

**2**  
La croissance mondiale ne décolle toujours pas

**6**  
Baromètre  
Modification des évaluations Coface risque pays

**8**  
Fiches pays  
Bilan économique de 10 pays

# PANORAMA

SEPTEMBRE 2015

## Baromètre risque pays 3<sup>ème</sup> trimestre 2015

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



**P**our la quatrième année consécutive, la croissance mondiale ne passera pas la barre des 3%. En début d'année, cet obstacle ne paraissait pourtant pas insurmontable : des politiques monétaires très expansionnistes, la chute du prix du pétrole ou encore des politiques budgétaires moins resserrées devaient en effet permettre son accélération. Mais il n'en a rien été. A qui la faute ? Aux émergents principalement. La Russie et le Brésil sont en récession

profonde, tandis que l'activité ralentit plus fortement que prévu en Chine et ne décolle ni en Afrique du Sud ni en Turquie. Et beaucoup de pays exportateurs de matières premières sont à la peine. Dans ce contexte, les devises émergentes se déprécient fortement face au dollar. Maigre consolation : l'Inde, seul grand émergent à ne pas décevoir, avec une croissance supérieure à 7% cette année et l'année prochaine.

Dans ce contexte, Coface revoit à la baisse plusieurs évaluations pays dans le monde émergent et notamment en Amérique latine, qui sera en récession cette année : Brésil, Equateur, Chili et Trinité et Tobago. Le niveau de risque augmente aussi en Malaisie, en Tunisie et en Arménie. A l'inverse, une perspective positive est placée sur l'évaluation de la Hongrie, symbole d'une Europe centrale qui profite de la timide reprise en zone euro.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE  
<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

**coface**  
FOR SAFER TRADE

Septembre 2015

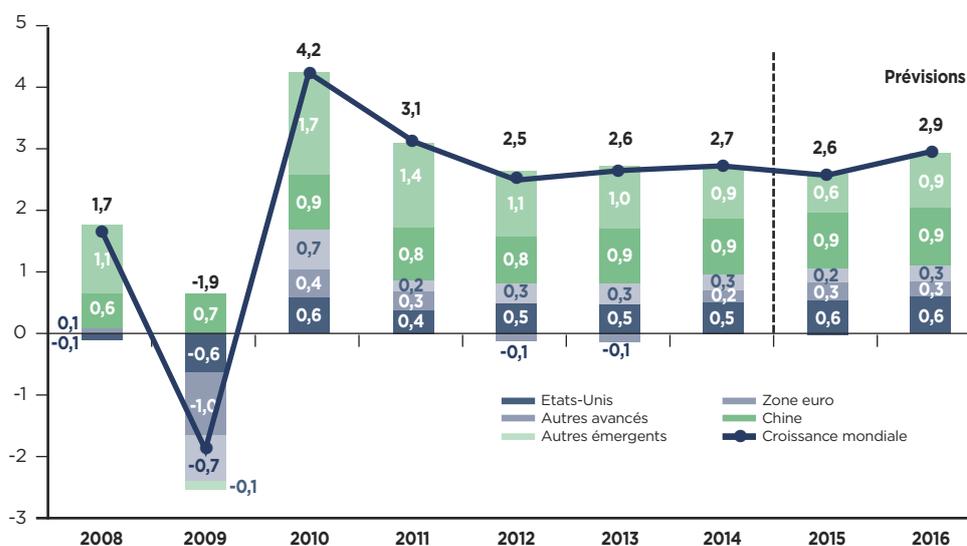
# SITUATION ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE : LA CROISSANCE MONDIALE NE DÉCOLLE TOUJOURS PAS

## 1 ECONOMIES AVANCÉES : LA REPRISE SE CONFIRME, MAIS SA FRAGILITÉ AUSSI

Les perspectives de croissance aux Etats-Unis restent bonnes. Après le trou d'air du premier trimestre résultant dans une large mesure de facteurs temporaires (chute de l'investissement dans le secteur de l'énergie, mauvaises conditions météorologiques,...), l'activité a rebondi fortement dès le deuxième trimestre (+0,9% t/t), à la fois grâce à la consommation des ménages et à l'investissement. La première continue de bénéficier de la baisse du taux de chômage, d'un niveau d'endettement des ménages plus faible qu'avant crise ou encore du prix bas de l'essence. L'investissement semble aussi sur de bons rails, comme en atteste la forte augmen-

tation des commandes de biens durables en juillet ou encore la dynamique toujours positive du secteur immobilier. Seules ombres au tableau : le dollar fort devrait continuer de pénaliser les entreprises exportatrices et le repli supplémentaire des prix du pétrole cet été pourrait avoir des effets contrastés sur l'économie américaine d'ici la fin de l'année, à l'image de ce qui s'est passé en début d'année : les gains en matière de pouvoir d'achat des ménages liés à la baisse du prix de l'essence ont été en partie compensés par le recul de l'investissement dans le secteur de l'énergie.

Croissance mondiale : contributions par régions (% et points de PIB)

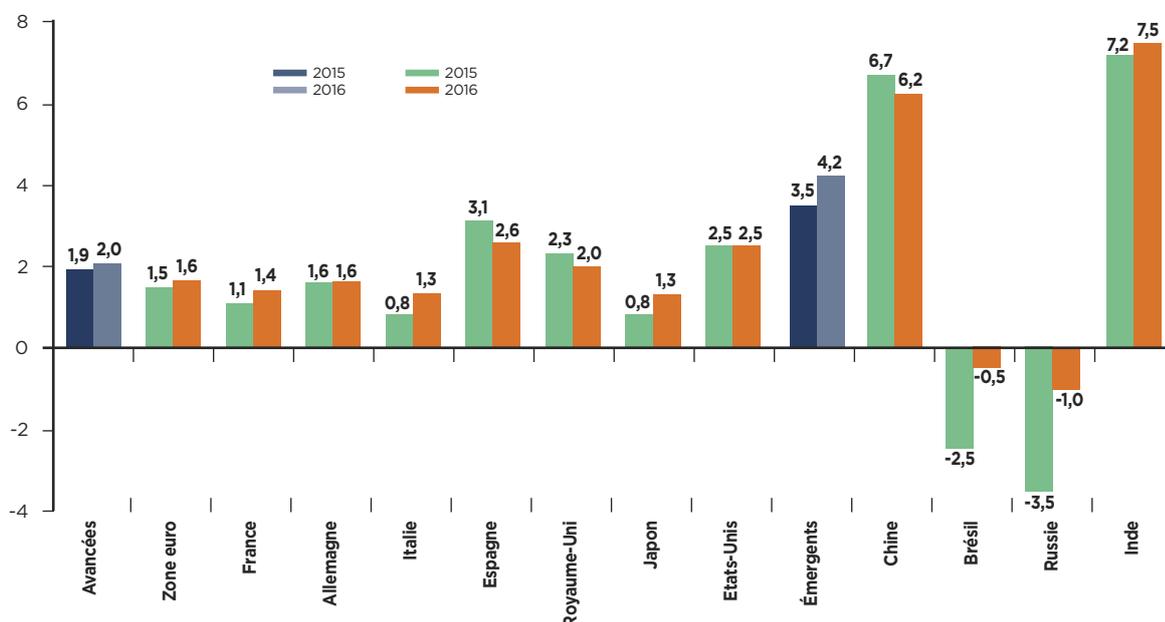


Sources : FMI et prévisions Coface

En zone euro, les chiffres de croissance positifs s'accumulent trimestre après trimestre : +0,3% t/t au 2<sup>ème</sup> trimestre, après +0,4% entre janvier et mars. Les facteurs de soutien à l'activité en zone euro sont multiples : baisse du chômage (à 10,9% en juillet, soit un recul de 0,7 point sur un an), politiques budgétaires moins strictes et inflation faible dont bénéficie la consommation des ménages, ainsi qu'une politique monétaire très expansionniste se traduisant par une progression graduelle du crédit au secteur privé (+1% sur un an en juillet). Mais les rythmes d'expansion de l'activité restent disparates : si la croissance devrait dépasser 3% en Espagne cette année, elle serait plus modérée en Allemagne (+1,6% attendu en 2015 et en 2016) et surtout en France (respectivement +1,1% et

+1,4%) et en Italie (+0,8% et +1,3%). Enfin, la baisse du prix du pétrole maintient l'inflation à un bas niveau et favorise la restauration des marges des entreprises. Mais paradoxalement, restauration des marges ne rime pas forcément avec reprise franche de l'investissement. Ce dernier reste en effet tributaire de la confiance des entreprises. Or celle-ci est mise à rude épreuve : après la crise russe de l'été 2014 qui avait temporairement freiné l'investissement (notamment en Allemagne), puis le risque de sortie de la zone euro de la Grèce au printemps, c'est au tour des incertitudes sur la croissance chinoise d'inquiéter les chefs d'entreprises et de retarder leurs décisions d'investissements.

### Prévisions de croissance (en %)



Source : Coface

## 2

## PAYS ÉMERGENTS : LA CROISSANCE N'EN FINIT PAS DE DÉCEVOIR ET REND LES MARCHÉS FINANCIERS VOLATILS

Les performances des grands émergents ont été à nouveau décevantes au 2<sup>ème</sup> trimestre 2015. Ces derniers ont affiché une croissance globalement moins dynamique qu'au 1<sup>er</sup> trimestre, en lien avec la faiblesse des prix des matières premières et la dépréciation des taux de change face au dollar.

L'actualité a tout d'abord été marquée par les inquiétudes sur la poursuite de l'affaiblissement de la croissance en Chine, où le gouvernement craint de ne pas atteindre son objectif de 7% de croissance cette année. Alors que l'investissement poursuit son ralentissement et que le rythme de progression des exportations a faibli, l'inquiétude porte également sur la consommation même si elle ralentit moins que l'investissement. En effet, la progression du revenu disponible des ménages est beaucoup moins

dynamique (+5% sur un an au 2<sup>ème</sup> trimestre contre +13% fin 2012). Néanmoins, même si le risque s'est accentué, un hard landing (atterrissage brutal) reste relativement peu probable à l'heure actuelle, les fondamentaux restent globalement bons, le marché de l'emploi apparaît relativement résilient et les prix immobiliers ont cessé de baisser. Les marges de manœuvre des autorités restent importantes comme l'illustrent leurs interventions multiples (notamment baisses des taux de référence et des réserves obligatoires).

En outre, plusieurs grands pays émergents sont en récession à l'image de la Russie, toujours affectée par la faiblesse du prix du pétrole, les sanctions et les problèmes géopolitiques. La poursuite de la baisse du prix du baril entraîne des pressions à la baisse sur le rouble, et la banque centrale tente ainsi de limiter la dégra-

dation du déficit public. La situation de récession au Brésil est également très préoccupante, le pays restant pénalisé par la baisse du prix des matières premières, un *policy mix* restrictif (hausse du taux directeur à 14,25% et mesures de consolidation budgétaire) ainsi que les affaires de corruption (Petrobras) qui ont donné lieu à des manifestations contre la présidente Dilma Rousseff cet été. La perte de son statut d'*investment grade* ne fait qu'accentuer les risques de sorties de capitaux et les pressions sur le taux de change.

La situation est également dégradée dans d'autres grands émergents : l'activité s'est aussi contractée en Afrique du Sud. Tous les secteurs sont pénalisés, dans un contexte où les faiblesses structurelles persistent. La Turquie doit quant à elle faire face à la dégradation de sa situation politique : alors qu'un gouvernement n'a pas pu être formé en juin, de nouvelles élections sont désormais prévues le 1<sup>er</sup> novembre et les tensions sont particulièrement fortes. Le pays reste en outre fragilisé par son déficit courant et son inflation élevée, ainsi que l'importance de l'endettement privé (le risque de change reste ainsi important, alors que la livre turque a atteint un point bas).

Seule l'Inde continue à se distinguer en confirmant ses bons résultats (elle bénéficie notamment d'une amélioration de sa balance commerciale en lien avec l'allègement de sa facture énergétique). Néanmoins les mauvaises conditions climatiques et la faiblesse de la demande externe ne favorisent pas une reprise plus dynamique de l'activité.

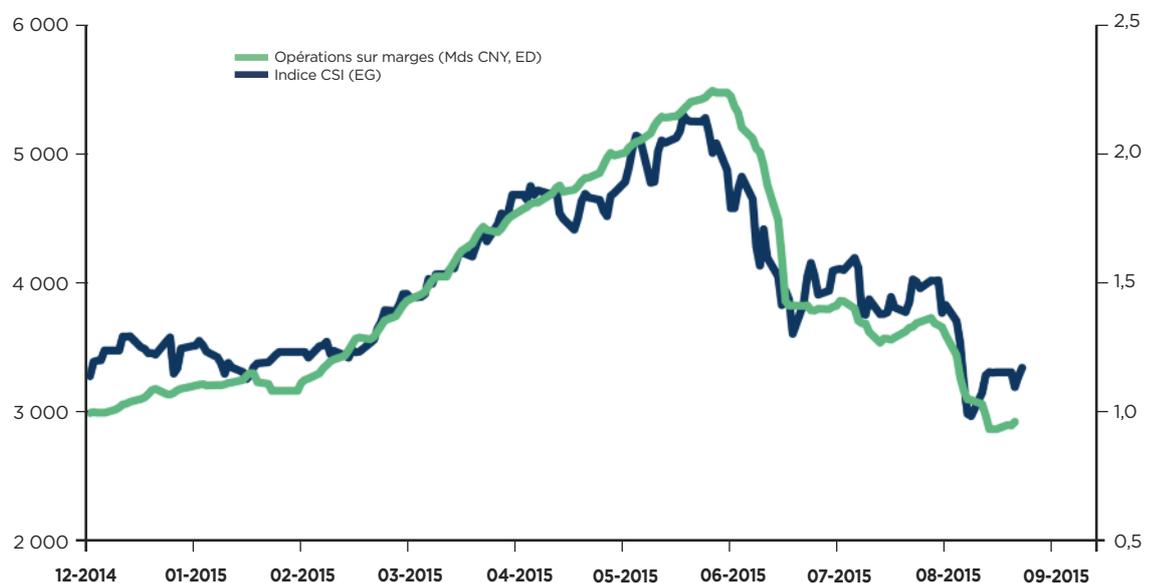
Un net redressement n'est pas à attendre dans les émergents au vu des indicateurs avancés déjà disponibles pour le 3<sup>ème</sup> trimestre. En particulier en Chine, où l'indice PMI officiel mesurant la confiance des entreprises a diminué pour s'établir à 49,7 en août et donc sous le seuil de 50 signalant une contraction de l'activité.

