contraction des salaires et du revenu disponible. La confiance des Britanniques s'est détériorée à partir de mai 2011. Mais les pressions inflationnistes, après un pic de 5,2% en septembre, ont commencé à se dissiper à la fin de l'année dernière et cette tendance s'est poursuivie au début de 2012, avec une inflation ramenée à 3%, encore au-dessus de la cible de la *Bank of England* (BoE). Cette dernière devrait néanmoins maintenir une politique monétaire expansionniste notamment afin d'éviter la faillite des ménages (60% des crédits immobiliers sont à taux variable). Dans ce contexte, la consommation des ménages (64% du PIB) pourrait ne plus se contracter et même progresser très légèrement, sous l'effet des Jeux Olympiques d'été. Mais elle restera très en-dessous de sa tendance d'avant la crise, plusieurs facteurs continuant de nourrir la morosité ambiante : contraction des salaires, aggravation du chômage (8,7%), baisse des transferts publics, poids de l'endettement (plus de 137% du revenu disponible -RD-), baisse du patrimoine net, maintien du niveau de l'épargne autour de 7% du RD, montée de l'euro-scepticisme.

L'investissement des ménages dans le secteur résidentiel continue d'être déprimé, ce qui est reflété par la probable baisse des prêts hypothécaires et des prix. Par ricochet, les projets immobiliers ne décollent pas, faisant courir un risque de pénurie de logements. L'alerte donnée par l'*Office for Budget Responsibility* en novembre dernier sur les risques élevés de nouvelle récession a été confirmée par la contraction de 0,2% de la croissance au quatrième trimestre 2011.

Par anticipation, la coalition gouvernementale a pris des mesures supplémentaires de réduction des dépenses (suppression de subventions et de postes dans la fonction publique, gel des salaires...), mais aussi de soutien notamment aux PME. Soucieuse de conserver la crédibilité acquise auprès des marchés financiers en matière d'assainissement des comptes publics, elle a annoncé que la période d'ajustement serait prolongée jusqu'en 2016.

L'investissement des entreprises continue de décélérer

En 2011, les performances des entreprises sur les marchés étrangers ont déçu, malgré la dépréciation de la livre favorisée par le quantitative easing de la BoE (1,9% du PIB) et qui aurait dû permettre la conquête de nouveaux marchés. La contribution du commerce extérieur a néanmoins été positive sous l'effet de la contraction des importations provoquée par la chute de la consommation des ménages. Ce moteur demeure grippé au premier trimestre 2012, ce qui est reflété par les perspectives médiocres des commandes à l'export pour le troisième trimestre consécutif, en ligne avec le ralentissement de l'activité dans la zone euro (42% des exportations). La contribution du commerce extérieur devrait donc, dans le meilleur des cas, être neutre cette année, les importations décélérant moins fortement que les exportations. Face à la morosité domestique et aux incertitudes régionales, les entreprises continuent d'être prudentes et n'augmentent pas leurs dépenses d'investissement. Ces dernières ont en effet chuté en janvier pour le onzième mois consécutif malgré les programmes de soutien mis en place par le gouvernement et des mesures fiscales incitatives.

Crédit bancaire déprimé et faillites en progression

Le secteur bancaire britannique est fragilisé d'une part par son exposition importante (1000 milliards de dollars) aux contreparties publiques et privées de la zone euro et, d'autre part, par ses engagements dans le secteur immobilier. La chute brutale des prix des logements, l'accélération du

chômage ou encore une hausse des taux d'intérêt, et les défauts qui en résulteraient, constituent un risque non négligeable. Les efforts des banques pour se désendetter ont eu pour conséquences de considérablement freiner l'offre de crédit aux entreprises, en particulier aux PME. Les grandes entreprises disposent en effet d'un taux d'autofinancement élevé (160%) et d'un accès aux marchés obligataires. Les faillites des entreprises ont progressé de plus de 8% au second semestre de 2011. Elles touchent particulièrement les petits entrepreneurs de la construction, l'ameublement, les équipementiers automobiles et les distributeurs. L'évolution de l'indice des incidents de paiement de Coface est restée stable mais au-dessus de la moyenne mondiale, et pourrait dans ce contexte repartir à la hausse.

Points FORTS ↗

- Flexibilité de la politique monétaire de la *Bank of England*
- Production d'hydrocarbures couvrant les trois-quarts des besoins énergétiques
- Rééquilibrage du modèle économique vers l'industrie
- Détermination gouvernementale à ajuster les finances publiques

Points FAIBLES ↘

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

Pays **B**

Environnement des affaires **B**

Cotation moyen terme

RISQUE ASSEZ FAIBLE



Principaux indicateurs économiques

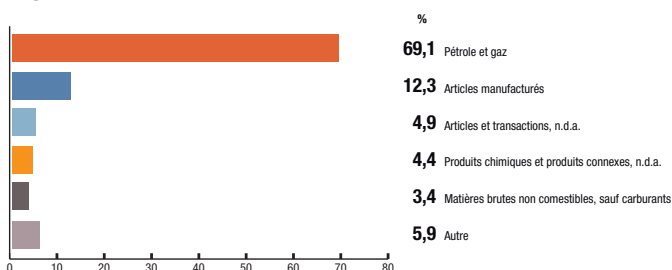
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-7,8	4,0	4,3	3,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	11,7	6,9	6,1	7,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,9	-3,9	0,8	-2,1
Solde courant / PIB (%)	4,0	5,0	5,7	2,6
Dettes publiques / PIB (%)	11,0	11,7	11,7	12,5

(e) : estimation

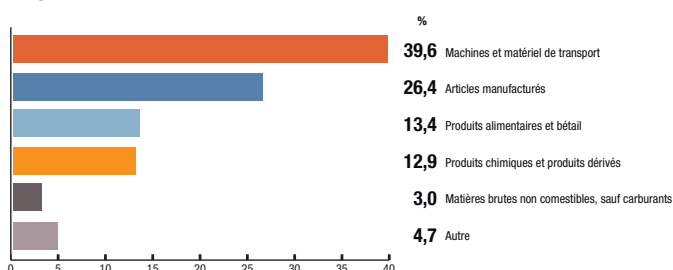
(p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 28 % du PIB



Importations 20 % du PIB



→ Appréciation du risque

Stabilisation de la croissance

Après avoir affiché de meilleures performances que prévu en 2011, la croissance devrait légèrement ralentir sur l'ensemble de l'année 2012 et rester inférieure à la moyenne des pays émergents. L'activité sera bien orientée au premier semestre. Le contexte électoral et les tensions sociales en marge des scrutins de décembre et de mars ont contribué à l'augmentation des dépenses sociales du gouvernement. Cette hausse du revenu disponible des ménages, conjuguée aux niveaux exceptionnellement bas de l'inflation en ce début d'année et à la bonne tenue du marché du travail, contribueront au dynamisme de la consommation privée. Dès lors, l'industrie locale, et notamment l'automobile, la construction et l'agroalimentaire, très orientés vers le marché domestique, devraient afficher de bons résultats. L'apaisement des tensions sur la liquidité bancaire en Europe viendra en outre soutenir la reprise du crédit. L'investissement devrait également bénéficier de ces conditions favorables, aidé du regain de confiance consécutif à l'élection de Vladimir Poutine. Enfin, la production de brut et le commerce extérieur devraient tirer profit des cours élevés du baril et des tensions sur l'offre mondiale de pétrole, maintenant ainsi les bons résultats enregistrés fin 2011. Toutefois, la demande domestique devrait se montrer moins porteuse au second semestre. La hausse des prix administrés de l'énergie, retardée à juillet pour raison électorale, contribuera à la reprise des tensions inflationnistes. L'absence de réforme profonde de l'environnement des affaires devrait en outre relancer les sorties de capitaux et faire réapparaître des tensions sur la liquidité bancaire. Dès lors, une progression plus modérée du crédit viendrait ralentir la consommation des ménages, l'investissement et la croissance.

