

2
Après une crise, les économies émergentes renaissent habituellement rapidement de leurs cendres

3
Facteur 1 :
gains de compétitivité-prix

7
Facteur 2 :
Capacités d'endettement des entreprises

9
Facteur 3 :
risque politique
10
Les phénix sont une espèce en voie de disparition

PANORAMA

MARS 2016

Entreprises des pays émergents : peut-on, une nouvelle fois, croire au miracle du phénix ?

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Croissance divisée par deux entre 2010 et 2015, dette en forte progression, exposition accrue au risque de change, raréfaction et renchérissement du crédit, baisse des revenus d'exportation : les nerfs des entreprises de maints pays émergents ont été mis à rude épreuve en 2015. Les origines de ce choc sont désormais bien connues : ralentissement chinois et ses effets sur les autres émergents, chute des prix des matières premières depuis l'été 2014, inversion de la politique monétaire américaine, nombreuses contraintes d'offre pesant sur les entreprises,...

Mais si cette accumulation de mauvaises nouvelles dans le monde émergent est inédite depuis 2003, de telles crises ont déjà été observées dans les années 1990 et jusqu'au début des années 2000. Après ces crises financières qui se manifestaient

déjà, à l'époque, par des sorties de capitaux massives, les économies émergentes avaient pour habitude de surprendre favorablement tous les observateurs en redémarrant rapidement, au point de parler de « miracle du phénix » pour ces économies qui semblaient ainsi renaître de leurs cendres. Même si beaucoup d'économies émergentes sont encore aujourd'hui dans une situation difficile, la question de leur reprise se pose : la voit-on poindre à l'horizon ou, dit autrement, un nouveau miracle du phénix est-il aujourd'hui possible ? Et, si oui, dans quels pays ?

Afin que les entreprises d'une économie émergente en difficulté retrouvent rapidement des capacités d'investissement et « renaissent, ainsi, de leurs cendres », trois facteurs sont, selon nous, à prendre en compte. Le premier réside dans la compétitivité-prix : les entreprises sont incitées à investir après une crise, si elles deviennent

plus compétitives. Dans le cas des pays émergents, la dépréciation de leur devise est, sans doute, le moyen le plus efficace pour y parvenir dans une période de temps réduite. Le deuxième est leur capacité d'endettement : leur niveau initial de dette leur donne-t-elles des marges de manœuvre pour s'endetter davantage ? Et, enfin, un pays peut ne pas bénéficier de ces deux facteurs de rebond possible, si la reprise est entravée par des incertitudes politiques élevées.

Au final, il ressort de l'examen détaillé de ces trois critères que les phénix sont une espèce en voie de disparition : très peu d'économies émergentes sont, parmi les 34 retenues dans notre échantillon, aujourd'hui aisément capables de « renaître de leurs cendres ». Seuls la République tchèque, le Chili, la Thaïlande et la Pologne, le peuvent.

ETUDE

Mars 2016

ENTREPRISES DES PAYS ÉMERGENTS : PEUT-ON, UNE NOUVELLE FOIS, CROIRE AU MIRACLE DU PHÉNIX ?

Lucie Charron, Dominique Fruchter économistes et Julien Marcilly économiste en chef

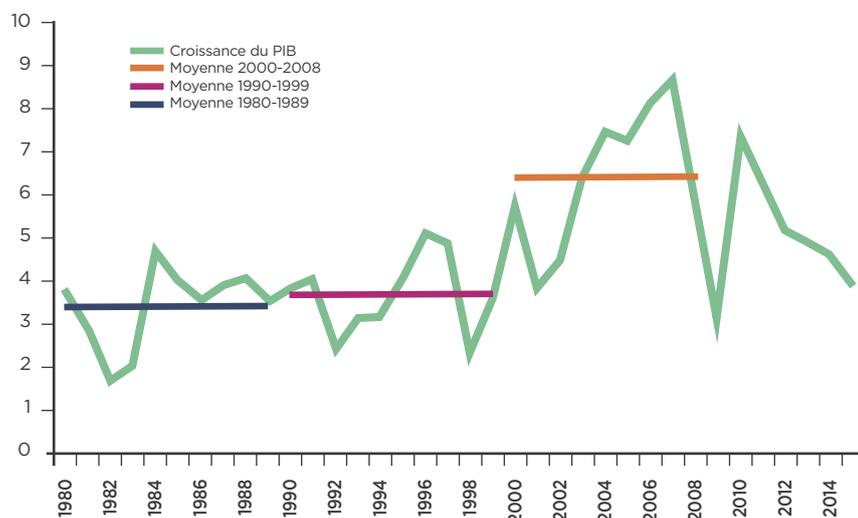
1 APRÈS UNE CRISE, LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES RENAISSENT HABITUELLEMENT RAPIDEMENT DE LEURS CENDRES