Dans ce contexte macroéconomique dégradé, les marchés financiers ont été caractérisés par de fortes turbulences durant l'été, en lien avec les tensions sur la bourse chinoise.

Les bourses ont globalement affiché de faibles performances. L'indice composite MSCI pour les émergents a chuté fortement depuis le mois de mai (-37% entre le point haut du 12 juin et le 6 septembre) en particulier en Asie. En effet, l'effondrement de la bourse chinoise a marqué la correction de la bulle boursière. Cette situation a ensuite provoqué une chute de confiance et des effets de contagion sur les autres places financières mondiales. Malgré ce signal négatif, le rôle du marché boursier dans la croissance chinoise demeure faible, les ménages n'ont que peu d'actifs boursiers et les entreprises privées chinoises se financent relativement peu par l'émission d'actions.

En outre, les tensions sur les *spreads* ont aussi fortement augmenté ; cela a été visible dans l'ensemble des zones émergentes, surtout en Amérique Latine. Enfin, le mouvement de dépréciation des taux de change face au dollar s'est également poursuivi dans un contexte de progression d'aversion au risque, auxquels se conjuguent des facteurs domestiques. La dévaluation du yuan, le 11 août, a engendré un stress sur les marchés financiers et est intervenue dans un contexte économique chinois plus dégradé, tout en marquant aussi une étape supplémentaire dans le processus de libéralisation financière. La dépréciation a ainsi été fortement visible en Asie, surtout en Indonésie et en Malaisie, mais également en Amérique Latine et en particulier en Colombie et au Brésil (le taux de change s'est déprécié de 33% entre janvier et août 2015 et la monnaie n'apparaît désormais plus surévaluée), ainsi qu'en Russie, en Turquie et en Afrique du Sud où les monnaies ont atteint un point bas.

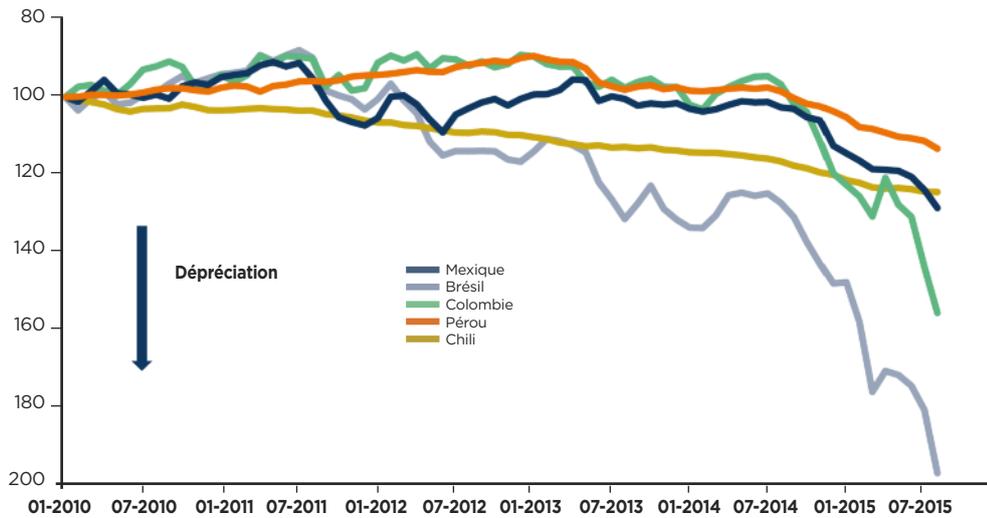
### Shanghai Shenzhen CSI 300 Index



Sources : China Securities Index Company, Thomson Reuters

### Amérique latine : taux de change vs USD

Base 100 = janvier 2010



Sources : banques centrales, Reuters

Les principaux risques qui pèsent sur l'activité des émergents sont baissiers. Parmi eux figurent notamment :

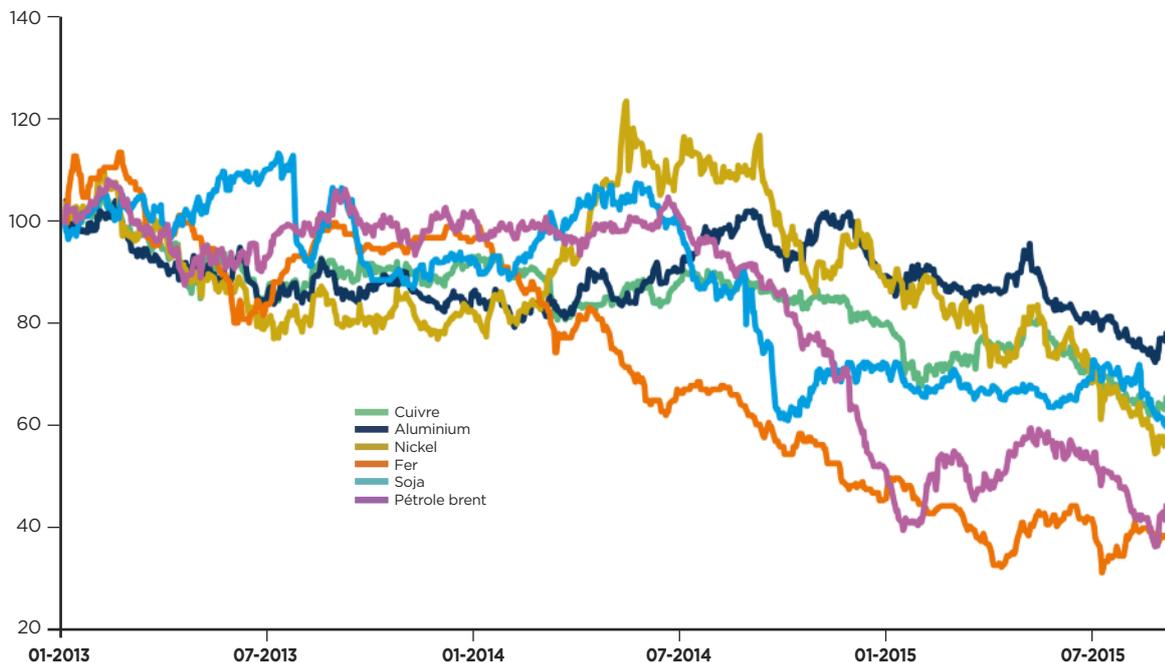
- un ralentissement plus prononcé qu'anticipé de l'activité chinoise, qui aurait un impact non seulement sur les pays dont la part des exportations vers la Chine dans le PIB est important (notamment les pays asiatiques) mais aussi les pays exportateurs de matières premières (qui peuvent être affectés par un effet volume mais aussi un effet prix en cas de baisse de prix des matières premières) ;
- le resserrement monétaire américain : certains pays sont d'ailleurs plus vulnérables, notamment ceux ayant un déficit courant élevé et ayant déjà subi de fortes sorties de capitaux à l'été 2013 suite à l'annonce du tapering de la Fed, mais aussi

caractérisés par des niveaux de réserves de change faibles et plus globalement par un risque externe élevé (forte dette libellée en monnaie étrangère) ;

- la poursuite de la baisse du prix des matières premières : la baisse du prix du baril continuerait à pénaliser les pays dépendants de leur ressources pétrolières, notamment via leurs exportations mais également en dégradant leur situation budgétaire (Russie, Venezuela et dans une moindre mesure Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis) et à l'inverse, les pays importateurs nets de pétrole (Turquie, Inde, Chine) bénéficient de l'amélioration de leur solde courant via la réduction de leur facture énergétique (visible notamment en Asie). Le prix du pétrole américain WTI a déjà atteint un point bas cet été, ainsi que le prix du cuivre ou encore du soja.

### Prix des matières premières

Base 100 = 01/01/2013



Sources : LME, ICIS Pricing, Département de l'agriculture US

## BAROMETRE

Septembre 2015

# MODIFICATION DES ÉVALUATIONS COFACE RISQUE PAYS

## RECLASSEMENTS, LEVÉE DE LA SURVEILLANCE NÉGATIVE, MISE SOUS SURVEILLANCE POSITIVE

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Hongrie	B	B↗

### Evaluations risque pays

L'évaluation pays Coface mesure le risque de défaut moyen des entreprises d'un pays. Cette évaluation résulte d'une combinaison des perspectives économiques et politiques du pays, du climat des affaires et de l'expérience de paiement enregistrée par Coface. Elle s'étend sur une échelle de sept niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D et peut être assortie de surveillances (positive : flèches montantes dans le tableau ; ou négatives : flèches descendantes dans le tableau).

#### Hongrie : B↗

- Croissance solide (+ 3% en 2015 et + 2,4% en 2016), pas seulement en raison de facteurs ponctuels.
- Résolution du problème des prêts en francs suisses des ménages.
- Intégration étroite avec l'industrie allemande.
- Diversification des exportations.
- Environnement des affaires satisfaisant, presque aussi bon que celui de la Pologne ou de la République tchèque.

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

Pays	Ancienne évaluation risque pays	Nouvelle évaluation risque pays
Arménie	C	C↘
Brésil	A4↘	B
Chili	A2	A3
Equateur	B↘	C
Malaisie	A2	A2↘
Trinité Tobago	A3	A4
Tunisie	B↗	B

## Evaluations risque pays

L'évaluation pays Coface mesure le risque de défaut moyen des entreprises d'un pays. Cette évaluation résulte d'une combinaison des perspectives économiques et politiques du pays, du climat des affaires et de l'expérience de paiement enregistrée par Coface. Elle s'étend sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D et peut être assortie de surveillances (positive : flèches montantes dans le tableau ; ou négatives : flèches descendantes dans le tableau).

### Arménie : C↘

- Récession et nette dégradation des finances publiques attendues en 2015. L'Arménie, très dépendante économiquement et financièrement de la Russie, souffre de la baisse des transferts d'expatriés et des exportations.
- La situation politique est devenue instable. La population a exprimé son mécontentement à plusieurs reprises et récemment lors des manifestations en juin 2015, pour protester contre les hausses des tarifs d'électricité. Les attentes vis-à-vis du gouvernement sont fortes alors que la situation économique freine les réformes structurelles.

### Brésil : B

- L'économie brésilienne est entrée en récession et les perspectives pour les prochains trimestres ne sont pas encourageantes.
- La plupart des indicateurs avancés se dégradent (vente au détail, production industrielle, climat des affaires).
- La consommation des ménages (principal moteur de croissance) est en baisse, affectée par la hausse de l'inflation et du chômage.
- L'investissement baisse également étant donné les répercussions de l'affaire Petrobras.
- La faiblesse de l'activité affecte les recettes fiscales et les réformes budgétaires additionnelles sont menacées par le manque de soutien du Congrès.
- Le solde budgétaire devrait atteindre un déficit de 10% du PIB en 2015 et la dette publique être proche de 70% du PIB en 2016.
- Forte volatilité du taux de change.
- Fragilité politique.

### Chili : A3

- L'économie est affectée par la baisse persistante du prix du cuivre et par le ralentissement de l'économie chinoise (principale destination du cuivre chilien).
- La production industrielle s'est contractée notamment en raison de la baisse de la production minière et l'investissement ne devrait pas repartir étant donné les perspectives du prix des minerais.
- La consommation des ménages devrait ralentir sous l'effet de la hausse de l'inflation et du chômage.
- La réforme du marché du travail qui prévoit de renforcer le pouvoir de négociation des syndicats et les scandales de corruption autour de la présidente et de son entourage proche contribuent à la dégradation de l'environnement des affaires.

### Equateur : C

- La situation économique se dégrade en raison de la baisse persistante du prix du pétrole. Face à la baisse des recettes pétrolières, le gouvernement prévoit une nouvelle réduction des dépenses.
- L'Equateur est le deuxième pays le plus affecté de la région par la baisse du prix du pétrole après le Venezuela. L'économie est très peu diversifiée et dépendante des revenus du pétrole (40% des recettes budgétaires, plus de 50% des exportations).
- Les dépenses publiques et l'investissement (les clefs de la croissance) devraient ralentir en raison de la baisse du prix du pétrole. Le pays a besoin d'un prix du baril à 120 USD pour maintenir la stabilité budgétaire.
- La dollarisation de l'économie ne permet pas d'utiliser la dévaluation de la monnaie comme moyen d'ajustement des comptes publics et les exportations non pétrolières sont moins compétitives notamment vers l'Europe.
- Les perspectives pour les entreprises privées locales s'assombrissent en raison des désaccords tarifaires avec la Colombie et le Pérou (les deux principaux partenaires commerciaux).
- Forte dépendance aux capitaux chinois.

### Malaisie : A2↘

- Le pays, dépendant de la demande externe, souffre du ralentissement de l'économie chinoise et de la baisse du prix des matières premières et notamment du pétrole.
- La demande des ménages reste soutenue mais marque le pas.
- L'endettement des ménages ainsi que le service de la dette sont élevés.
- Bien que le gouvernement ait entrepris des réformes visant à consolider les dépenses publiques (réduction des subventions et mise en place d'une TVA à 6% depuis avril 2015), la dette publique reste élevée.
- La confiance des investisseurs est affectée par le scandale relatif au fond souverain 1MDB.