Il reste toutefois que le dynamisme de l'activité au second semestre dépendra essentiellement de l'évolution du cours du brut. Le scénario – de plus en plus probable – d'un baril à plus de 120 dollars sur l'ensemble de l'année 2012 viendrait stimuler la consommation des ménages et l'investissement dès lors que le gouvernement redistribue l'excès de rente dégagé par le cours élevé du pétrole.

Dans une telle éventualité, la croissance pourrait égaler les performances enregistrées en 2011.

Une dépendance croissante aux cours du pétrole

L'économie russe affiche une dépendance croissante aux prix du brut. Le prix d'équilibre du solde public est désormais proche de 120 dollars contre 60 en 2008. Dès lors, avec en outre la hausse des dépenses liées au contexte électoral, le pays devrait afficher un déficit public en 2012, dans la lignée des deux premiers mois de l'année. La dette publique reste toutefois très contenue, autour de 12% du PIB, ce qui donne des marges de manœuvre au gouvernement, au moins à court terme. L'excédent courant devrait se réduire sous l'effet de la contraction de la demande européenne, mais bénéficiera tout de même d'un effet-prix sur les exportations de pétrole. Enfin, les sorties de capitaux privés restent élevées et pourraient de nouveau augmenter si les réformes structurelles promises par Vladimir Poutine ne sont pas mises en œuvre. Cette tendance témoigne de la réticence des acteurs économiques russes à investir dans leurs pays, en raison d'une croissance nettement plus faible que dans les années 2000 et d'un climat des affaires qui ne s'améliore guère.

Un contexte politique plus tendu

Bien que la transition politique se soit déroulée comme prévue par le Kremlin dès le premier tour de l'élection du 4 mars 2012, les scrutins de 2011 et 2012 ont été l'occasion d'un mouvement de contestation d'une ampleur inédite depuis le début des années 1990. Les jeunes et les classes moyennes ont exprimé leur mécontentement face à la montée des inégalités et aux lacunes persistantes de l'environnement des affaires. Bien que la contestation ne se soit pas étendue aux campagnes, restées majoritairement fidèles à Vladimir Poutine, les manifestations de l'hiver 2011-2012 ont consacré la rupture du contrat social tacite passé entre les Russes et le régime au début des années 2000. Elles ont été marquées par l'émergence d'une nouvelle opposition, cristallisée autour de plusieurs

mouvements initialement mobilisés sur des enjeux locaux, en marge des figures traditionnelles de l'opposition « institutionnalisées ». Ainsi, bien que Vladimir Poutine ait obtenu une assise confortable dès le premier tour malgré les irrégularités constatées, l'érosion du soutien populaire est manifeste et des mouvements de protestation pourraient s'exprimer à nouveau, particulièrement si la situation socio-économique devait se détériorer et le gouvernement tarder à mettre en œuvre les réformes structurelles promises par Vladimir Poutine.

Par ailleurs, la gouvernance des entreprises du pays reste un point faible récurrent : elles sont peu transparentes et il est parfois difficile de savoir qui en est l'actionnaire. Si l'expérience de paiement enregistrée par Coface s'est améliorée sensiblement depuis le retour à la croissance fin 2009, la vulnérabilité des entreprises aux chocs reste importante, maintenant le risque de crédit à un niveau plus élevé que dans les trois autres BRIC.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

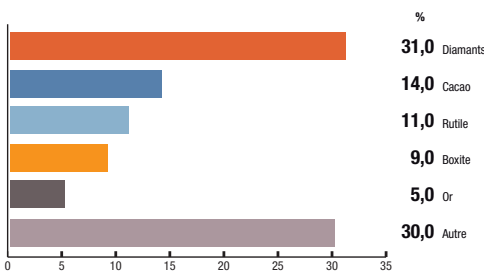


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,2	5,0	5,5	50,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	9,3	18,0	18,0	10,0
Solde budgétaire* / PIB (%)	-11,0	-14,0	-12,0	-7,0
Solde courant* / PIB (%)	-13,0	-31,0	-58,0	-11,0
Dettes publiques / PIB (%)	61,0	65,0	61,0	33,0

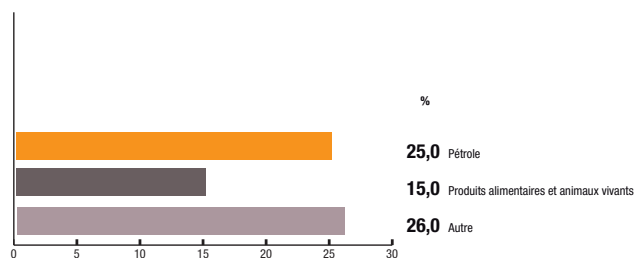
(e) : estimation (p) : prévision * hors dons

Échanges commerciaux

Exportations 16 % du PIB



Importations 29 % du PIB



→ Appréciation du risque

Vive croissance tirée par les matières premières, mais peu profitable aux finances publiques

La mise en exploitation de deux importants gisements de minerai de fer fera exploser la croissance (+50%) en 2012. Le développement des infrastructures routières, portuaires et ferroviaires, la construction de centrales électriques, nécessaires à l'exploitation des ressources minières, soutiendront aussi l'activité.

Cependant, ce dynamisme profitera insuffisamment aux finances publiques qui resteront très déficitaires. La redevance versée par les compagnies minières est peu élevée, tout comme les taxes douanières sur les importantes importations de biens d'équipement. Au total, les ressources fiscales tirées de l'activité minière ne représentent que 2% du PIB. Les conditions d'exploitation vont vraisemblablement être revues à l'aune des nouveaux textes législatifs régissant le secteur. Les ressources budgétaires traditionnelles (12% du PIB) sont aussi insuffisantes. Les subventions permettant de ne pas répercuter intégralement la hausse des cours pétroliers sur les prix des carburants pèsent sur les dépenses. Plus du tiers des ressources budgétaires est apporté par les donateurs internationaux, l'essentiel de l'aide étant affectée à la réalisation de projets de développement ou d'infrastructure. L'Union européenne finance, par ailleurs, un programme de modernisation de l'Administration.

Les exportations de minerai de fer vont considérablement améliorer les comptes extérieurs

Jusqu'en 2011, les importations ont été de deux à trois fois plus importantes que les exportations ce qui générerait un déficit commercial considérable. A compter de 2012, l'arrivée des exportations de minerai de fer, s'ajoutant aux traditionnelles ventes de cacao et d'autres minerais, modifiera complètement la donne. Le déficit se transformera en excédent. Toutefois, les importations de machines et de matériel de transport nécessitées par l'exploitation minière et la construction d'infrastructures resteront importantes,

tout comme les achats de produits pétroliers. De plus, en raison de son sous-développement, l'agriculture du pays ne couvre que 40% des besoins alimentaires (essentiellement grâce au riz, au manioc, à la patate douce et à l'arachide), nécessitant l'achat de denrées à l'étranger. Enfin, importations comme exportations sont extrêmement dépendantes des fluctuations des cours mondiaux.

Malgré l'excédent commercial, le déficit courant, même considérablement réduit, persistera en raison de l'importance croissante des services facturés par les compagnies minières étrangères et des dividendes rapatriés par ces dernières. Il sera financé à hauteur de 30% par l'aide internationale, de 20% par les remises des émigrés, essentiellement au Royaume-Uni. Le solde est couvert par les investissements étrangers.

Bien que le pays ait obtenu en 2006 une annulation totale de sa dette envers les créanciers multilatéraux et bilatéraux, la dette extérieure représente encore 40% du PIB. En 2012, la dette commerciale devrait être à son tour annulée, ce qui ramènera la dette à 20%.