La croissance des pays émergents a été divisée par plus de 2 entre 2010 et 2015. Les perspectives pour 2016 ne sont guère plus réjouissantes (croissance inférieure à 4% anticipée par Coface). Les origines de ce choc sont désormais bien connues : ralentissement chinois et ses effets sur les autres émergents, chute des prix des matières premières depuis l'été 2014, inversion de la politique monétaire américaine, nombreuses contraintes d'offre pesant sur les entreprises,... La dépréciation de la plupart des devises émergentes flexibles et les sorties de capitaux observées depuis l'été 2013 sont, en partie, la conséquence de ces inquiétudes grandissantes quant à la santé des émergents.

L'observation des dynamiques passées de la croissance dans les pays émergents montre que la crise actuelle n'est pas un phénomène isolé. Avant la période de croissance forte observée dans les années 2000 (voir graphique n°1), le rythme d'expansion de l'activité était similaire à l'actuel au cours des années 1980 et 1990. Et, comme aujourd'hui, les pays émergents ont

subi des épisodes de sorties de capitaux, dont certains ont débouché sur des crises financières. Par exemple, au début des années 1990, un afflux massif de capitaux dans la plupart des pays d'Amérique latine, dont les fondamentaux économiques étaient, alors, pourtant très différents les uns des autres, a débouché sur la crise mexicaine de 1994. Ainsi, à la suite de la décision surprise de la Réserve fédérale américaine de relever son taux d'intérêt directeur, les pays d'Amérique latine, au premier rang desquels le Mexique, subissent des sorties de capitaux brutales dépréciant leurs devises, pénalisant ainsi les agents endettés en dollar. Les entreprises touchées se voient, donc, dans l'obligation de réduire leurs investissements. Les banques affectées par l'augmentation de la valeur de leur passif libellé en devise étrangère durcissent leurs conditions de crédit aux ménages et aux entreprises. De la même manière, les Etats réduisent leurs dépenses. Au final, un ajustement, parfois brutal, de la croissance fait suite à ces épisodes de sorties de capitaux.

Graphique n° 1
Croissance du PIB des pays émergents (en %)



Source : FMI

Mais, dans les années 1990, et jusqu'au début des années 2000 ces crises financières se sont aussi conclues par une reprise rapide de l'activité. Cette énigme d'une reprise rapide de l'activité, sans raison évidente, a été mise en exergue par Calvo, Izquierdo et Talvi⁽¹⁾. Ils se sont intéressés à cette phase de reprise post-crise financière émergente matérialisée par des sorties brutales de capitaux. Ils concluent que ces reprises sont, en général, rapides et interviennent malgré l'absence de rebond du crédit. Les entreprises parviennent donc, ainsi, à investir sans recours à un endettement supplémentaire. Elles trouvent d'autres formes de financement autres que le crédit bancaire formel. Elles retrouvent aussi des marges de financement grâce aux annulations de dépenses d'investissements, quelquefois superfétatoires, décidées antérieurement à la crise.

Calvo compare, ainsi, ces reprises soudaines et rapides à un « miracle du phénix » : une économie « renaît de ses cendres » après un effondrement de la production provoqué par un arrêt soudain des flux de capitaux entrants. Généralement, l'économie retrouve son niveau de production antérieur

en deux ou trois ans. Toutefois, son niveau de croissance de long terme reste durablement plus faible. Les auteurs soulignent, enfin, que ce type de reprise rapide et sans augmentation du crédit se vérifie aussi dans le cas de certaines crises d'économies avancées, comme la grande dépression des années 1930 aux Etats-Unis.

Afin que les entreprises d'une économie émergente en difficulté retrouvent rapidement des capacités d'investissement et « renaissent, ainsi, de leurs cendres », trois facteurs sont, selon nous, à prendre en compte dans le contexte actuel. Le premier réside dans la compétitivité-prix : les entreprises sont incitées à investir après une crise si elles deviennent plus compétitives. Dans le cas des pays émergents, la dépréciation de leur devise est, sans doute, le moyen le plus efficace pour y parvenir dans une période de temps réduite. Le deuxième facteur est dans leur capacité d'endettement : leur niveau initial de dette leur donne-t-elles des marges de manœuvre pour s'endetter davantage ? Et, enfin, un pays peut ne pas bénéficier de ces deux facteurs de rebond possible si la reprise est entravée par des incertitudes politiques élevées.