### Trinité Tobago : A4

- L'économie est affectée par la baisse persistante du prix du pétrole.
- Le secteur de l'énergie (pétrole et gaz naturel) est le moteur de l'économie (environ 40% du PIB, 50% des recettes fiscales et plus de 80% des exports).
- Les problèmes de développement des infrastructures et d'approvisionnement du gaz qui ont affecté le secteur en 2014 perdurent en 2015.
- Les secteurs énergétique et non-énergétique affichent une contraction au premier trimestre de l'année.
- L'activité touristique est affectée par la baisse des visiteurs vénézuéliens.

### Tunisie : B

- La Tunisie devrait entrer en récession en 2015 suite au choc économique induit par les deux attentats qui ont frappé le pays en mars et en juin 2015. La persistance du risque terroriste et l'accroissement des tensions sociales au sein des industries les plus touchées par la crise ont en grande partie annulé les effets escomptés de la transition politique.
- La conjoncture économique dégradée devrait aggraver les déséquilibres des comptes extérieurs. Le déficit du compte courant devrait ainsi se creuser et atteindre 8,5% du PIB en 2015.

## BRÉSIL

## ÉVALUATIONS COFACE

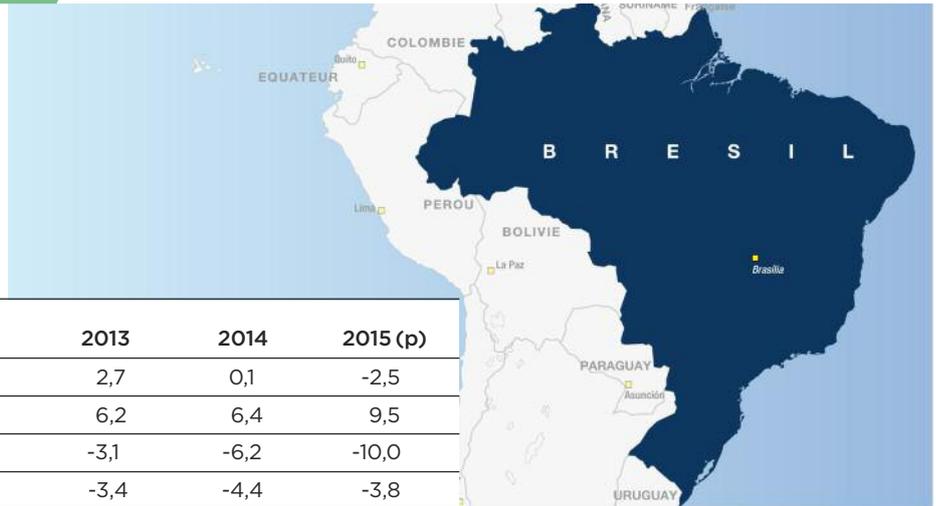
B

Pays

A4

Environnement  
des affairesRISQUE  
ASSEZ FAIBLECotation  
moyen termePRINCIPAUX INDICATEURS  
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	1,8	2,7	0,1	-2,5
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,4	6,2	6,4	9,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-3,1	-6,2	-10,0
Solde courant / PIB (%)	-2,4	-3,4	-4,4	-3,8
Dette publique / PIB (%)	54,8	53,3	58,9	67,6



(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

## Le Brésil est entré en récession

L'économie brésilienne est désormais en récession. Le pays affiche un recul de l'activité aux deux premiers trimestres de cette année et les perspectives pour les suivants sont peu encourageantes en raison d'une conjoncture interne et externe défavorable à la croissance.

Sur le plan interne, la consommation des ménages, principal moteur de croissance, est pénalisée par la cherté du crédit et la baisse du salaire réel en raison de l'accélération de l'inflation. L'investissement devrait encore baisser en raison de la réduction de près de 40% du programme d'investissement 2015-2019 du géant Petrobras et des répercussions sur les entreprises aux activités annexes telles que la construction civile et navale, en plus d'un coût social important en termes d'emploi. L'industrie devrait encore souffrir du manque d'infrastructures et de main d'œuvre qualifiée, qui se traduit par une hausse plus rapide des coûts au détriment de la productivité. Sur le plan externe, le commerce extérieur reste pénalisé par la baisse durable du prix des matières premières, du minerai de fer notamment, et de la baisse de la demande chinoise. Les exportations agricoles devraient en revanche progresser, du moins en volume, du fait de la hausse des récoltes d'oléagineux, céréales et légumineuses (dont le soja). La dépréciation du real face au dollar devrait contribuer au regain de compétitivité des exportations, mais la dépréciation en parallèle de plusieurs autres monnaies de la région diminue l'avantage compétitif des produits brésiliens d'exportations similaires. Enfin, la hausse de l'inflation observée depuis le début de l'année 2015, en lien avec le réalignement des prix et tarifs subventionnés sur l'électricité, l'essence et les transports devrait se poursuivre sous l'effet de l'inflation importée liée à la dépréciation de la monnaie brésilienne et cela malgré un resserrement monétaire important qui n'a pas encore porté ses fruits.

## Une politique d'austérité dont les résultats sont plutôt mitigés

L'objectif de rétablissement de l'équilibre des finances publiques afin de restaurer la confiance des investisseurs et d'empêcher une éventuelle dégradation de la note souveraine du pays semble peu concluant : le Brésil vient de perdre le grade « Investment grade » qu'il détenait depuis 7 ans auprès de l'une des agences de notation. D'une part, les premiers résultats fiscaux sont décevants du fait du ralentissement de l'activité et les mesures d'ajustement additionnelles (nouvelle hausse d'impôts et coupes budgétaires, cession d'actifs) peinent à être approuvées par le congrès. D'autre part, la présidente ne peut plus en effet compter sur ses anciens alliés politiques pour faire passer ces réformes et les milieux d'affaires se montrent de plus en plus réticents à l'égard du gouvernement.

## Légère amélioration du solde courant en lien avec la baisse des importations

En 2015, le déficit courant devrait afficher une légère amélioration grâce au retour attendu de l'excédent de la balance commerciale en lien avec la baisse des importations. L'affaiblissement de la monnaie brésilienne conjugué au ralentissement des investissements et de la consommation réduit en effet la demande en biens d'importation devenus plus chers. Malgré un regain de compétitivité des exportations grâce à l'ajustement du change, celles-ci restent pénalisées par la baisse durable du prix des matières premières (agricoles et minières). Les échanges de services et de revenus (tourisme, dividendes, intérêts) restent déficitaires. Le déficit courant devrait être financé en partie par les investissements directs étrangers (environ 2,6% du PIB, hors réinvestissements) et par la dette publique.

## A la recherche d'un nouvel élan économique malgré les tensions politiques autour de l'affaire Petrobras

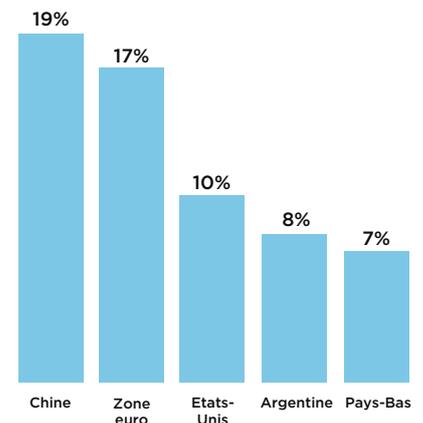
Affaibli politiquement, l'administration de la Dilma Rousseff peine à atteindre son objectif de rompre avec quatre années de faible croissance. Le gouvernement cherche à relancer l'économie via notamment un plan de concessions (routes, aéroports, voies ferrées) estimé à près de 64 milliards de dollars afin de combler une partie du déficit d'infrastructure qui pénalise la productivité du Brésil. L'affaire Petrobras risque néanmoins d'avoir des retombées négatives sur investissement domestique (l'entreprise a d'ores et déjà réduit de près de moitié son plan quinquennal d'investissement) et sur les flux d'IDE en raison de la méfiance des investisseurs à l'égard du pays. Malgré un certain regain de confiance dans le gouvernement suite à la destitution des cadres dirigeants de la société, l'emprisonnement de chefs d'entreprise du BTP accusés de formation de cartel et le dépôt des comptes trimestriels de Petrobras, l'image de Dilma Rousseff pourrait encore se dégrader si l'accusation sur le financement de sa campagne électorale de 2014 par les sociétés impliquées dans ce scandale venait à être prouvée. En attendant, des manifestations se succèdent dans divers Etats brésiliens pour demander le départ de la présidente.

## Points forts

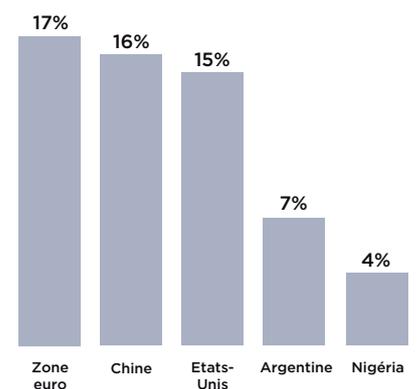
- 6<sup>ème</sup> économie mondiale
- Population active croissante
- Ressources minérales et agricoles variées et abondantes
- Industrie manufacturière de pointe : aéronautique, chimie, pharmacie, ingénierie pétrolière
- Résistance aux chocs exogènes : position extérieure créditrice, réserves considérables
- Maintien des grands équilibres macro-économiques

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

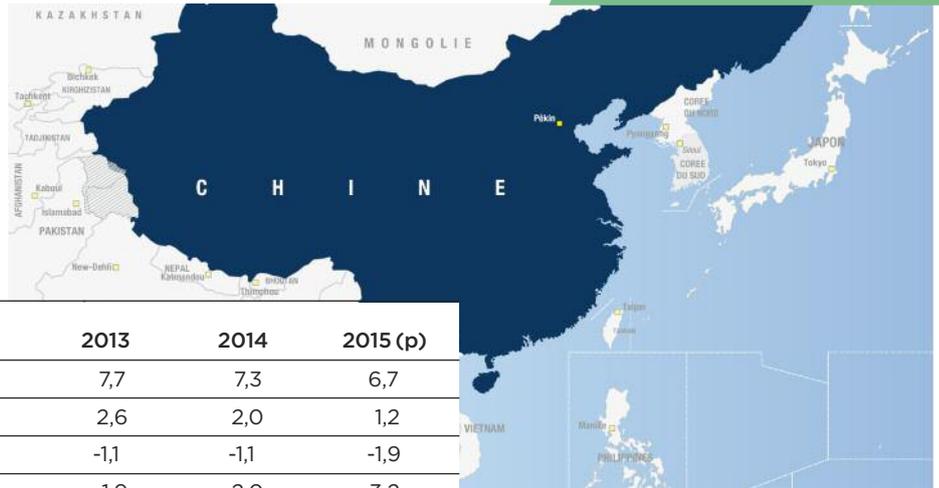
- Manque de main d'œuvre qualifiée / système éducatif lacunaire
- Carences dans les infrastructures (transport, énergie)
- Insuffisance de l'investissement
- Coûts de production (salaires, énergie, logistique, crédit) élevés
- Dépense publique élevée et peu efficiente
- Corruption prospérant sur inégalités

## ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

B

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	7,7	7,7	7,3	6,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,6	2,6	2,0	1,2
Solde budgétaire / PIB (%)	0,2	-1,1	-1,1	-1,9
Solde courant / PIB (%)	2,6	1,9	2,0	3,2
Dette publique / PIB (%)*	37,3	39,4	41,1	43,5

(p) : prévision

\* Comprend la dette centrale et locale (hors véhicule de financement)

## APPRÉCIATION DU RISQUE

## L'activité continue de ralentir en 2015

Le ralentissement de l'économie chinoise se poursuit en 2015. Les autorités ont entrepris des réformes nécessaires au rééquilibrage de la croissance au profit de la consommation. Néanmoins, il affecte à court terme les profits des entreprises des secteurs souffrant de surcapacités importantes notamment ceux liés aux investissements en infrastructure et à la construction. Cependant, un effondrement du marché immobilier est peu probable, les autorités ayant la capacité d'intervenir en cas de choc de grande ampleur. Pékin privilégie, actuellement, des interventions ciblées telles que l'assouplissement des règles mises en place en 2010 et 2011 lors de l'envolée des prix de l'immobilier et la baisse des taux d'intérêt. Ainsi, depuis avril 2015, les prix de l'immobilier se redressent progressivement dans les principales villes du pays.

Par ailleurs, la consommation des ménages devrait rester soutenue grâce à la bonne tenue du marché de l'emploi. Toutefois, on observe un ralentissement de la progression du revenu disponible et l'augmentation des ventes au détail s'est tassée au premier semestre 2015.

Enfin, la croissance des exportations chinoises devrait se stabiliser grâce à la bonne santé de l'économie américaine et la légère embellie économique en Europe. Les exportations profiteront aussi, quelque peu, de la légère dépréciation du yuan survenue au cours de l'été 2015.

## L'endettement du secteur privé et des collectivités locales fait peser un risque sur le système financier

Bien que le niveau d'endettement public soit soutenable, celui des collectivités locales est élevé et reste opaque. L'audit national de fin 2013 a déterminé que celui-ci s'élevait à 17,9 MdsRMB soit un tiers du PIB. Compte tenu du développement du *shadow banking* comme source alternative de financement (estimé à 30% du financement total), il est difficile d'évaluer précisément le niveau d'endettement du secteur privé. Néanmoins, il est estimé, par le FMI, à 207% du PIB début 2014 contre 130% du PIB en 2008. Tandis que la plupart des entreprises privées ont entamé un processus de désendettement, les ratios d'endettement des entreprises publiques et des sociétés liées à l'immobilier et à la construction ont continué à progresser. De plus, les difficultés d'accès au financement des PME les conduisent souvent à avoir recours au *shadow banking* à des taux usuraires.