Une insuffisante amélioration de la gouvernance

Depuis la fin de la guerre civile (1991-2002), l'alternance politique a déjà joué. En 2012, se tiendront des élections générales. Le président Ernest Koroma et son parti, All People's Congress, affronteront le leader de l'opposition Julius Maada Bio soutenu par le People's Party. Le parti actuellement au pouvoir a sa base dans le nord et à l'ouest où domine l'ethnie Temne, alors que son opposant est surtout implanté dans le sud et à l'est où se trouve l'ethnie Mende. Pour adoucir ce clivage ethnique, les candidats à la présidence s'entourent de candidats à la vice-présidence issus de l'autre ethnie. Les enjeux tourneront autour de la gouvernance, de la transparence et de la gestion des ressources. L'équipe au pouvoir peut se prévaloir de sa lutte contre la corruption et la pauvreté avec notamment l'introduction de la gratuité des soins pour les femmes enceintes et les enfants en bas âge. Les résultats sont imparfaits, notamment pour ce qui concerne le monde paysan où se

concentre l'essentiel de la pauvreté. La répartition géographique de la richesse est aussi problématique puisque l'essentiel des mines se trouve dans le nord. L'exploitation pétrolière au large des côtes permettra un rééquilibrage.

Points FORTS ↗

- Soutien financier de la communauté internationale
- Ressources minérales : diamant, rutile, bauxite, ilménite, fer, or
- Produits agricoles : cacao, riz, café, manioc
- Entrée en exploitation de gisements de fer et de pétrole
- Potentiel touristique
- Système politique démocratique avec alternance

Points FAIBLES ↘

- Forte dépendance aux fluctuations des cours des matières premières
- Insuffisances en matière de transport, de santé, d'éducation, d'énergie, d'assainissement et d'adduction d'eau
- Agriculture prédominante (2/3 de la population et 50% du PIB) mais sous-développée
- Chômage élevé et manque de main d'œuvre qualifiée
- Instabilité politique dans la Guinée voisine



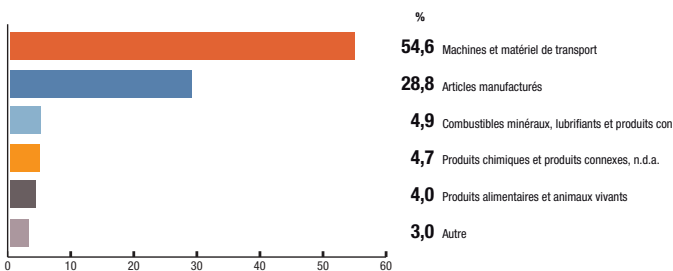
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,8	4,0	3,0	1,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,9	0,7	3,7	1,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-8,0	-7,7	-5,8	-4,5
Solde courant / PIB (%)	-3,6	-3,6	-0,7	-2,0
Dettes publiques / PIB (%)	35,5	41,0	44,5	47,5

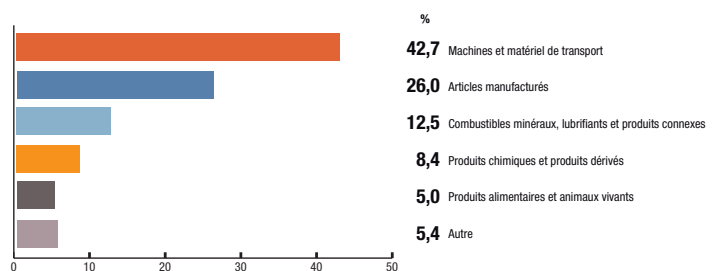
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **99 %** du PIB



Importations **104 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Le choc en provenance d'Europe affectera l'activité

Le ralentissement attendu en 2012 sera sensible, compte tenu du taux d'ouverture du pays. Les exportations représentent 90% du PIB. Celles-ci sont massivement tournées vers la zone euro dont 23% des ventes pour la seule Allemagne. On constate une forte spécialisation dans les biens de consommation durables tels que l'automobile (16% des ventes) et l'électronique grand public (13%). Le ralentissement de la consommation ouest-européenne se transmettra donc à l'investissement des entreprises. Toutefois, les entreprises slovaques affichent un des niveaux de rentabilité les plus élevés de l'UE et ceci leur permettra de ne pas contracter leurs dépenses. Les flux d'IDE qui ont connu une reprise en 2011 devraient également nettement ralentir. Le taux de chômage restera supérieur à 13%. Dès lors, la consommation des ménages slovaques, inquiets par un contexte régional turbulent, restera atone.

Une économie plus fragile au plan financier

Des finances publiques sous contrôle et une inflation contenue ont permis à la Slovaquie d'intégrer la zone euro en 2009. Mais depuis cette date, la dette publique a significativement augmenté, devant atteindre presque 50% du PIB en 2012, un niveau qui reste raisonnable relativement aux standards de la zone euro. Néanmoins, le nouveau gouvernement de centre gauche s'est engagé à respecter le pacte de stabilité et de croissance (3% du PIB) en augmentant la part imposable sur les hauts revenus et sur les bénéfices des sociétés. Les entreprises sont endettées à court terme, tout d'abord auprès des banques locales. La dette externe est également élevée, représentant 70% du PIB. Le crédit bancaire a certes repris en 2011. Il a cru de 9% en rythme annuel pour les entreprises, après un quasi-arrêt fin 2010. Si les banques slovaques affichent de solides ratios de capitalisation et de liquidité, le secteur est très concentré et dominé par des acteurs ouest-européens.

Dans le contexte de crise de liquidité en Europe, le crédit au secteur privé slovaque pourrait sévèrement ralentir. Un tel retournement affectera le refinancement de la dette privée.

Un changement de majorité

Le gouvernement de centre droit de Mme Radicova a du démissionner sous l'effet du premier vote négatif du parlement sur la question de l'extension de l'EFSF à l'automne 2011. Les élections législatives de mars 2011 ont permis aux sociaux démocrates, pro-européens, de l'ex-premier ministre Robert Fico d'obtenir la majorité absolue au parlement. Cet événement constitue une première depuis l'indépendance du pays en 1993.

Points FORTS ↗

- L'intégration à l'Union européenne a accéléré la mise en place des réformes
- Appartenance à la zone euro
- Plateforme de réexportations de l'automobile européenne
- Environnement des affaires attractif

Points FAIBLES ↘

- Vulnérabilité aux chocs externes
- Poids de la dette extérieure
- Taux de chômage élevé



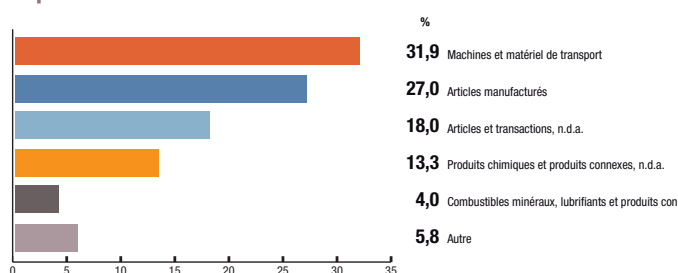
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-8,0	1,4	1,2	0,2
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,9	2,1	2,1	1,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,0	-5,6	-5,3	-4,4
Solde courant / PIB (%)	-1,3	-0,8	-0,5	-0,4
Dettes publiques / PIB (%)	35,4	38,0	43,1	43,9

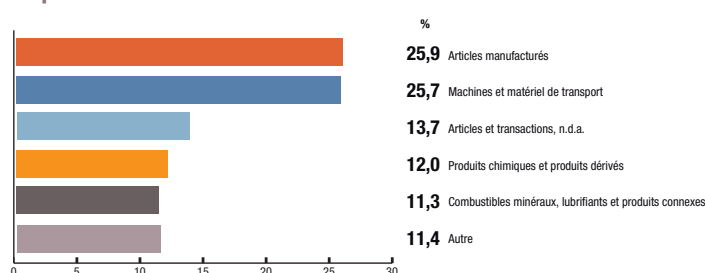
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 59 % du PIB