2

FACTEUR 1 : GAINS DE COMPÉTITIVITÉ-PRIX

Les gains de compétitivité-prix permettent aux pays émergents et à leurs entreprises de faciliter leur rebond ou de mieux résister.

A court terme, les gains de compétitivité-prix s'obtiennent principalement par la dépréciation du change⁽²⁾. L'efficacité de cette dernière dépend de l'importance des produits manufacturés et des services marchands dans la production et les exportations. Elle découle aussi de la part de la valeur ajoutée localement dans les exportations. Des anticipations inflationnistes fortes et, bien sûr, un régime de change fixe constituent des obstacles à la dépréciation.

A court terme, la compétitivité peut être accrue par la dépréciation du taux de change

Une dépréciation est a priori favorable à l'essor des exportations, dans la mesure où elle se traduit par une diminution du prix des exportations, et défavorable aux importations dont le prix augmente. Cependant, l'observation de cette dépréciation ne doit pas se limiter à l'évolution par rapport au dollar, généralement privilégiée, mais aussi prendre en compte l'évolution par rapport à l'ensemble des devises des pays avec lesquels s'effectuent les échanges, tant à l'importation qu'à l'exportation.

Ainsi, par exemple, une dépréciation face au seul dollar serait faussement favorable pour une entreprise latino-américaine qui exporterait essentiellement vers l'Europe.

L'évolution des prix domestiques, dans la mesure où elle se répercute sur les prix à l'exportation, doit aussi entrer en ligne de compte pour relativiser l'évolution du taux de change. La dépréciation, à travers le renchérissement des importations, s'accompagne mécaniquement d'une hausse des prix intérieurs (inflation importée). Suivant les anticipations des agents économiques, le surcroît d'inflation varie. Lorsque l'inflation a été durablement basse, les anticipations sont généralement faibles et la marge de dépréciation sans risque de dérapage majeur de l'inflation est élevée. Dans le cas contraire, le passage du renchérissement des importations à l'inflation domestique est rapide. De plus, il en résulte une augmentation des coûts de production intérieure qui annule progressivement l'avantage tiré de la dépréciation. La disponibilité des capacités de production manufacturière et vivrière permet de limiter le risque inflationniste. Or, nous verrons plus bas que les capacités manufacturières et vivrières ont pu être délaissées ou même réduites en période de boom des matières premières⁽³⁾.

(1) Calvo, Izquierdo, Talvi (2006) : « Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crisis », Document de travail du NBER No 12101

(2) Les gains de productivité permettent aussi de gagner en compétitivité, mais ils sont lents, car fonction de réformes structurelles de longue haleine. Il est par ailleurs difficile de trouver de telles données actualisées pour tous des pays émergents

(3) Commission européenne, octobre 2014. Quarterly Report on the Euro Economy (volume 13 n°3) pages 27 à 33: Member State vulnerability to changes in the euro exchange rate

L'évolution du taux de change effectif réel, qui prend en compte tous ces éléments, est l'instrument de mesure à privilégier. Enfin, il ne faut pas se limiter à une observation sur une courte période, mais, plutôt, privilégier une période assez longue, car la dépréciation peut intervenir à partir d'un niveau de change (très) élevé, ce qui relativise son impact favorable.

L'impact favorable d'une dépréciation varie en fonction d'un certain nombre d'éléments. D'abord, la diversification de la production nationale au-delà des matières premières conditionne l'effet de levier d'une dépréciation⁽⁴⁾. L'effet de la dépréciation s'exerce sur les exportations et les importations manufacturières et certains services. La dépréciation n'a guère d'effet sur les échanges de matières premières pour lesquels les cours sont mondiaux ou régionaux, et la demande et l'offre largement inélastiques à l'évolution de leurs prix. Il est donc utile de connaître la part de l'activité manufacturière dans les exportations et le poids des exportations manufacturières dans la valeur ajoutée totale. La part des services marchands potentiellement exportables est difficile à apprécier et n'a donc pas été prise en compte.