En outre, on observe une dégradation de la qualité des actifs bancaires qui reste sous-estimée en raison de l'importance du *shadow banking*. Le ratio de prêts non-performants a atteint 1,25 % à la fin de 2014, son niveau le plus haut depuis plusieurs années. En avril 2015, la Chine a d'ailleurs connu son premier défaut d'entreprise publique sur le marché obligataire domestique avec l'entreprise de photovoltaïque Baoding Tianwei qui a fait défaut sur le paiement d'un coupon de

14 MUSD et les porteurs ont demandé le remboursement de l'échéance par la maison-mère. Cet événement n'a pas généré de mouvement de panique mais le marché reste dans l'attente de la réaction de la maison-mère. L'introduction d'un risque réel de faillite est inévitable et réduira l'aléa moral créé par les interventions gouvernementales. La solvabilité des acteurs fragiles, dans le contexte de ralentissement économique, sera à surveiller.

De plus, les bourses chinoises, qui avaient progressé de plus de 110% entre novembre 2014 et un pic en juin 2015, ont chuté de plus de 37% depuis lors. Bien que cette correction apparaisse nécessaire après une telle envolée déconnectée des fondamentaux des entreprises, la volatilité et la baisse du prix des actions génèrent des risques supplémentaires : l'utilisation massive des opérations sur marge (les investisseurs empruntent pour acheter des actions) risque d'aggraver la spirale baissière, l'activité réelle pourrait également être affectée et la confiance des investisseurs sur les réformes annoncées par les autorités pourraient être mise à mal si le marché ne se stabilise pas.

## L'environnement des affaires continue de pâtir de lacunes

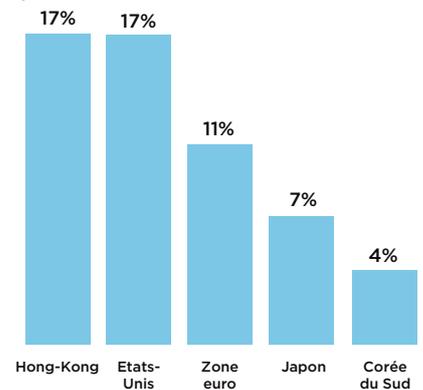
Tout en réaffirmant la suprématie du Parti Communiste Chinois (PCC), la session annuelle du comité central du PCC d'octobre 2014 s'est conclue par des décisions relatives à l'amélioration de l'Etat de droit. Néanmoins, le projet de réforme sur la sécurité nationale inquiète les ONG et les investisseurs étrangers. Bien que la transition avec l'administration précédente se soit faite sous le signe de la continuité, le président Xi Jinping bénéficie d'une autorité sans précédent sur le PCC, permise notamment par sa campagne anti-corruption qui vise jusqu'aux plus hautes personnalités du parti. Néanmoins, le tandem Xi Jinping - Li Keqiang fait face à des tensions à la fois sociales et ethniques. Le pays est marqué par une agitation ouvrière de plus en plus importante conduisant les autorités à publier un guide sur le développement des « relations harmonieuses au travail ». De plus, les manifestations pro-démocratie à Hong-Kong de l'année dernière ont constitué un défi pour le gouvernement chinois. Enfin, des lacunes majeures de gouvernance persistent notamment en termes d'accès aux bilans des entreprises et surtout de protection juridique des créanciers.

## Points forts

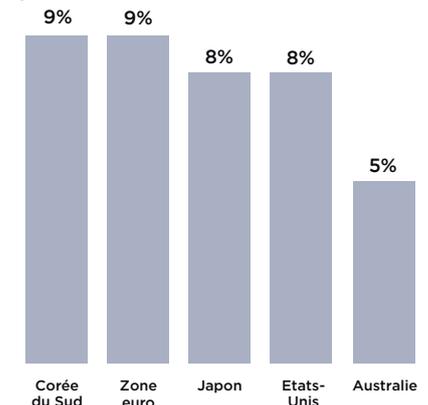
- Risque de surendettement externe limité grâce au niveau élevé des réserves de change et au maintien d'un compte courant excédentaire
- Risque souverain contenu : dette publique largement domestique et libellée en monnaie locale
- Montée en gamme progressive
- Développement des infrastructures

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



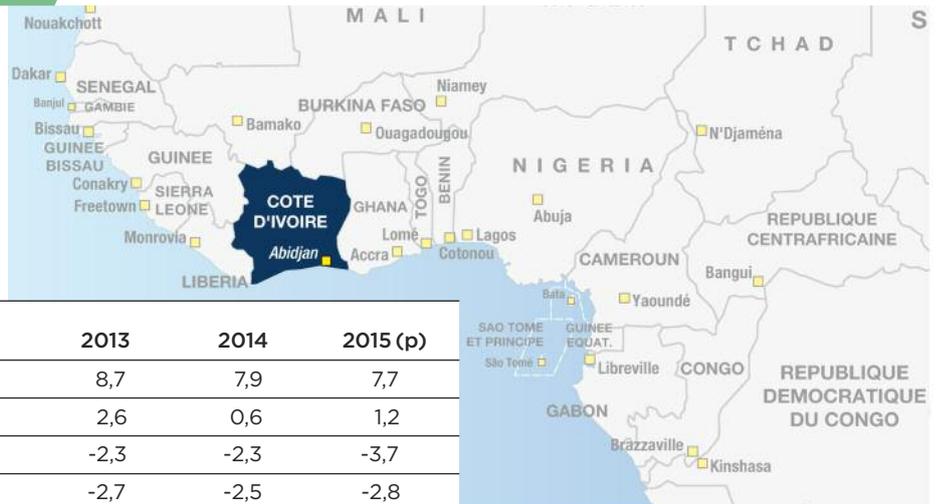
## Points faibles

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

# CÔTE D'IVOIRE

## ÉVALUATIONS COFACE

<b>C</b>	Pays
<b>C</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE TRÈS ÉLEVÉ</b>	Cotation moyen terme



PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	10,7	8,7	7,9	7,7
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,3	2,6	0,6	1,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,1	-2,3	-2,3	-3,7
Solde courant / PIB (%)*	-1,8	-2,7	-2,5	-2,8
Dettes publiques / PIB (%)	44,5	43,7	46,6	45,6

(p) : prévision \* Hors dons

## APPRÉCIATION DU RISQUE

**Une croissance portée par le dynamisme de l'agriculture et des services ainsi que par la mise en œuvre de projets d'investissements structurants**

La croissance, soutenue par les secteurs de l'agriculture et des services, devrait demeurer vigoureuse en 2015. Le premier exportateur mondial de cacao profite en effet de la hausse prolongée du cours du cacao (+ 25% entre août 2013 et août 2015). Par ailleurs, les secteurs de la construction et de l'énergie bénéficient désormais de réalisations publiques et privées réalisées dans le cadre du Plan national de développement, et tirent parti des actions engagées en vue d'accroître la productivité. Le secteur minier, notamment aurifère, devrait se développer grâce à la découverte de nouveaux gisements et à l'adoption d'un nouveau code minier. L'épuisement de certains puits de pétrole pèse actuellement sur sa production mais le cadre réglementaire du secteur a, lui aussi, été amendé et la recherche de gisements pétroliers devrait s'intensifier. Plus globalement, la croissance devrait également bénéficier de l'amélioration du climat des affaires et de la mise en œuvre de la stratégie gouvernementale de développement des PME/PMI. La croissance demeure toutefois largement exposée aux fluctuations des cours des matières premières et encore bridée par la vétusté des infrastructures. Beaucoup reste à faire pour rattraper la perte consécutive à une longue période de stagnation économique et de crise politique (la croissance moyenne étant de 1,2% par an entre 2005 et 2011, avec une contraction de l'activité de 4,1% en 2011). Cependant, la reprise de l'activité depuis la fin de la crise post-électorale a permis l'accroissement du niveau de vie de la population (+ 22% du PIB/tête en parité de pouvoir d'achat entre 2011 et 2015), permettant ainsi à la consommation des ménages de croître. Dans le cadre de la réforme de la filière cacao/café, les planteurs bénéficient de l'augmentation des prix à la production. Les salaires ont été relevés dans la fonction publique, l'accès aux services publics s'améliore et une couverture maladie universelle devrait être mise en place fin 2015.

### Un creusement du déficit courant et une gestion saine des finances publiques

La vigueur de la demande intérieure devrait continuer de s'accompagner d'une hausse des importations de biens (notamment d'équipement) et services (fret, assurance), entraînant un creusement du déficit courant en 2015. Ce déficit devrait être financé principalement par les investissements directs étrangers, en forte progression depuis 2011. L'exécution budgétaire est satisfaisante et les critères de performance retenus dans l'accord au titre de la Facilité élargie de crédit conclu avec le FMI sont respectés. L'émission très réussie d'euro-obligations de 750 Mns \$ en juillet 2014 et

de 1 milliard \$ en février 2015, intervenant trois ans à peine après un défaut du pays sur certains coupons de son eurobond de 2010, a contribué au financement du budget et à l'accroissement de la maturité moyenne de la dette publique. Le poids de cette dernière s'est fortement réduit depuis l'important allègement dont a bénéficié le pays en 2012 dans le cadre des initiatives PPTE/IADM (la dette publique a été divisée par deux entre 2011 et 2015 suite aux annulations partielles de 2011). Le risque de surendettement est désormais jugé modéré mais les autorités devront veiller à ce que les fonds qui pourraient être à nouveau levés sur les marchés de capitaux continuent à être investis dans des projets porteurs de croissance.

### Le chef de l'Etat bien placé pour remporter l'élection présidentielle de 2015

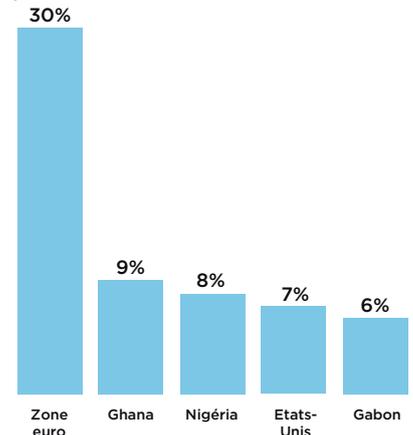
La situation politique s'est progressivement normalisée après la fin de la crise post-électorale de 2010-2011, grâce à la tenue d'élections législatives et locales. De plus, l'insécurité a sensiblement reculé, encourageant le retour des investisseurs. Toutefois, les progrès en matière de réconciliation nationale demeurent lents et le principal parti d'opposition, qui est divisé sur sa participation au processus électoral, n'a pas encore retrouvé toute sa place dans la sphère politique. Alassane Ouattara se représente à l'élection présidentielle d'octobre 2015 et fait figure de grand favori à sa succession, bénéficiant à la fois de sa bonne gestion de l'économie, de la restauration de la sécurité et du ralliement à sa candidature, en septembre 2014, du dirigeant de l'autre important parti de la coalition au pouvoir et ancien président, Henri Konan Bédié. Cependant, un regain de violence lors de ce scrutin, et lors des élections législatives qui doivent suivre en 2016, ne peut être totalement écarté.

### Points forts

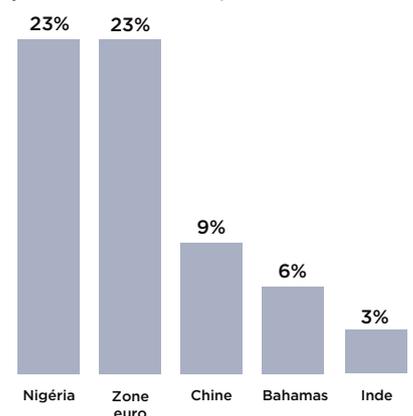
- Diversification : hydrocarbures, minerais et richesses agricoles (premier producteur mondial de cacao)
- Infrastructures portuaires, routières et énergétiques en cours de modernisation
- Obtention en 2012 d'une annulation de dette supplémentaire dans le cadre des initiatives PPTE et IADM

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

- Economie dépendante des aléas climatiques et de l'évolution des cours du cacao et du pétrole, principaux produits d'exportation
- Lacunes à combler en matière de gestion des finances publiques, d'infrastructures et de gouvernance, en dépit des avancées enregistrées ces dernières années
- Regain de violence toujours possible à l'occasion des prochaines échéances électorales

## ÉVALUATIONS COFACE

A4

Pays

A1

Environnement  
des affairesPRINCIPAUX INDICATEURS  
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-2,1	-1,2	1,4	3,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,4	1,5	-0,2	-0,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-10,3	-6,8	-5,8	-4,3
Solde courant / PIB (%)	-0,4	1,5	0,6	1,2
Dette publique / PIB (%)	84,4	92,1	97,7	99,4

APPRÉCIATION  
DU RISQUEUne reprise dynamique, tirée désormais  
principalement par la demande intérieure

La reprise engagée dans la seconde moitié de 2013 s'est confirmée début 2015 (+1,0% au second trimestre 2015 après +0,9% en v.t). Le retour de la confiance, lié à l'amélioration des conditions financières sur les marchés et à la bonne performance des exportations, ainsi que les politiques de redressement mises en œuvre par le gouvernement, ont jeté les bases d'un redémarrage plus vigoureux qu'initialement prévu.