Importations 57 % du PIB



→ Appréciation du risque

Une croissance en baisse, soutenue par l'investissement domestique

Après un rebond modéré en 2010 et 2011, porté par les exportations d'automobiles, d'électroménager et de produits pharmaceutiques, l'activité devrait fléchir en 2012. Les exportations, qui représentent 60% du PIB, pâtiront particulièrement de la faiblesse de la demande allemande (25% des exports). Par ailleurs, la consommation des ménages restera atone, malgré le repli de l'inflation, en raison de la constitution d'une épargne de précaution et d'une légère hausse du chômage (9%). Toutefois, on assistera à un rebond de l'investissement. Le secteur de la construction, qui ne représente plus que 4% du PIB contre 9% en 2009 et a connu la faillite de ses trois principaux acteurs, devrait amorcer une reprise, notamment dans le secteur résidentiel. Par ailleurs, l'investissement public se poursuivra dans les infrastructures ferroviaires grâce au cofinancement des fonds structurels européens. Enfin, l'activité touristique (10% du PIB) restera dynamique. Si la contraction du crédit, ces dernières années, a été plutôt le fait d'une baisse de la demande des ménages et des entreprises en cure de désendettement, le durcissement des conditions d'accès au crédit, pourrait contraindre la vigueur du rebond de l'investissement. Les banques slovènes, qui ont passé de justesse les stress tests de l'Autorité bancaire européenne en 2011, continuent d'afficher d'importants besoins de recapitalisation. Or, dans un contexte où il est difficile de lever du capital sur les marchés et où l'Etat n'a plus de marges de manœuvre pour soutenir le système bancaire, les banques seront amenées à réduire le crédit.

La consolidation du déficit public sera très progressive

La position budgétaire de la Slovénie s'est très largement dégradée depuis 2008 et les efforts de consolidation butent sur un manque de consensus politique sur les réformes du système des retraites et du marché de l'emploi. La dette publique est ainsi passée de 23% du PIB en

2008 à 43% en 2011, notamment en raison de la recapitalisation partielle du système bancaire. Elle devrait se stabiliser vers 2014 à un niveau modéré, à moins de 50% du PIB. L'Etat, qui joue un rôle plus important dans l'économie que dans la plupart des pays d'Europe centrale (20% du PIB), ne devrait se désengager que très graduellement, freinant ainsi le processus de privatisation.

La balance courante s'est nettement redressée grâce à une compétitivité accrue des exportations suite à la contraction des salaires, et à une décline des importations, corollaire d'une demande domestique atone. Toutefois, le besoin de financement extérieur reste élevé en raison du poids de l'amortissement de la dette. Les flux d'investissements directs étrangers (0,9% du PIB) resteront atones et ne couvriront qu'une part très limitée du besoin de financement. Dans ce contexte, la dette extérieure, majoritairement privée, demeurera élevée et dépassera 110% du PIB. La capacité de refinancement du pays, même en l'absence de risque de change, pourrait se trouver contrainte par un mouvement de défiance des investisseurs étrangers, dans le contexte de détérioration de la crise souveraine de la zone euro.

Un environnement politique très instable

Le contentieux territorial entre la Slovénie et la Croatie, qui porte sur l'élargissement de l'accès à la mer pour la Slovénie, s'est apaisé après que le peuple slovène décide par référendum, en juin 2010, de le confier à un tribunal d'arbitrage international. Ce dernier ne devrait toutefois pas rendre sa décision avant 2014 et d'autres sujets pourraient ternir les relations entre la Slovénie et la Croatie, comme la question de la gestion des déchets radioactifs de leur centrale nucléaire commune. Le parti nationaliste veut d'ailleurs faire pression sur la Croatie en freinant le processus de ratification par le parlement slovène du Traité d'adhésion de la Croatie à l'Union européenne, prévue en janvier 2013.

Reconnu traditionnellement pour sa stabilité, l'environnement politique s'est dégradé dans le sillage de la crise de la zone euro. Des élections anticipées se sont tenues, en décembre 2011, pour la première fois depuis l'indépendance en 1991, suite à un vote de défiance du parlement sur la réforme des retraites et de l'emploi. Le parti de centre gauche « Nouvelle Slovénie » de M. Jankovic a obtenu la majorité au parlement. Néanmoins M. Jankovic n'a pas par la suite obtenu la majorité nécessaire pour être intronisé premier ministre. Finalement, la nouvelle coalition au pouvoir menée par M. Jansa, centre droit, sera tout aussi instable, dans un contexte où les syndicats, qui jouent un rôle clé, continueront à s'opposer à la remise en cause de l'Etat providence.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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



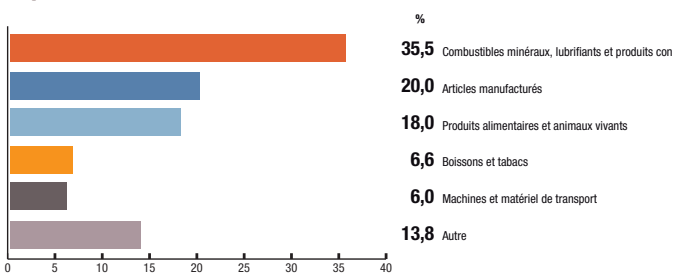
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,7	3,2	-3,5	-5,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,5	4,5	5,0	14,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,0	-4,5	-11,5	-18,0
Solde courant / PIB (%)	-2,5	-1,5	-13,5	-20,0
Dettes publiques / PIB (%)	31,5	28,5	35,0	45,0

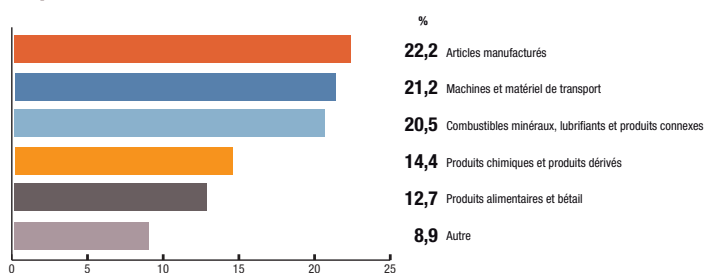
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **34 %** du PIB



Importations **36 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Guerre civile larvée

Le président Bachar al-Assad, qui a entamé un deuxième mandat de sept ans en 2007, est confronté à un mouvement de protestation à l'encontre de son régime depuis mars 2011, qu'il essaye de contenir par la répression et par des promesses de réformes. Or, l'approbation fin février 2012 d'un référendum sur une nouvelle constitution, qui ouvre la voie à des élections législatives devant se tenir en mai ou en juin, constitue une concession insuffisante et trop tardive. De fait, le noyau dur du régime se limite à la minorité alaouite (12% de la population), et le soutien vital des milieux d'affaires sunnites semble faiblir, à cause de la détérioration de la situation économique.

Par ailleurs, l'isolement international de la Syrie s'est accru, les États-Unis et l'Union européenne ayant décrété en août 2011 un boycott des exportations de pétrole syrien, tandis que la Ligue arabe a suspendu l'adhésion du pays fin 2011 et la Turquie l'accord de libre-échange entre les deux pays. En outre, l'Arabie saoudite et le Qatar ont poussé la Ligue arabe à exiger la démission du président Assad. Toutefois, Chine et Russie s'opposent à toute résolution du Conseil de Sécurité de l'ONU condamnant le régime syrien, lequel a cependant accepté fin mars 2012 un plan de paix ayant reçu l'aval dudit Conseil et prévoyant notamment la cessation des combats et la possibilité d'acheminement d'une aide humanitaire.

Une guerre civile larvée pourrait néanmoins se poursuivre, malgré une relative désunion de l'opposition et des forces rebelles et, en définitive, le régime pourrait succomber à une combinaison de contestation politique, de révolte sociale liée à l'aggravation de la crise économique, et de pressions extérieures, ou à un coup d'État fomenté par une fraction de l'armée.

Récession imputable aux troubles politiques

En raison des troubles, et notamment de leur impact très négatif sur la consommation privée, le PIB a chuté en 2011, seuls les dépenses publiques (mesures sociales particulièrement) et le secteur des hydrocarbures ayant permis d'atténuer la récession.

S'agissant de l'année 2012, l'économie est très durement touchée par le conflit en cours et par les sanctions occidentales, et une nouvelle contraction de l'activité est donc à prévoir. Du côté de la demande, la consommation des ménages sera de nouveau très affectée, situation aggravée par des restrictions supplémentaires sur les importations. Du côté de l'offre, les services, qui représentent désormais 45% du PIB, en particulier l'activité commerciale et le tourisme, vont souffrir du marasme. Toutefois, le pays est relativement autosuffisant économiquement, et le maintien de l'ouverture des frontières avec le Liban et, dans une moindre mesure, avec d'autres pays voisins permet d'atténuer l'effet négatif des sanctions.

Très nette aggravation des déficits budgétaire et courant

En matière de finances publiques, les autorités cherchaient à diversifier les recettes, mais, en raison des tensions politiques et sociales, la mise en place progressive, à partir de 2011, d'une taxe à la valeur ajoutée a été reportée, de même que la réduction des subventions. Une très nette aggravation du déficit budgétaire est donc prévue en 2012, après celle déjà observée en 2011. En effet, la chute de l'activité économique et les sanctions occidentales à l'encontre du secteur pétrolier privent l'État de ses principales sources de revenus. De ce fait, la dette publique augmentera fortement en proportion du PIB, alors que l'annulation en 2005 de la dette bilatérale avec la Russie avait permis de la réduire sensiblement.

Quant aux comptes extérieurs, les exportations de pétrole chutent à cause des sanctions européennes et américaines, leur impact étant cependant en partie limité par des ventes de remplacement en Asie. Conséquence des sanctions, les importations sont également en baisse, en dépit de l'importance des achats de pétrole raffiné par rapport aux exportations de brut. Au total, avec un effondrement des recettes du tourisme et un recul des transferts des expatriés, le déficit du compte courant va très fortement se creuser.

Le pays bénéficie cependant d'une dette extérieure d'un niveau modéré, mais, en l'absence d'issue politique rapide, la fuite des capitaux risque d'augmenter et la dépréciation de la monnaie va s'accroître, de même que les pressions sur le système bancaire. Cette situation pourrait conduire

à un épuisement des réserves de change, dont le niveau est encore relativement confortable (équivalent à 8 mois d'importations). Toutefois, l'aide financière de l'Iran pourrait aider le régime actuel à éviter, dans l'immédiat, une crise de financement et repousser ainsi son effondrement.

Environnement des affaires très médiocre

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

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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

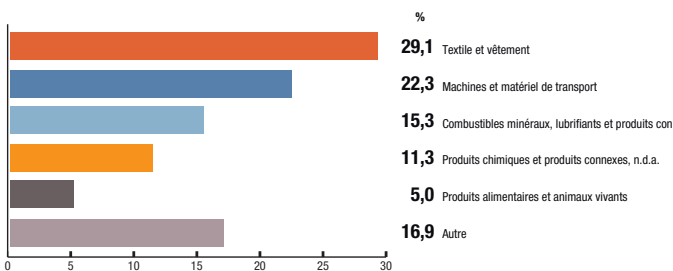


Principaux indicateurs économiques				
	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	3,1	3,0	-0,5	2,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	3,5	4,4	3,5	4,4
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-1,3	-4,5	-5,5
Solde courant / PIB (%)	-2,8	-4,7	-6,1	-6,3
Dettes publiques / PIB (%)	48,3	46,0	43,5	52,3

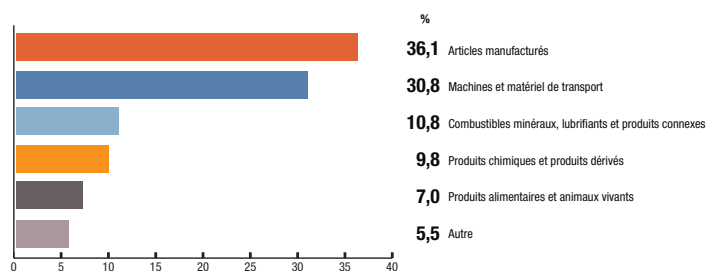
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **52 %** du PIB



Importations **55 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Nombreux défis sociaux et économiques à relever par la coalition gouvernementale

Les élections d'octobre 2011 à l'Assemblée constituante ont abouti à une majorité relative en faveur du parti islamiste Ennahda. Une coalition a été formée avec deux partis laïcs et un accord de partage du pouvoir passé fin 2011. La présidence de la République a été confiée à Moncef Marzouki, du Congrès pour la République, celle de l'Assemblée à Mustapha ben Jafaar, d'Ettakatol, et le poste de Premier ministre est revenu au secrétaire général d'Ennahda, Hamadi Jebali, dont le parti détient la majorité des portefeuilles et les ministères régaliens. Des élections législatives et présidentielles se tiendront fin 2012, si l'élaboration de la nouvelle constitution est terminée. La transition politique en Tunisie est plus avancée que dans d'autres pays arabes ayant connu des soulèvements en 2011, mais il ne se dégage pas encore de consensus clair sur le système politique devant découler de la nouvelle constitution. En effet, des lignes de fracture traversent la société, partagée entre islamisme et laïcité ou tradition et modernité.

Dans ce contexte, le nouveau gouvernement, bien qu'il affiche un programme économique libéral, éprouve des difficultés à établir un nouveau cadre de politique économique. Il est confronté à de multiples défis sociaux et économiques, ainsi qu'aux attentes de la population en la matière. Les enjeux majeurs demeurent la création d'emplois et une meilleure distribution sociale et géographique des fruits de la croissance. Un schéma de développement en faveur de l'intérieur du pays, défavorisé par rapport aux régions côtières, est d'ailleurs prévu par les autorités.

Modeste rebond de la croissance attendu en 2012

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

Avec le retour à une situation politique plus stable, un modeste rebond de l'économie est attendu en 2012, en raison d'une reprise de la consommation des ménages et de l'investissement, stimulés par une politique budgétaire souple. En outre, grâce à une pluviométrie favorable, le pays devrait bénéficier de bonnes récoltes, le secteur agricole représentant environ 12% du PIB et 20% de la population active.

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

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

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

Les comptes extérieurs vont rester sous pression en 2012. Les exportations ne devraient que faiblement progresser, en raison de la détérioration de la situation économique du principal partenaire commercial du pays, l'UE, tandis que les importations pâtiront encore du coût accru de celles d'énergie (constituant 15% du total). Par ailleurs, les transferts des expatriés pourraient se maintenir, mais le tourisme ne devrait reprendre que modestement, après une chute sévère en 2011 et, au total, le déficit courant restera élevé. La Tunisie a obtenu du G8, en mai 2011, un soutien financier des institutions officielles multilatérales pour couvrir

ses déficits publics et extérieurs. A cet effet des prêts de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement sont mis en place, auxquels s'ajoutent ceux programmés par la BEI ou l'AFD. Le nouveau gouvernement souhaite, cependant, recourir également aux bailleurs de fonds et aux banques islamiques.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

- Fortes inégalités sociales et géographiques
- Taux de chômage élevé, principalement chez les jeunes et particulièrement les diplômés
- Poids économique important de l'agriculture
- Secteur touristique confronté à une concurrence accrue et aux incertitudes politiques
- Importance de l'économie informelle (50% du PIB) et environnement des affaires perfectible



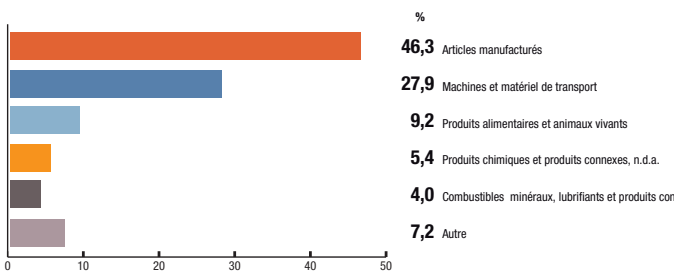
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-4,7	8,9	8,0	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	6,5	6,4	6,2	7,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,5	-3,6	-1,8	-2,0
Solde courant / PIB (%)	-2,3	-6,5	-9,8	-6,7
Dettes publiques / PIB (%)	46,4	43,0	41,4	39,0