La contribution à la croissance de la demande intérieure a pris nettement le pas sur celle de la demande extérieure. Le raffermissement de la demande interne a fait sentir ses premiers effets sur l'emploi. Le taux de chômage ne cesse de reculer depuis mai 2013, demeurant toutefois à un niveau encore très élevé (22,5% en juin 2015). La reprise devrait se poursuivre en 2015 grâce au redressement attendu du crédit, à l'amélioration continue du marché du travail et à une légère hausse du pouvoir d'achat des ménages, liée à la faiblesse de l'inflation. L'amélioration des perspectives économiques, la bonne tenue des exportations et le besoin de renouvellement du parc existant devraient continuer à tirer l'investissement productif. En outre, l'investissement résidentiel s'est redressé (+5,1% en glissement annuel au deuxième trimestre 2015 après +2,4% au quatrième trimestre 2014) tandis que les prix immobiliers, après avoir atteint un point bas début 2014, affichent une légère augmentation.

Les comptes extérieurs sont devenus excédentaires depuis 2013 grâce à la réduction du coût du travail et à un recul des importations entraîné par la contraction de la demande interne. Cet excédent s'est toutefois réduit en 2014 du fait de la reprise des importations mais devrait croître à nouveau en 2015. Les ventes à l'étranger devraient continuer à bénéficier de gains de compétitivité et d'un léger renforcement de la demande émanant des principaux marchés à l'exportation du pays. Le pays devrait également bénéficier de la dépréciation de l'euro. La spécialisation sur des segments de production à contenu technologique faible à moyen n'a pas desservi le pays qui a tiré profit de la diversification de ses exportations vers les économies émergentes. La zone euro demeure le 1er marché de l'Espagne mais sa part dans les exportations s'est réduite ces dernières années (50% en 2014 contre 60% en 2004). Le dynamisme des exportations a été soutenu dans des secteurs tels que les biens d'équipement, l'automobile, l'agroalimentaire et la chimie.

Globalement, les déséquilibres se résorbent mais le secteur privé demeure fortement endetté (163% du PIB en 2014), ce limite l'ampleur de la reprise.

Des entreprises en meilleure santé, un  
secteur bancaire restructuré mais une dette  
publique qui continue à augmenter

Les entreprises exportatrices, notamment les grands groupes industriels qui ont profité au mieux des gains de productivité, ont pu tirer leur épingle du jeu lors de la crise, mais celles tournées vers le marché intérieur

sortent à peine de leurs difficultés. Les marges brutes des entreprises ont commencé à se redresser dès 2008 et ces dernières se désendettent depuis fin 2010, bien que la déflation actuelle ait tendance à ralentir le processus. Enfin, le nombre de faillites diminue depuis fin 2013 (les défaillances les plus nombreuses sont toujours relevées dans le secteur de la construction et celui du commerce).

Les mesures prévues dans le programme d'assainissement bancaire de mi-2012, en échange d'une assistance financière européenne, ont été menées à bien. Celui-ci s'est achevé, comme prévu, fin 2013. Ce plan a permis de remettre sur pied un secteur financier qui avait été fortement affecté par l'impact de l'explosion de la bulle immobilière, à l'été 2007, puis par la récession. Le système bancaire est désormais mieux capitalisé, plus liquide et les pertes sont mieux provisionnées. Les conditions de financement sur les marchés se sont fortement améliorées et devraient permettre aux banques de soutenir la croissance dans un contexte d'expansion, modéré, du crédit. Les tests de résistance menés par la BCE à l'automne 2014 n'ont pas révélé de failles concernant la solvabilité du secteur. Le poids des créances douteuses, bien qu'en léger repli, demeure cependant élevé.

Le risque souverain s'est amélioré grâce à la forte baisse des coûts d'emprunt sur le marché obligataire (le taux d'emprunt à 10 ans s'élève à 2% en juillet 2015) et à l'effort d'ajustement budgétaire entrepris (le solde budgétaire ajusté du cycle a ainsi augmenté de 6,8 points entre 2009 et 2014 pour atteindre seulement -2,3% de PIB potentiel en 2014). Cependant, la dette publique continue à augmenter (elle devrait avoisiner les 100% du PIB en 2015), rendant le pays toujours vulnérable à un changement d'humeur des marchés.

Des difficultés qui s'amorcellent  
sur le plan politique

La révélation, en octobre 2014, d'un nouveau scandale de corruption décrédibilise une fois de plus la classe politique traditionnelle. Ce dernier devrait pénaliser le parti de centre-droit au pouvoir (PP), mais aussi l'opposition socialiste (PSOE). Alors que se profilent les élections législatives (décembre 2015), le parti de la gauche radicale Podemos, issu du mouvement des indignés, capitalise ainsi sur le mécontentement social et cette situation délétère. En mai 2015, Podemos a ainsi remporté les élections municipales de Barcelone. Cependant, le parti, qui arrivait en tête des sondages jusqu'en mars 2015, s'essouffle et ne fait plus jeu égal avec les deux grands partis traditionnels (PSOE et Parti Populaire). Le parti centriste Ciudadanos, quant à lui, le talonne. Tout ceci renforce la fragmentation politique du pays et devrait donc compliquer le processus de formation d'une majorité solide. Par ailleurs, le gouvernement doit faire face à la pression croissante des indépendantistes de Catalogne, confortés par leur victoire symbolique au référendum du 9 novembre 2014.

## Points forts

- Regain de compétitivité et renforcement des secteurs exportateurs
- Amélioration de la situation financière des entreprises
- Réformes engagées
- Infrastructures de qualité
- Important potentiel touristique

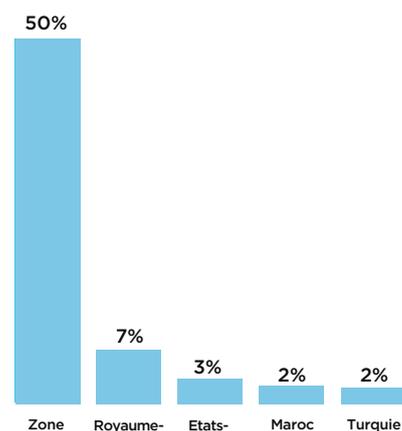
## ESPAGNE



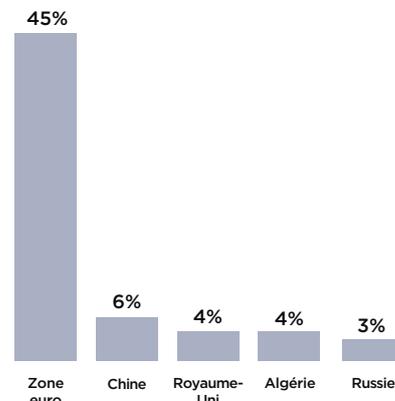
(p) : prévision

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Secteur de la construction et secteur bancaire convalescents
- Dette privée élevée
- Endettement public en progression
- Taux de chômage très élevé, notamment des jeunes

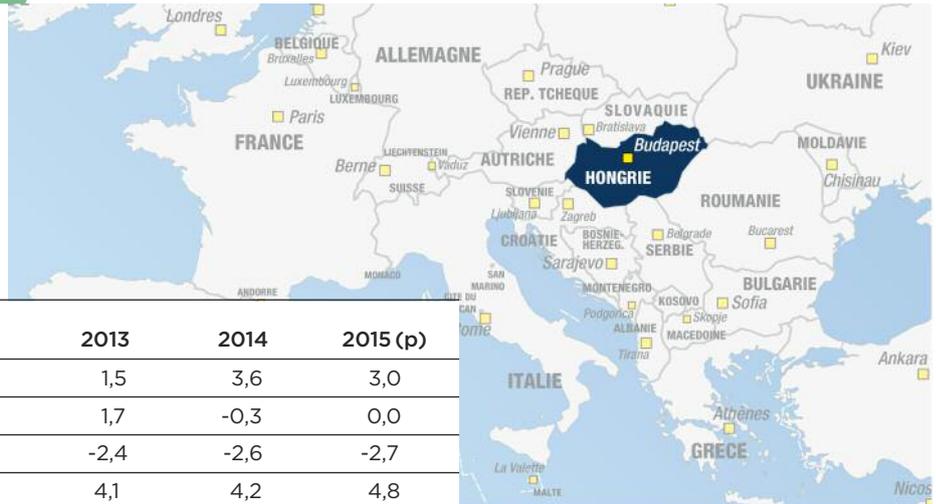
# HONGRIE

## ÉVALUATIONS COFACE

**B**

Pays

**A2**

 Environnement  
des affaires


### PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-1,5	1,5	3,6	3,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,7	1,7	-0,3	0,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
Solde courant / PIB (%)	1,9	4,1	4,2	4,8
Dettes publique / PIB (%)	78,5	77,3	76,9	75,5

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Activité soutenue par la demande intérieure et européenne

Après avoir fortement accélérée en 2014, la croissance devrait modérément ralentir en 2015, pour se rapprocher de son potentiel. En 2015, la contribution majeure à la croissance sera le fait de la consommation des ménages. L'emploi continuera de progresser grâce, notamment, au dynamisme des travaux publics. Les salaires augmenteront encore plus rapidement que les prix, dont la hausse sera modérée par la chute des cours des hydrocarbures, favorisant le pouvoir d'achat. L'investissement est temporairement favorisé par l'emploi accéléré des fonds structurels européens du programme 2007-2013, à l'approche de la date limite d'utilisation du 30 juin 2015, ainsi que par l'octroi aux PME de prêts subventionnés par la banque centrale. En raison de l'imbrication de l'industrie hongroise dans la chaîne de production et de la reprise de la demande européenne, les exportations conserveront leur dynamisme. Mais, comme les importations seront soutenues par la demande intérieure et le fort contenu en importations des exportations, la contribution des échanges à la croissance sera positive, mais limitée.

### Stabilisation du déficit public, mais une dette toujours lourde

Les comptes publics devraient afficher un déficit comparable à celui de 2014, légèrement inférieur à 3%. Mais, l'accumulation des déficits budgétaires antérieurs a laissé place à un endettement significatif (77% du PIB en 2014). La lente amélioration devrait se poursuivre en 2015, grâce notamment à la maîtrise des dépenses, maintenant que les élections sont passées.

### Excédent commercial, faiblesse des IDE et importante dette extérieure

L'excédent courant hongrois devrait progresser en 2015, aidé par la reprise en zone euro (absorbant 57% des exportations hongroises) et par la modération du prix du pétrole. Grâce aux machines, aux automobiles, à l'électronique domestique, à l'électroménager et à l'agroalimentaire, aux services aux entreprises et au tourisme, les échanges de biens et de services sont excédentaires depuis 2009. Ajoutés aux financements européens, ces excédents permettent de faire face à la faiblesse des IDE et au désendettement des banques. En effet, l'interventionnisme de l'Etat décourage l'investissement étranger. Certains secteurs, comme les télécommunications, l'énergie, la banque et les médias sont particulièrement sous pression. Les pouvoirs publics prennent des mesures (fiscales ou autres) qui réduisent la rentabilité et incitent au désengagement au profit d'acteurs hongrois publics, mais aussi privés. Cela n'encourage pas les groupes étrangers à accroître leur présence, même si leurs secteurs de prédilection (automobile et électronique) sont en grande partie épargnés.

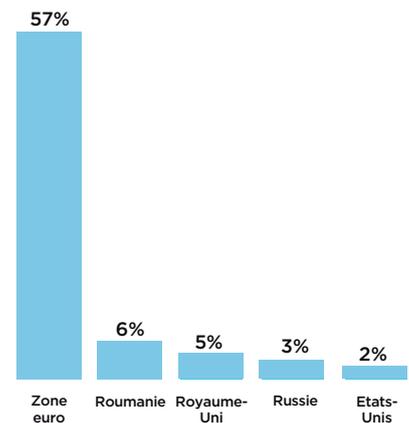
Par ailleurs, le poids de la dette extérieure a diminué (116% fin 2014 contre 144% du PIB en 2010), essentiellement du fait du désendettement des banques et des entreprises. La part de l'Etat (44% du total) est stable. Ce mouvement est facilité par la résistance du forint qui se déprécie lentement et régulièrement dans le cadre d'un régime de change fixe à larges bandes de fluctuation, par rapport à l'euro. Compte tenu des engagements en devises encore conséquents des banques, mais aussi des ménages et des entreprises, la banque centrale n'hésiterait pas à remonter rapidement les taux pour empêcher une dépréciation importante.

### Le gouvernement du premier ministre V. Orban perd sa majorité des deux tiers

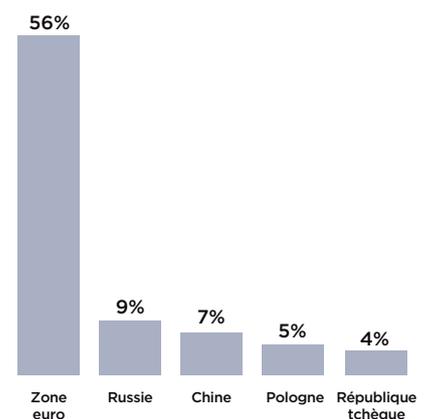
Des tensions sporadiques surgissent avec la Slovaquie et la Roumanie à propos des fortes minorités hongroises qui s'y trouvent. Des tensions existent aussi avec les partenaires européens au sujet de l'attitude hongroise compréhensive vis-à-vis de la Russie dans l'affaire ukrainienne. Les instances européennes ont fait part de leur inquiétude à propos des dérives autoritaristes depuis l'arrivée au pouvoir du parti conservateur Fidesz en 2010 et, dernièrement, face à l'attitude des autorités à propos des immigrés. Fort d'une majorité des deux tiers, confirmée lors du scrutin d'avril 2014, le gouvernement du premier ministre V. Orban ne s'est pas privé de modifier les textes dans un sens défavorable à l'équilibre des pouvoirs et aux libertés démocratiques et culturelles. Toutefois, il a perdu cette majorité des deux tiers (ne tenant qu'à un seul siège) lors de l'élection partielle de février 2015, au profit de l'opposition libérale. Cela témoigne d'une certaine lassitude d'une partie de l'électorat hongrois : projet de taxe sur internet, rapprochement de V. Orban avec Moscou, corruption, etc. Ainsi, le premier ministre ne sera désormais plus en mesure de modifier la Constitution à sa guise, bien qu'il puisse gouverner sans grande difficulté. En lançant des procédures pour infraction aux valeurs européennes, Bruxelles a parfois obtenu un recul des autorités sur les textes les plus décriés. L'environnement des affaires reste satisfaisant, peu éloigné de celui des pays voisins, en dépit de l'interventionnisme effréné de l'Etat visant certains secteurs de l'économie.