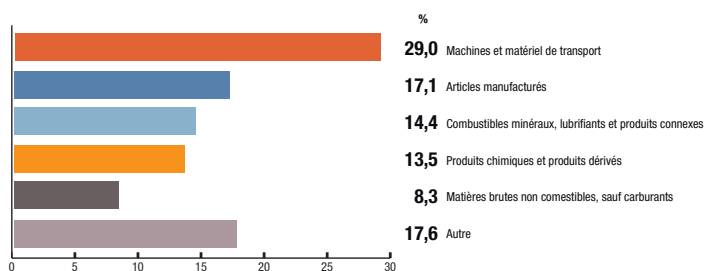
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations **23 %** du PIB



Importations **24 %** du PIB



→ Appréciation du risque

Un ralentissement contrôlé attendu, après la surchauffe

Contrairement à la plupart des pays émergents, la Turquie a continué d'afficher en 2011 une croissance supérieure à son potentiel, en raison d'une demande intérieure très dynamique, dopée par un crédit resté abondant. En 2012, l'activité devrait connaître un ralentissement marqué. La Banque centrale s'attèlera en effet à contenir les tensions inflationnistes en maîtrisant la progression du crédit. Elle poursuivra toutefois une politique monétaire hétérodoxe, axée sur le maintien d'un taux directeur à un niveau bas compensé par le creusement de l'écart entre les taux de dépôt et de refinancement au jour le jour ainsi que le relèvement des taux de réserves obligatoires. La progression moins forte du crédit aura un impact significatif sur l'investissement des entreprises et la consommation des ménages. Toutefois, la consommation des ménages restera bien orientée, portée par des salaires en hausse et un taux de chômage au plus bas depuis 2005. Par ailleurs, l'investissement des entreprises et la consommation des ménages resteront plus dynamiques que les secteurs orientés à l'export (industrie). Toutefois, la Banque centrale sera prête à assouplir sa politique monétaire si le choc externe s'avérait plus fort que prévu. L'inflation restera élevée en 2012, reflétant la persistance de goulets d'étranglements et des niveaux élevés de prix d'hydrocarbures importés.

La volatilité des financements extérieurs à surveiller

L'ampleur du déficit courant fragilise l'économie turque. Son financement est en effet principalement assuré par des investissements de portefeuille et de la dette de court

terme, rendant l'économie vulnérable au risque de change. La lire a ainsi perdu 15% en 2011 dans le sillage de la dégradation de la crise souveraine en zone euro, une des dépréciations les plus fortes parmi les émergents. La monnaie devrait rester très volatile en 2012. Toutefois, l'expérience de paiement Coface devrait rester favorable, le taux de recouvrement restant bon malgré l'allongement du délai de paiement des entreprises endettées en devises. Du côté des finances publiques, le gouvernement devrait poursuivre sa politique d'ajustement, avec le maintien d'un excédent primaire, même si l'adoption d'une règle budgétaire devrait être repoussée. La dette publique, en repli à un niveau soutenable, inférieur à 40% du PIB, présente des fragilités, puisqu'elle est libellée pour 37% à taux variables et pour 29% en devises, ce qui la rend vulnérable respectivement aux risques de taux et de change. Elle est néanmoins appelée à être facilement financée, via l'achat de bons du Trésor par le secteur bancaire turc, profondément assaini depuis la crise financière domestique de 2001. En dépit d'une rentabilité affectée par l'augmentation du niveau de réserves obligatoires et des mesures prudentielles plus strictes, les banques restent bien capitalisées et affichent un faible niveau de créances douteuses.

L'affirmation d'une puissance régionale

La Turquie s'affirme comme une puissance régionale, tant sur le plan économique, politique et diplomatique. Après avoir privilégié, pendant des décennies, ses relations avec l'Union européenne et les États-Unis, la Turquie, sous l'impulsion du ministre des Affaires étrangères Ahmet Davutoglu, a renoué les liens avec ses partenaires du Moyen-Orient. Elle a notamment renforcé les échanges commerciaux et financiers via des accords bilatéraux et facilité la circulation des personnes des pays limitrophes. La Turquie est ainsi devenue le premier investisseur étranger en Irak. Le pays a su globalement tirer profit du printemps arabe. La Turquie tend à devenir un modèle de développement économique et politique auprès des populations arabes, qui ont porté au pouvoir, en Tunisie et en Egypte, des partis qui s'inspirent de l'AKP. Toutefois, ce nouveau rôle n'est pas sans risque et peut masquer quelques faiblesses. Il implique un durcissement des rela-

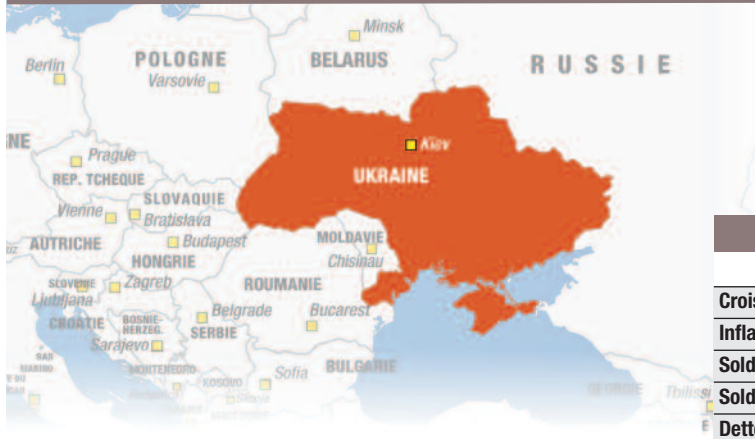
tions avec Israël, avec qui le pays entretenait une coopération stratégique. Par ailleurs, sur le plan domestique, aucun parti politique ne parvient à émerger face à l'AKP, en tant qu'alternative crédible. En outre, la Turquie n'a toujours pas normalisé ses relations avec l'Arménie et la question kurde reste un élément de tension récurrente malgré la politique d'ouverture amorcée par Recep Erdogan. Enfin, si l'adhésion à l'Union européenne apparaît moins urgente qu'auparavant, elle n'en reste pas moins un objectif alors que les négociations butent sur la normalisation des relations commerciales avec Chypre. Dans ce contexte, des épisodes de tensions politiques, comme avec la France, pourraient se traduire par des difficultés pour les entreprises concernées. Par ailleurs, le premier ministre Recep Erdogan serait atteint d'un grave cancer qui pousse de nombreux prétendants à se déclarer. Cette situation pourrait être l'occasion d'un regain de tensions politiques internes et fragiliser l'AKP.