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

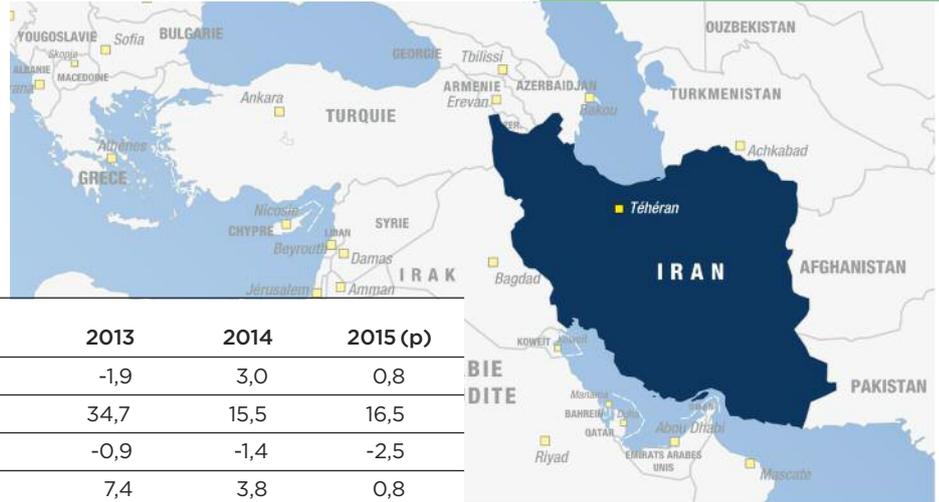
- Population vieillissante
- Faibles marges de manœuvre budgétaire
- Endettement public et extérieur élevé
- Forte exposition au risque de change
- Fragilité du secteur bancaire
- Dépendance énergétique : 70% des besoins importés
- Dérive autoritariste et interventionnisme
- Forte minorité rom mal intégrée

### Points forts

- Excédent commercial
- Infrastructures de bonne qualité
- Economie diversifiée
- Main d'œuvre qualifiée
- Inclusion dans la chaîne de production européenne

## ÉVALUATIONS COFACE

<b>D</b>	Pays
<b>C</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE TRÈS ÉLEVÉ</b>	Cotation moyen terme



## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	-6,6	-1,9	3,0	0,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	30,5	34,7	15,5	16,5
Solde budgétaire / PIB (%)*	-0,3	-0,9	-1,4	-2,5
Solde courant / PIB (%)	6,3	7,4	3,8	0,8
Dettes publiques / PIB (%)	11,2	11,1	12,2	11,9

(p) : prévision  
\* année fiscale débutant le 21 mars

## APPRÉCIATION DU RISQUE

## Un accord charnière en 2015

L'accord de Vienne conclu le 14 juillet 2015 est venu entériner le processus de négociations entre la République islamique et les membres du P 5+1 (les cinq membres permanents du Conseil de sécurité de l'ONU et l'Allemagne) concernant le programme nucléaire iranien. Il prévoit une levée progressive des sanctions internationales imposées à l'Iran par la communauté internationale à partir du printemps 2016. Bien que le président américain semble avoir sécurisé le vote attendu du sénat américain, l'application définitive de l'accord reste conditionnée par la ratification des termes du traité par le Majlis iranien (parlement).

L'aboutissement du processus de négociations et la levée des sanctions devrait être un des éléments déterminants dans la conclusion des prochaines élections parlementaires iraniennes qui se tiendront le 26 février 2016. Le risque étant dans le cas d'un échec de la levée des sanctions en 2016, une montée des partis plus radicaux réfractaires à cet accord.

## Une baisse de la croissance en raison du contre choc pétrolier

La légère reprise économique entamée en 2014 a été largement freinée en 2015 par les effets négatifs liés à la baisse du cours du pétrole. La production d'hydrocarbure n'a pas excédé les 0,4 mb/j sur les trois premiers mois de l'année 2015 et la valeur ajoutée du secteur s'est contractée de 5,2% sur la même période. Les exportations en hydrocarbure qui constituent 75% des exportations iraniennes ont quant à elles baissé de 15% en années glissantes. Bien que les exportations hors pétrole brut aient augmenté de 10%, elles restent issues de secteurs annexes (pétrochimie, industrie plastique) et pourraient pâtir dans un second temps des difficultés du secteur pétrolier. Le rebond de la consommation attendu suite à la maîtrise des tensions inflationnistes ne s'est pas matérialisé sur les trois premiers mois de l'année 2015 et la demande des ménages semble au contraire avoir reculé sur cette période (-0,1%). L'investissement qui avait montré des signes d'amélioration fin 2014 a décliné de façon significative en début d'année reflétant l'attentisme des investisseurs. L'augmentation des dépenses publiques et de l'investissement public restent les principaux soutiens à l'activité. La concrétisation de l'accord entre l'Iran et les P5+1 en septembre 2015 pourrait permettre un retour plus marqué de la confiance. L'activité pourrait donc s'accroître sur les deux derniers trimestres de 2015 sans pour autant compenser le ralentissement observé au début de l'année.

## Des comptes publics en déséquilibre et un compte courant faiblement excédentaire

Le faible déséquilibre des finances publiques devrait perdurer en 2015. La contraction des recettes fiscales risque en effet de se poursuivre en raison de la baisse du cours des hydrocarbures, principale source de financement de l'Etat. Le prix du brut pourrait en effet se stabiliser à un prix inférieur à celui permettant l'équilibre budgétaire iranien. Le gouvernement Horani a d'ores et déjà entrepris de limiter les effets de cette baisse en la répercutant sur le budget 2015-2016 (hausse de la TVA, privatisation d'entreprise publique et baisse des dépenses d'investissement) au risque d'initier une politique d'austérité dans un contexte social difficile.

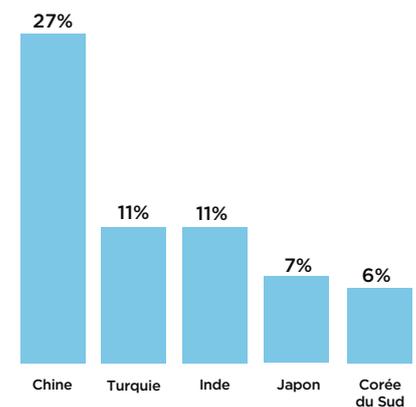
Le solde courant restera faiblement excédentaire en 2015 mais cet excédent demeure fragile. En dépit des sanctions, les entreprises iraniennes ont bénéficié, en raison de la dépréciation du rial iranien, d'une baisse des prix de leurs exportations leur ouvrant d'avantage les marchés asiatiques. Cependant la faible progression des exportations en hydrocarbures pourrait influencer négativement sur les évolutions du compte courant.

## Environnement des affaires critique

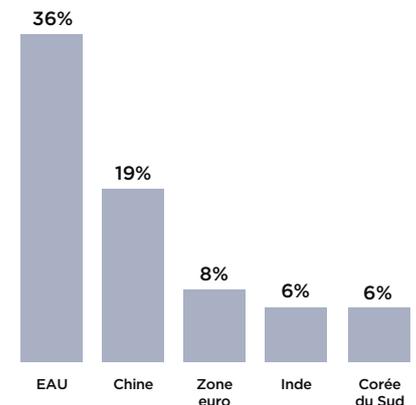
Le pays longtemps resté fermé aux exportations entame son ouverture progressive aux acteurs internationaux. Les autorités prévoient un ensemble de mesures en vue d'accroître l'attractivité du pays notamment la création d'un guichet unique qui simplifierait les démarches administratives. Cependant des carences institutionnelles subsistent et le cadre contractuel notamment juridique reste un handicap à une amélioration de l'environnement des affaires.

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points forts

- Importantes réserves de gaz et de pétrole (respectivement aux second et quatrième rangs mondiaux)
- Très faible endettement extérieur
- Positionnement stratégique dans la sous-région

## Points faibles

- Forte inflation
- Tensions sociales
- Environnement des affaires peu favorable

# KAZAKHSTAN

## ÉVALUATIONS COFACE

<b>B</b>	Pays
<b>B</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE ASSEZ ÉLEVÉ</b>	Cotation moyen terme



### PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	5,0	6,0	4,6	1,0
Inflation (moyenne annuelle) (%)	5,1	5,8	6,9	8,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	4,5	5,2	4,3	3,0
Solde courant / PIB (%)	0,4	-0,3	0,6	-1,0
Dette publique / PIB (%)	12,4	12,9	13,7	14,5

(p) : prévision  
\* y.c. transferts du fonds pétrolier (NFRK)

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Croissance freinée par la chute des cours du pétrole

La croissance ralentit nettement en 2015. La production industrielle, dominée par le secteur pétrolier, progresse peu. Le démarrage de l'exploitation du champ offshore de Kashagan continue de subir d'importants retards et pourrait ne pas intervenir avant 2016.

Les grands projets d'investissement, en particulier les travaux en vue de l'exposition internationale EXPO-2017 soutiendront l'activité de la construction et les services. En revanche la consommation, principal moteur de la croissance, sera contrainte par la restriction du crédit, une politique budgétaire plus restrictive ainsi que par l'accélération de l'inflation.

Les exportations souffriront du ralentissement de la croissance en Chine et de la récession en Russie, mais surtout de la faiblesse des cours du pétrole. L'inflation, alimentée par l'effet de la dépréciation du tenge sur le coût des importations, pourrait atteindre le plafond de la zone cible (6-8%) fixée par la banque centrale (NBK).

Après la dévaluation de près de 20% en février 2014, le cours du tenge a enregistré une nouvelle forte baisse (plus de 20%) en août 2015 suite à la décision de la NBK d'introduire un système de change flottant. Une légère reprise des cours du pétrole pourrait permettre une stabilisation de la devise en fin d'année. Le cours de la monnaie du Kazakhstan, très lié à l'évolution du rouble russe (premier marché d'exportation hors hydrocarbures), devrait cependant demeurer volatil.

La situation du secteur bancaire, déjà très fragile, pourrait se dégrader compte tenu de l'impact de la dépréciation sur la dette en devises des banques, ainsi que de la détérioration de la qualité du portefeuille dans un contexte économique dégradé.

### Erosion de l'excédent budgétaire et dégradation du solde courant

Les recettes budgétaires, provenant pour plus de la moitié du secteur pétrolier, seront affectées par la faible progression de la production d'hydrocarbures qui ne pourra être totalement compensée par la hausse des taxes à l'exportation décidée en avril 2014. Les recettes fiscales hors pétrole devraient également souffrir de la faiblesse de la croissance. Le gouvernement a annoncé des mesures de maîtrise des dépenses, notamment le report de la hausse des salaires initialement prévue pour 2015 et le gel de projets d'investissements non prioritaires. Les projets d'infrastructure devraient toutefois être maintenus et l'Etat continuera à soutenir les entreprises publiques endettées (notamment la compagnie nationale d'énergie KazMunaiGaz). Le recours aux fonds souverains (Samruk-Kazyna et Fonds national pétrolier -NFRK), permettra de limiter l'impact sur le budget et de maintenir un excédent qui tend toutefois à se réduire.

Le solde courant continuera à se contracter en 2015 en raison de la faiblesse des exportations de pétrole (75% du total), liée aux difficultés de production conjuguées à l'évolution défavorable des prix. La demande devrait également être peu porteuse sur les principaux marchés d'exportation du Kazakhstan : l'UE, la Chine et la Russie.

Les importations resteront élevées en raison du besoin d'équipements mais aussi de biens alimentaires et d'énergie (essence, compte tenu des faibles capacités locales de raffinage). Le rapatriement des bénéfices des compagnies pétrolières accentuera l'ampleur du déficit. Le pays reste exposé aux chocs externes, mais ses réserves de change (4 mois d'importation, hors or) et le NFRK lui assurent une marge de manœuvre en termes de liquidités. Le pays continue en outre à bénéficier de financements internationaux (BERD, BAD, Banque Mondiale) et les richesses de son sous-sol restent attractives pour les investisseurs étrangers.

### La question de la succession du Président Nazarbaïev reste source d'incertitude

Le pays est dirigé depuis 1991 par N. Nazarbaïev et son parti (Nur Otan) qui détient une large majorité des sièges à l'Assemblée. N. Nazarbaïev a été réélu pour un cinquième mandat lors des élections anticipées d'avril 2015 (initialement prévues en 2016), avec 98% des voix. Compte tenu de son âge (74 ans), la stabilité politique du pays reste source d'incertitude en raison du risque de conflits qui pourraient éclater entre les différentes factions du pouvoir, si sa succession était précipitée.

Le mécontentement de la population grandit face au niveau des salaires, à la hausse des prix et à la corruption. L'organisation de mouvements de masse reste cependant peu probable, compte tenu de la faiblesse de l'opposition. Par ailleurs, les mesures de sécurité, renforcées face à la crainte du terrorisme et des extrémistes religieux dans le contexte de retrait des forces de l'ONU d'Afghanistan, limitent les possibilités de contestation de grande ampleur.

L'environnement des affaires reste fortement handicapé par l'ingérence de l'Etat dans l'économie, l'inefficacité des institutions et la corruption.

### Points forts

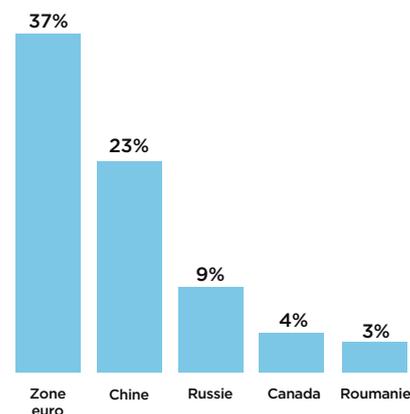
- Augmentation prévue des exportations pétrolières grâce à l'exploitation du gisement de Kashagan.
- Abondance des investissements directs étrangers
- Positionnement stratégique entre l'Asie et l'Europe

### Points faibles

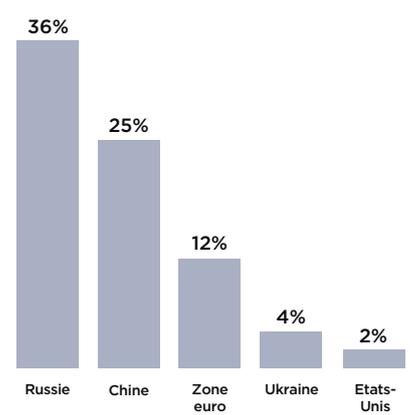
- Economie dépendant des matières premières (pétrole, gaz, uranium et fer).
- Endettement extérieur élevé
- Fragilité du système bancaire
- Lacunes persistantes du cadre juridique et institutionnel
- Risque d'instabilité politique en cas de succession précipitée du Président Nazarbaïev

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total

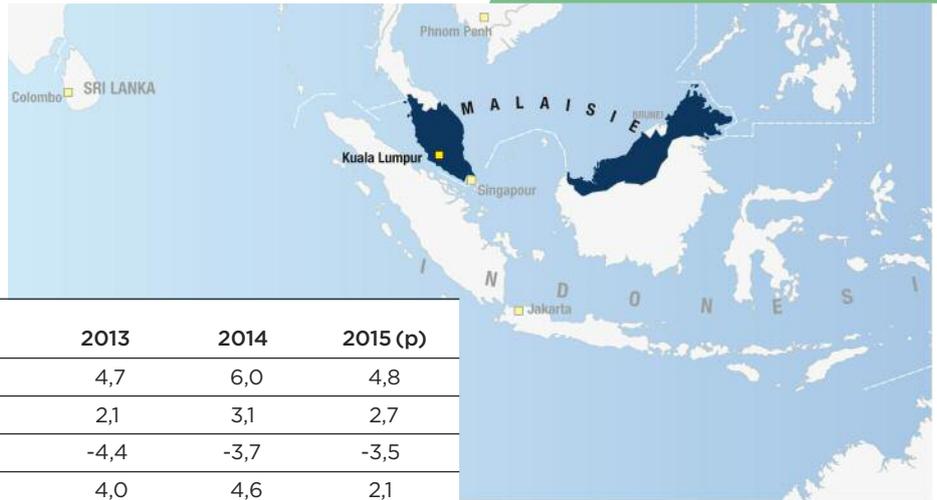


## ÉVALUATIONS COFACE

A2

Pays

A3

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	5,6	4,7	6,0	4,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	1,7	2,1	3,1	2,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,9	-4,4	-3,7	-3,5
Solde courant / PIB (%)	5,8	4,0	4,6	2,1
Dette publique / PIB (%)	56,2	57,7	57,0	56,7

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

## Ralentissement de la croissance en 2015

Après avoir rebondi en 2014, la croissance devrait ralentir en 2015. La faiblesse des prix des matières premières devrait continuer à pénaliser les exportations de pétrole brut, produits pétroliers et de gaz naturel liquéfié. Par ailleurs, le pays exporte également des produits manufacturés à forte valeur ajoutée mais les exportations de biens électroniques souffrent du ralentissement de l'économie chinoise, un des principaux partenaires de la Malaisie. Néanmoins, la demande en provenance des Etats-Unis devrait rester dynamique. De plus, la demande interne devrait rester vigoureuse en dépit de l'endettement élevé des ménages (87% du PIB soit le niveau le plus élevé en Asie). Les efforts de consolidation budgétaire du gouvernement affecteront le pouvoir d'achat des ménages. Les subventions pétrolières ont été réduites à plusieurs reprises en 2014, le prix de l'essence a progressé de près de 10% et le gouvernement a introduit une TVA à un taux de 6% en avril 2015. Cependant, afin de réduire l'effet de ces mesures sur les ménages les plus modestes, le gouvernement a également décidé de renforcer le système de sécurité sociale et l'inflation devrait rester contenue grâce à la modération des prix alimentaires et à la décélération des crédits, notamment immobiliers.

Par ailleurs, les effets d'entraînement du programme de transformation économique continueront d'être positifs pour l'investissement privé et public grâce notamment à la construction d'un réseau de transport en commun rapide à Kuala Lumpur pour un montant de 11 Mds USD (4% du PIB). De plus, les autorités malaisiennes et singapouriennes ont décidé la construction d'une liaison ferroviaire à grande vitesse reliant Singapour à Kuala Lumpur. Les travaux sont estimés à 12 Mds USD.

Enfin, les secteurs liés au tourisme subissent les effets des deux catastrophes aériennes de la Malaysian Airlines intervenues en 2014 ainsi que la dégradation du contexte sécuritaire à Bornéo.

## Le solde budgétaire se redresse tandis que la situation extérieure reste solide

En 2014, le déficit budgétaire s'est réduit et la tendance devrait se poursuivre en 2015. En effet, les autorités ont amorcé un rééquilibrage budgétaire avec pour objectif un budget à l'équilibre en 2020. Le gouvernement a ainsi procédé à l'introduction d'une TVA à un taux de 6%, l'élargissement de la taxe foncière et la réduction des subventions concernant l'électricité, le sucre et l'essence. Alors qu'elles représentaient 20% du PIB en 2012, le poids des subventions a été réduit à 17% du PIB au premier semestre 2014 et la tendance devrait se poursuivre en 2015. Le redressement du solde budgétaire permettrait de réduire la dette publique qui restera, cependant, à un niveau élevé, supérieur à la moyenne asiatique.

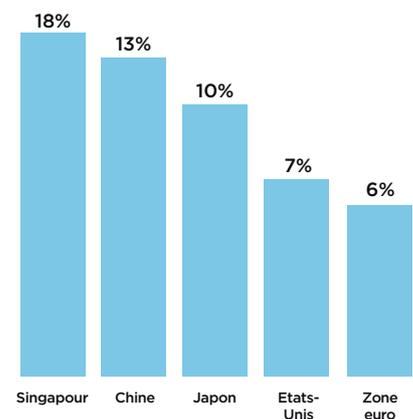
Par ailleurs, l'excédent courant devrait se réduire, dans un contexte de prix bas des matières premières et de ralentissement de l'économie chinoise. Si le niveau élevé des réserves de change (près de 7 mois d'importations) assure à la Malaisie une bonne capacité de résistance face à des sorties brutales de capitaux, le Ringgit subit des pressions baissières liées à la baisse du prix du pétrole et au scandale relatif au fond public 1MDB affectant le premier ministre. Bien que la devise ait été peu touchée comparativement aux autres devises asiatiques par les annonces de la Réserve Fédérale américaine au cours de l'été 2013, le resserrement attendu de la politique monétaire américaine pourrait également affecter la devise dans un contexte de turbulences financières mondiales. Enfin, le secteur bancaire demeure suffisamment capitalisé et liquide, peu endetté à l'extérieur et avec un taux de créances douteuses faible. Néanmoins, le niveau élevé d'endettement des ménages et l'exposition des banques aux actifs étrangers constituent un risque.

## Un premier ministre fragilisé par des soupçons de corruption

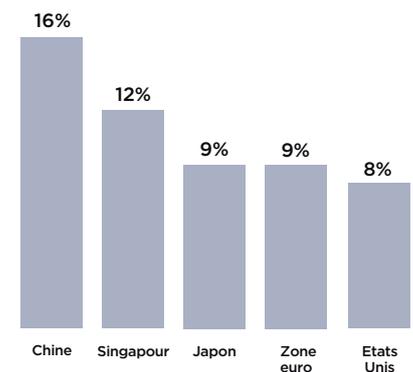
En dépit de la victoire du parti du Premier Ministre, le Barisan Nasional (BN), les élections générales de mai 2013 ont confirmé un rééquilibrage des forces politique et la montée en puissance de l'opposition initiée lors des élections de 2008. La légitimité du Premier Ministre, Najib Razak, a été confirmée par sa victoire lors des élections internes du parti en octobre 2013 et l'opposition a été affaiblie par une crise interne relative à la désignation du Ministre en chef de l'Etat du Selangor et la condamnation à cinq ans de prison de son leader, Anwar Ibrahim, pour une affaire de mœurs. Néanmoins, des soupçons de corruption et de détournement de fonds liés au fond d'investissement public 1MDB fragilisent le premier ministre depuis juillet 2015. Des membres de son parti appellent à sa démission et il a limogé son premier adjoint ainsi que le procureur général du pays, tous deux impliqués dans l'enquête. Enfin le BN affiche sa volonté, au travers du programme *One Malaysia*, de mettre fin à la Nouvelle Politique Economique mise en place en 1969 - mesures de discrimination positive en faveur des Bumiputra (Malais d'origine) et considérée notamment comme un frein aux investissements étrangers. Néanmoins, les tensions communautaires demeurent sous-jacentes en raison de la diversité religieuse et ethnique.

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points forts

- Exportations diversifiées
- Dynamisme du secteur des services
- Système d'éducation performant, bonnes infrastructures, R&D élevée
- Soutien de l'investissement à travers le développement du marché financier local et un accès élargi aux IDE

## Points faibles

- Économie dépendante de la demande externe
- Forte dépendance des recettes budgétaires aux performances du secteur gazier et pétrolier
- Endettement du secteur privé très élevé
- Érosion de la compétitivité prix de l'économie liée à un coût du travail élevé
- Persistance des disparités régionales

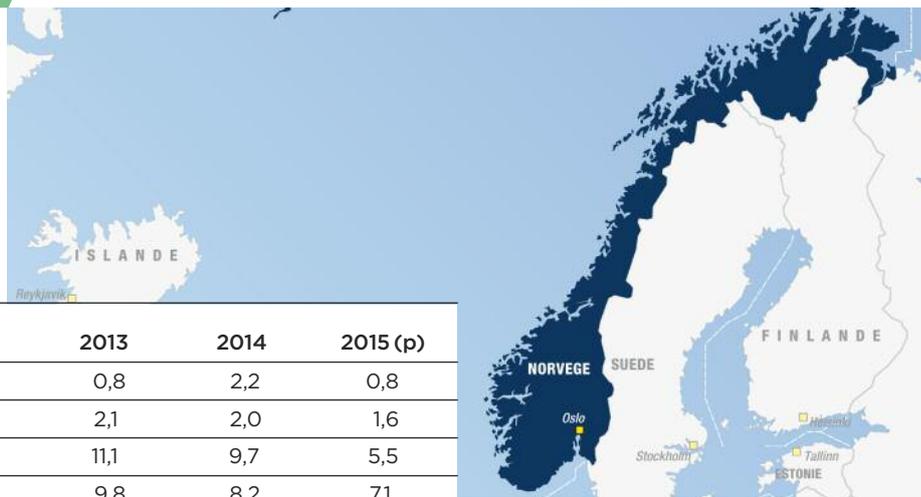
# NORVÈGE

## ÉVALUATIONS COFACE

A1

Pays

A1

Environnement  
des affaires

### PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	2,5	0,8	2,2	0,8
Inflation (moyenne annuelle) (%)	0,7	2,1	2,0	1,6
Solde budgétaire / PIB (%)	14,4	11,1	9,7	5,5
Solde courant / PIB (%)	12,5	9,8	8,2	7,1
Dettes publiques / PIB (%)	28,9	29,0	28,5	28,2

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Activité atone au premier semestre 2015

L'activité économique ralentit en 2015 (0,1% au premier et -0,1% au deuxième trimestre, par rapport au trimestre précédent). En effet, alors que la production du secteur de l'énergie représente plus de 20% du PIB et plus de 25% des recettes fiscales, la faiblesse des cours de l'énergie pèse sur l'économie. Le bas prix du pétrole a entraîné une réduction des recettes fiscales liées aux exportations, ainsi qu'une réduction des investissements dans tous les secteurs de l'économie (-4,4% sur un an au deuxième trimestre 2015). Le secteur industriel est ainsi en difficulté, notamment à cause de la dégradation de la situation des industries extractives mais également du secteur manufacturier, dont la production a chuté de 2,6% en mai et de 3,7% en juin 2015 sur un an. Dans ce contexte, l'autorisation donnée par la Norvège, en août 2015, au projet de développement du gisement pétrolier Johan Sverdrup en mer du Nord (entrée en exploitation prévue fin 2019) apporte des perspectives plus favorables pour l'avenir du secteur.

Face à cette conjoncture difficile, plusieurs sociétés pétrolières ont procédé à des suppressions d'emplois (plus de 20 000 depuis début 2014), faisant remonter le taux de chômage à un niveau, certes encore très faible, mais jamais atteint depuis 2006 (4,4% au deuxième trimestre 2015).