Points FORTS ↗

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

Points FAIBLES ↘

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



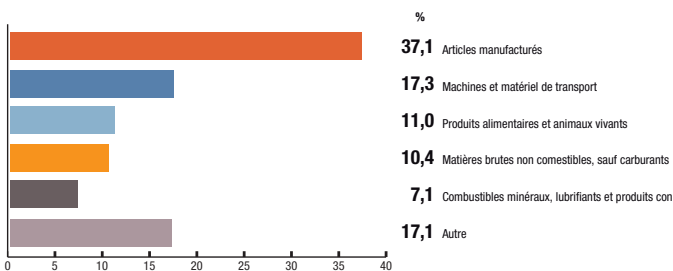
Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-14,8	4,2	5,2	1,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	15,9	9,3	8,0	9,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,2	-6,6	-2,7	-3,5
Solde courant / PIB (%)	-1,5	-2,2	-5,8	-1,8
Dettes publiques / PIB (%)	35,3	42,1	39,4	42,5

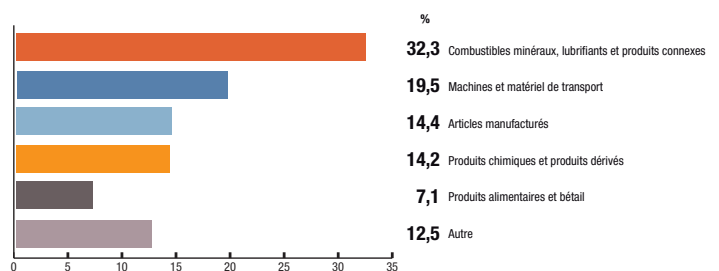
(e) : estimation (p) : prévision

Échanges commerciaux

Exportations 46 % du PIB



Importations 48 % du PIB



→ Appréciation du risque

Un fort ralentissement de la croissance en 2012

Après avoir enregistré une croissance solide en 2011, l'activité devrait fortement ralentir en 2012. La demande domestique pâtira des mesures d'assainissement des finances publiques qui seront entreprises par le gouvernement en vue de relancer la coopération avec le FMI. La contraction des dépenses et le relâchement de la contrainte pesant sur les prix du gaz grèveront lourdement le pouvoir d'achat des ménages. En outre, la consommation privée sera affectée par l'effet conjugué de la hausse du prix des hydrocarbures et de la contraction de l'offre de crédit, conséquence de la raréfaction des financements extérieurs. L'investissement devrait également pâtir de ces conditions défavorables, mais pourrait toutefois demeurer soutenu en début d'année par les dépenses de construction liées à l'Euro 2012. Les secteurs manufacturier et agroalimentaire, très orientés à l'exportation, seront affectés par la récession attendue en zone euro et la dégradation de leur compétitivité-prix en 2011. Malgré le ralentissement de l'activité, les tensions inflationnistes devraient s'accroître sous l'effet du relâchement des subventions sur le prix du gaz et de la hausse des cours du pétrole. Il reste que ce scénario dépend essentiellement de la conclusion d'un nouvel accord avec le FMI et d'une entente avec la Russie au sujet d'une réduction du prix du gaz importé. Si ces conditions ne devaient pas être remplies, la matérialisation des risques sur la balance des paiements et les comptes publics pourrait accoucher d'un ajustement violent du compte courant qui viendrait fortement affecter l'activité, comme ce fut le cas en 2009.

Une situation financière très fragile

Les comptes extérieurs et les finances publiques présentent les mêmes fragilités qu'avant l'éclatement de la crise de 2009. Le ralentissement des exportations, une demande domestique florissante et l'envolée des prix du gaz importé ont contribué au creusement du déficit courant en 2011. Parallèlement, le retard dans la mise en œuvre

de réformes structurelles prioritaires mais socialement impopulaires, telle que la suppression des subventions sur les prix du gaz, a ralenti la résorption de l'important déficit public hérité de la crise de 2009. Le financement de ces déficits jumeaux se faisant essentiellement auprès des non-résidents, la raréfaction des capitaux en provenance de l'extérieur, consécutivement au désengagement du FMI en novembre 2011 et aux tensions croissantes sur les liquidités bancaires en zone euro, ont sensiblement fragilisé la balance des paiements. Les tensions sur la hryvnia ont imposé à la Banque centrale de puiser massivement dans les réserves (qui ne représentent plus que trois mois d'importations) afin de maintenir l'ancrage avec le dollar. En 2012, la situation sera d'autant plus critique que l'Ukraine fait face à d'importantes échéances sur sa dette privée et publique. Dans un contexte d'accès restreint aux marchés financiers, l'allègement des contraintes pesant sur les comptes extérieurs passera par un nouvel accord avec le FMI, ce qui constitue le scénario le plus probable et induit la mise en œuvre par le gouvernement de la réforme des subventions sur les prix du gaz que le Fonds considère comme une condition préalable à toute nouvelle coopération. Il reste que si l'accord avec le FMI ne devait pas être signé, une nouvelle dévaluation de la hryvnia aurait des répercussions considérables sur le risque souverain et bancaire. La dette publique, qui a de nouveau progressé en valeur en 2011, est en effet pour moitié libellée en devises, tandis que le secteur bancaire, très endetté en dollars vis-à-vis des non-résidents, est particulièrement exposé au risque de change.

La politique du président Ianoukovitch en question

Sur le plan politique, le risque à court terme réside donc dans la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes structurelles conditionnant le retour du FMI avant octobre, date des élections législatives, alors que la popularité du Parti des Régions de Viktor Ianoukovitch s'est considérablement dégradée en début d'année. Le maintien en détention de Julia Timoshenko et la volonté du président

de renforcer les liens avec la Russie participent du mécontentement croissant de la partie occidentale du pays, majoritairement favorable au rapprochement avec l'Union européenne. Si le scénario le plus probable reste celui d'une réforme des subventions avant les élections législatives, la victoire du PdR n'est en revanche pas assurée en octobre 2012. Si un changement de majorité devait avoir lieu à la chambre basse, la réémergence de blocages institutionnels entre le président et le gouvernement pourrait marquer le retour de l'instabilité politique, qui a constitué le principal frein à la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires au redressement financier du pays au lendemain de la crise de 2009.

Points FORTS ↗

- Position stratégique entre la Russie et l'Union Européenne
- Important potentiel agricole
- Main d'œuvre qualifiée et peu coûteuse

Points FAIBLES ↘

- Faible diversification économique et dépendance à l'égard des cours des métaux et du prix du gaz importé
- Surendettement du secteur privé
- Instabilité politique qui rend difficile l'application d'une politique économique cohérente
- Secteur bancaire fragile
- Lacunes persistantes en termes d'environnement des affaires

Pays **C**

 Environnement des affaires **C**

Cotation moyen terme

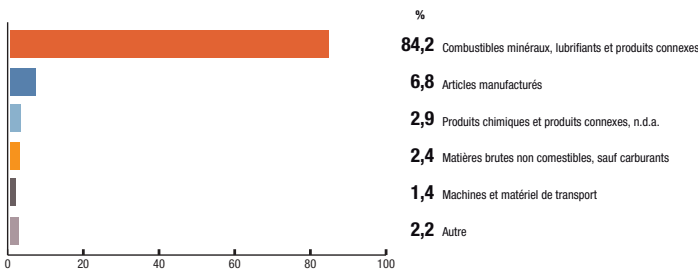
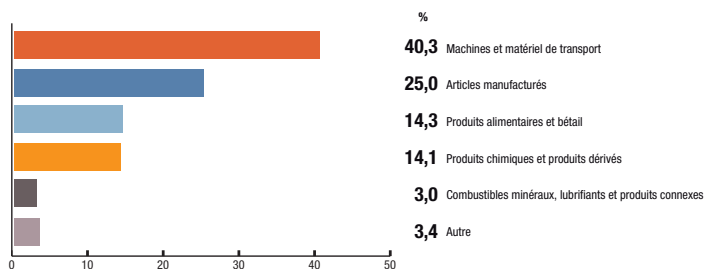
RISQUE TRÈS ÉLEVÉ

Principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011 (e)	2012 (p)
Croissance PIB (%)	-3,3	-1,4	3,3	3,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	26,8	28,3	26,1	28,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,1	-3,5	-2,5	-3,5
Solde courant / PIB (%)	2,6	5,9	10,3	8,0
Dettes publiques / PIB (%)	18,4	24,9	33,0	40,0

(e) : estimation

(p) : prévision

Échanges commerciaux
Exportations 18 % du PIB

Importations 20 % du PIB

→ Appréciation du risque
Maintien d'une croissance molle et persistance de fortes tensions inflationnistes

Après deux années de récession, le pays a renoué depuis 2011 avec un taux de croissance positif. Dans un contexte de prix du baril de pétrole encore plus élevé et la perspective de l'élection présidentielle en octobre, l'activité restera portée en 2012 par les dépenses publiques qui profiteront largement à la consommation. Par contre, l'investissement privé restera déprimé par l'environnement des affaires dissuasif et les importantes pressions inflationnistes entretenues par les politiques hétérodoxes de l'administration Chavez. Le manque de fiabilité de l'offre énergétique et le déficit chronique d'investissement pèsent sur les capacités productives, notamment dans le secteur pétrolier. Malgré d'immenses réserves, le mode de gestion de la rente pétrolière hypothèque les perspectives de croissance de la production. La compagnie pétrolière nationale PDVSA, qui est obligatoirement présente à hauteur de 60% dans tout nouveau projet, manque de moyens à la fois techniques et humains et n'investit pas suffisamment. Une bonne part de ses revenus est ponctionnée pour le financement de dépenses à visées sociales et politiques. L'interventionnisme croissant de l'Etat, avec son lot régulier de nationalisations, freine la diversification de l'économie et nuit à la productivité.