En revanche, la consommation des ménages reste soutenue. La dette des ménages reste toujours élevée en raison d'une hausse liée au crédit hypothécaire, elle-même ayant conduit à une forte progression des prix de l'immobilier. Parallèlement, les autorités cherchent à contrôler cette hausse de prix immobiliers (les plus élevés de l'OCDE) afin d'éviter les risques liés à l'éclatement d'une bulle.

Sur le plan budgétaire, des plans de dépenses publiques devraient continuer à soutenir l'activité, avec notamment la construction d'hôpitaux et des réductions de taxes. De même, la politique monétaire resterait accommodante afin de continuer à stimuler la croissance. La banque centrale norvégienne a d'ailleurs baissé son taux directeur de 1,25% à 1,0% (juin 2015) dans un contexte de faibles pressions inflationnistes, en raison de la faiblesse du cours du pétrole et des prix en zone euro. Le niveau d'inflation en 2015 devrait donc être inférieur à la cible de 2% fixée par les autorités.

### Les exportations souffriront toujours de la faiblesse du cours du pétrole en 2015-2016

Alors que le pétrole et le gaz représentent 50% des exportations (la Norvège est le 7<sup>e</sup> exportateur mondial de pétrole), la balance commerciale pâtit mécaniquement de la baisse du prix de l'énergie. La reprise économique aux États-Unis et en Europe, encore modeste, qui favoriserait les exportations d'énergie, ne compenserait pas la faiblesse du prix du baril de Brent dont la moyenne s'établirait à 55 dollars en 2015.

En 2016, d'autres facteurs positifs devraient favoriser les exportations et modérer les pressions à la baisse sur l'excédent courant. La dépréciation de la couronne devrait favoriser la compétitivité des industries extractives du pays.

Par ailleurs, en cas de choc économique externe aggravé (baisse prolongée des cours du pétrole brut ou rechute de l'activité européenne), le gouvernement dispose de moyens suffisants pour soutenir la croissance, notamment grâce aux revenus de la production d'énergie qui alimentent le fonds pétrolier « Government Pension Fund-Global » dont 4% peuvent être prélevés pour le budget. Dans ce contexte, l'excédent budgétaire demeurerait très conséquent et la dette publique inférieure à la moyenne des pays avancés.

### Un gouvernement de coalition

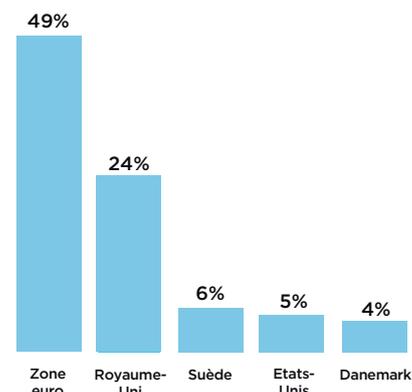
Les conservateurs ont remporté les élections de septembre 2013 et ont remplacé la coalition de gauche sortante dirigée par le travailliste Jens Stoltenberg, alors que la gauche était au pouvoir depuis 2005. Le nouveau Premier ministre, Erna Solberg, a présenté son gouvernement de coalition dans lequel le Parti du progrès (Fremskrittpartiet, FrP), formation populiste et anti-immigration, a obtenu deux ministères clés, ceux du pétrole (Tord Lien) et des finances (Siv Jensen). Cette entrée au gouvernement est historique en Norvège, et les risques de contestations des autorités sont importants. Malgré ces risques, la légitimité du nouveau gouvernement n'a pas encore été remise en question.

### Points forts

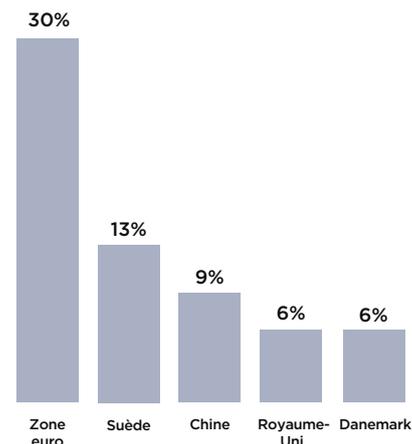
- Découverte de nouveaux gisements pétroliers
- Support du fond souverain pétrolier, le plus grand d'Europe
- Attrait de la devise norvégienne pour les investisseurs
- Consensus politique large
- Système bancaire solide
- Tensions sur le marché de l'emploi atténuées par l'immigration

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

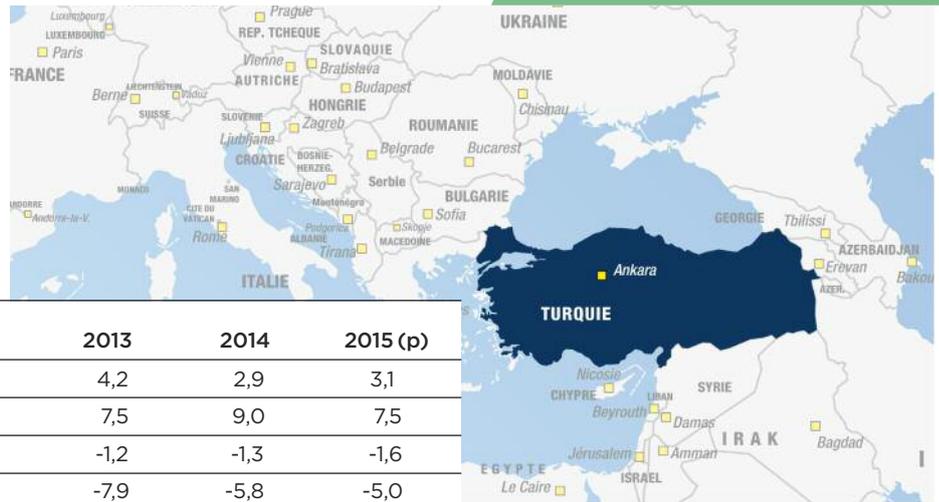
- Dépendance envers le secteur pétrolier
- Ralentissement des investissements dans les différents secteurs
- Endettement très élevé des ménages
- Compétitivité érodée par des salaires élevés
- Pénurie de main-d'œuvre dans les secteurs à forte valeur ajoutée

## ÉVALUATIONS COFACE

B

Pays

A4

Environnement  
des affairesRISQUE  
MODÉRÉCotation  
moyen terme

(p) : prévision

PRINCIPAUX INDICATEURS  
ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)
Croissance PIB (%)	2,1	4,2	2,9	3,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	8,9	7,5	9,0	7,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,1	-1,2	-1,3	-1,6
Solde courant / PIB (%)	-6,2	-7,9	-5,8	-5,0
Dette publique / PIB (%)	36,2	36,3	34,9	33,5

APPRÉCIATION  
DU RISQUE

La croissance est affectée par l'incertitude et les tensions politiques, ainsi que par la poursuite de la dépréciation de la livre

En 2014, la consommation des ménages, principale contributrice à l'activité (70% du PIB), a subi les effets d'une inflation forte, nourrie par la dépréciation de la livre turque, et de taux d'intérêt élevés. Dans ce contexte, le chômage a atteint un niveau élevé, proche de 10% de la population active. La livre, à l'image d'autres devises émergentes, s'est dépréciée, par à-coups, de plus de 28% par rapport au dollar entre mai 2013 et fin 2014. Certes, cette dépréciation a contribué à l'augmentation de l'inflation, mais elle a bénéficié aux secteurs exportateurs.

En 2015, la croissance restera modérée. En effet, les motifs d'inquiétude pour les investisseurs et les consommateurs sont nombreux. D'une part, les élections législatives de juin et la perspective de celles, anticipées, de novembre, n'ont pas dissipé l'incertitude politique. D'autre part, les tensions géopolitiques internes (conflit armé avec les militants kurdes du PKK dans le quart sud-est du pays) et externes (au sud, avec la Syrie et l'Irak, au nord, avec la Russie et l'Ukraine) vont persister, affectant encore les exportations vers ces marchés importants pour la Turquie. Ensuite, l'activité risque d'être pénalisée par la poursuite de la dépréciation de la livre (26% entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 24 août 2015), entretenue par cette incertitude et ces tensions, mais aussi par la perspective de la remontée des taux américains et la défiance généralisée envers beaucoup de pays émergents dans le contexte du ralentissement chinois. La confiance des acteurs économiques est, en effet, très sensible à l'évolution de la devise.

Solidité des comptes publics,  
mais des comptes extérieurs vulnérables

La gestion des finances publiques demeure conservatrice, avec un solde primaire (hors paiements des intérêts sur la dette) en excédent. Le faible déficit public pourrait légèrement progresser en 2015, bien que la perspective des élections n'ait pas provoqué de relâchement significatif. Le poids de la dette publique n'est pas inquiétant, continue de baisser et profitera d'un déficit budgétaire moins élevé que ce qu'anticipait le gouvernement.

Malgré une récente amélioration, le déficit courant demeure élevé. Le déficit des échanges de marchandises diminue grâce à la baisse du prix de l'énergie et des matières premières importées qui en constituent une large part, même si la dépréciation de la livre turque minore le bénéfice. Par ailleurs, le financement de l'économie dépend fortement des capitaux étrangers. La volatilité de la livre fait peser un risque important sur les entreprises turques qui sont largement endettées en devises étrangères et importent quantité de produits intermédiaires et composants. Leurs résultats et leur capacité à se refinancer risquent d'en pâtir. Les réserves de change du pays, bien qu'à un niveau non négligeable (légère-

ment supérieur à 5 mois d'importations), pourraient s'avérer insuffisantes face à un retrait brutal de capitaux et aux engagements à court terme.

Incertitude politique et environnement  
régional mouvementé

L'ancien premier ministre M. Erdoğan a été élu Président au suffrage universel dès le premier tour en août 2014. Pourtant, son parti islamo-conservateur (AKP - parti pour la justice et le développement) a perdu la majorité absolue lors des élections législatives de juin 2015, bien qu'il reste de loin le premier parti. Cette nouvelle donne politique témoigne d'une certaine lassitude et d'une inquiétude de l'électorat face aux dérives autoritaristes, au ralentissement économique et à l'attitude floue face à Daech. Début juillet 2015, le président Erdogan a confié à son premier ministre Ahmet Davutoglu le soin de former un gouvernement disposant d'une majorité parlementaire. Il disposait pour cela de 45 jours (jusqu'à fin août 2015). Suite à l'échec des tractations, le président a convoqué des élections anticipées pour le 1<sup>er</sup> novembre 2015. L'incertitude sur le résultat de ces élections entretiendra l'inquiétude.

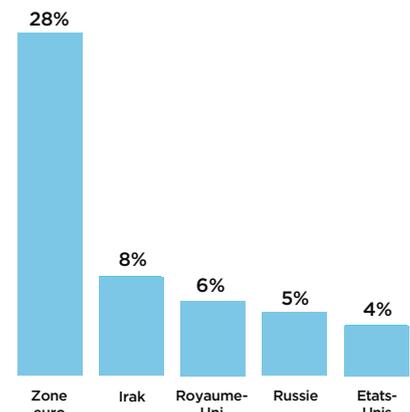
Dans les mois précédant les élections de juin, M. Erdoğan a multiplié les gestes d'apaisement envers l'électorat kurde, esquissant un rapprochement avec le mouvement armé kurde (PKK), pour obtenir le soutien du HDP, le parti politique kurde, au sein du futur parlement. Depuis juillet, les négociations ont cessé et le gouvernement a repris les attaques contre les bases du PKK au Kurdistan irakien et procédé à des arrestations. La reprise des hostilités entraînera, soit un vote sanctionnant la volte-face du pouvoir, soit un vote de crainte au bénéfice de l'AKP. La politique turque est compliquée par le fait que les kurdes soutiennent les occidentaux dans leur lutte contre Daech, dans laquelle la Turquie s'est aussi engagée. Ankara craint que son soutien au Gouvernement Régional du Kurdistan (KRG), qui administre le tiers nord de l'Irak et combat Daech au sein de la coalition avec la participation de kurdes de Turquie et de Syrie, tant en Irak qu'au nord de la Syrie, alimente les revendications d'indépendance d'une partie de la population kurde sur son territoire et favorise la constitution d'une entité kurde en Syrie le long de sa frontière. La Turquie redoute, aussi, que la lutte contre les extrémistes de Daech profite au régime syrien dont elle veut la chute. Le pays doit enfin trouver des solutions pour 1,4 millions de réfugiés en provenance de Syrie et d'Irak, dont la présence participe à la forte instabilité de la zone frontalière turco-syrienne.

## Points forts

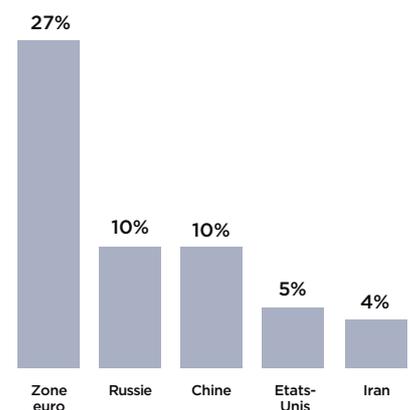
- Finances publiques maîtrisées
- Secteur bancaire résilient
- Vitalité démographique et qualité de la main-d'œuvre
- Position régionale pivot qui renforce l'attractivité du marché turc

ÉCHANGES  
COMMERCIAUX

Exportations de biens, % du total



Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Epargne domestique insuffisante, déficit courant substantiel et forte dépendance aux capitaux étrangers
- Endettement extérieur des entreprises croissant qui accentue l'exposition au risque de change
- La question kurde demeure une source d'instabilité sociale et politique
- Stabilité géopolitique éprouvée par le conflit syrien et irakien

---

**RESERVE**

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

---

Photo : © Fotolia - Maquette : Les éditions stratégiques

**COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France  
[www.coface.fr](http://www.coface.fr)