Malgré le cours élevé du pétrole, les finances publiques risquent de se détériorer

Malgré le maintien de cours élevés du pétrole et l'augmentation concomitante des recettes publiques, le déficit budgétaire devrait de nouveau progresser en 2012 du fait d'une progression plus vive des dépenses. La dette publique continuera de croître. L'opacité des comptes publics, la gestion peu orthodoxe des recettes pétrolières et l'imprévisibilité du président Chavez conduisent à surveiller le comportement de paiement de l'Etat et des autres entités publiques. En outre, les dépenses extrabudgétaires effectuées via PDVSA ou le Fonds de Développement

National (FONDEN), témoignent de l'improductivité de la dépense publique, les dépenses courantes étant supérieures aux dépenses d'investissements productifs.

Le risque de non transfert décroît avec les cours élevés du pétrole

En dépit du strict contrôle des changes, les sorties de capitaux privés continuent, entraînant un besoin de financement couvert par l'endettement extérieur. PDVSA, tout comme le FONDEN, s'endettent auprès de créanciers étrangers privés ou publics, notamment chinois, éventuellement en gageant de futures livraisons de pétrole. Bien que l'endettement extérieur reste modéré, l'évolution des cours pétroliers reste une variable essentielle de la solvabilité du pays. Un regain de défiance à l'égard de l'économie du pays et du bolivar pourrait entraîner un manque de devises, d'autant plus probable que les réserves officielles de change sont peu élevées et que la devise domestique continue d'être surévaluée du fait de l'inflation.

Les réserves de change sont gérées par la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) afin de contrôler le taux de change. Sa sélectivité dans les allocations de devises complique la capacité de certaines entreprises privées à rapatrier leurs profits et à honorer leurs engagements extérieurs, faisant apparaître d'importants retards de transfert et donc de paiement. La progression des cours du pétrole et leur maintien à un niveau élevé devraient s'accompagner de moindres contraintes

Un environnement politique très incertain

L'issue de l'élection présidentielle d'octobre 2012 est incertaine. Si sa santé vacillante le lui permet, le président sortant Hugo Chavez sera candidat à sa propre succession. Grâce à sa popularité dans une grande partie de la population, largement explicable par les importantes dépenses sociales financées par les revenus pétroliers, les sondages lui donnent une avance de 10 points sur le candidat de l'opposition de centre gauche Henrique Capriles.

Cependant, un tiers des sondés disent ne pas avoir encore pris de décision. En cas de forfait, la victoire de l'opposition serait probable. D'ici là, il faut s'attendre à un maintien de politiques économiques hétérodoxes.

L'interventionnisme de l'administration Chavez et sa défiance à l'égard du secteur privé pèsent lourdement sur la gouvernance et l'environnement des affaires. Ses décisions arbitraires (nationalisation...), son contrôle des prix et son hostilité vis-à-vis des capitaux privés entretiennent la réticence des investisseurs domestiques et étrangers. La criminalité est élevée et la corruption est courante au sein des administrations et des entreprises publiques.

Points FORTS ↗

- Importantes ressources pétrolières, gazières et minières
- Réserves considérables de pétrole lourd dans la ceinture du fleuve de l'Orénoque
- Rente pétrolière, outil pour étendre l'influence politique régionale du pays
- Les Etats-Unis, principal débouché du pétrole vénézuélien, malgré les différends politiques

Points FAIBLES ↘

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

Méthodologie de l'évaluation risque pays

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

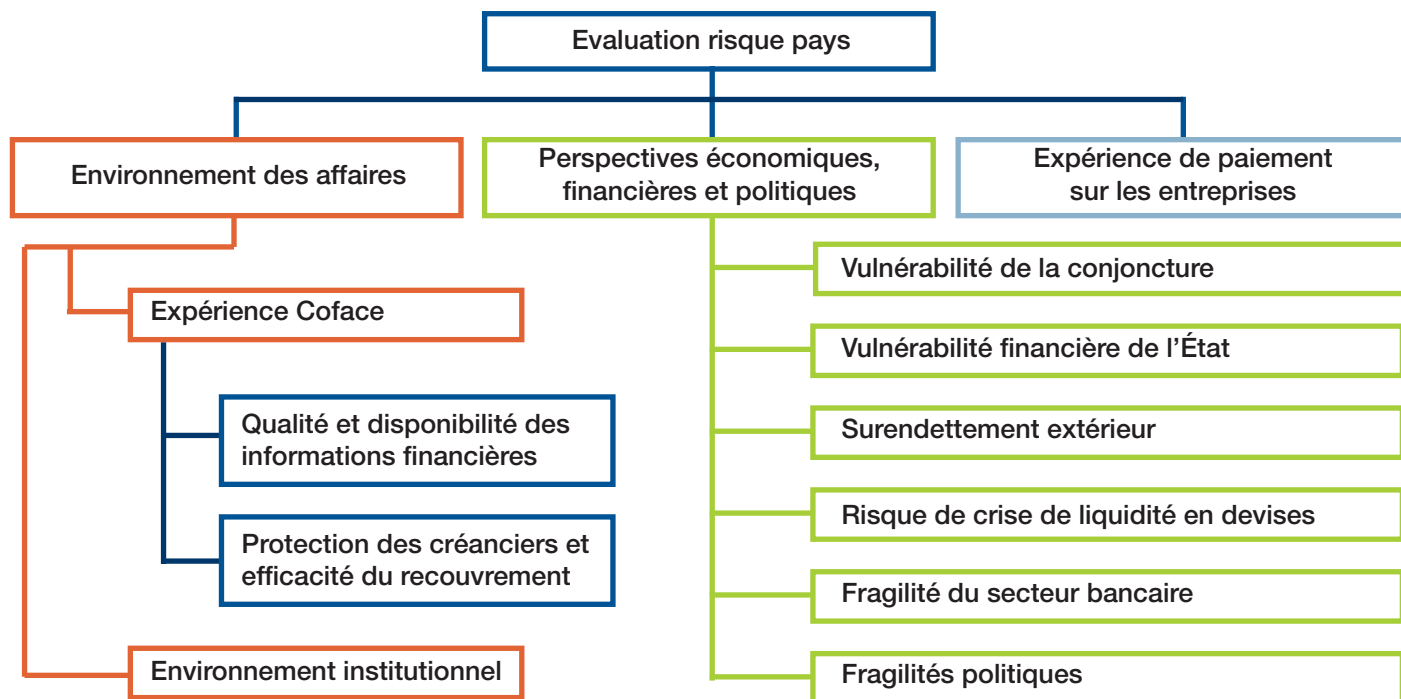
L'évaluation risque pays attribuée par Coface mesure le niveau moyen de risque d'impayé à court terme présenté par les entreprises d'un pays. Elle indique dans quelle mesure un engagement financier d'une entreprise est influencé par les perspectives économiques, financières et politiques du pays concerné,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

Comment sont attribuées les évaluations risque pays ?

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

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

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



Définitions des évaluations risque pays

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

Définitions des évaluations environnement des affaires

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

Évaluations disponibles sur www.coface.fr (rubrique Services en ligne/Risque pays et études économiques)