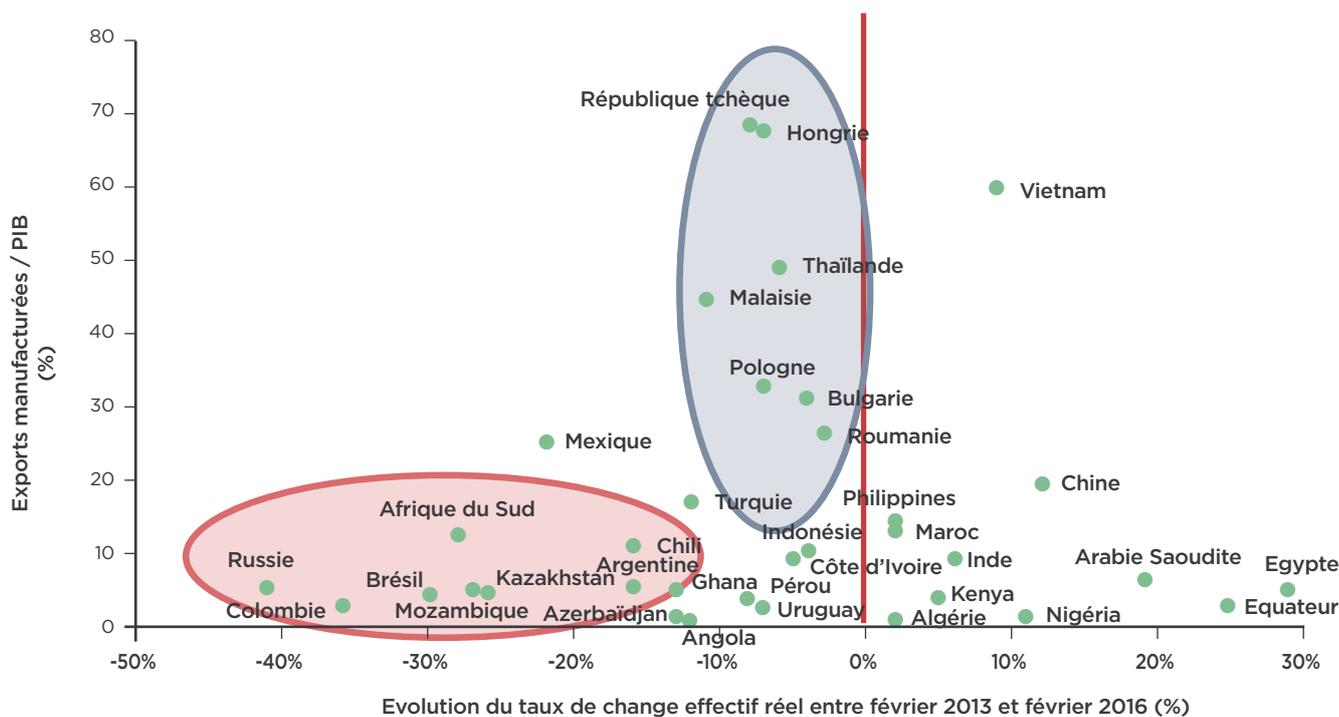
Les pays exportant principalement des matières premières bénéficient donc peu des effets positifs d'une dépréciation de leur devise, d'autant plus que la capacité d'un pays à augmenter la production manufacturière pour répondre à une hausse de la demande domestique et extérieure induite par une

dépréciation est souvent limitée. En effet, le boom des matières premières et l'appréciation des devises des pays exportateurs qui en a résulté dans les années 2000, ont, à la fois, défavorisé les exportations autres que de matières premières et favorisé les importations de biens de consommation. Beaucoup de pays exportateurs de matières premières ont eu tendance à délaisser le secteur manufacturier et les services en n'y investissant peu ou pas. C'est la fameuse « maladie hollandaise ». Les mêmes causes ont, également, eu pour effet de décourager la production agricole vivrière et la transformation locale au profit de l'exportation de produits agricoles bruts (produits tropicaux, oléagineux...) et d'y substituer l'importation de produits alimentaires. Dès lors, la dépréciation ne peut pas avoir un impact rapide sur cette dernière, car les infrastructures agricoles ne peuvent pas répondre à la demande locale. L'investissement national ou étranger est un moyen de développer les capacités manufacturières et agricoles ainsi que les services marchands. Il va notamment dépendre de l'environnement politique (voir Facteur 3 : risque politique, page 10).

Très logiquement, les plus fortes dépréciations ont été observées pour des pays exportant beaucoup de matières premières (et donc relativement peu de produits manufacturés) qui ont le plus souffert et enregistré les plus fortes sorties de capitaux (voir graphique n°2, pays dans la bulle rouge), ceux spécialisés dans les exportations manufacturières et de services n'enregistrant, au mieux, que des dépréciations modérées (pays dans les bulles bleue).

Graphique n° 2

Variation du taux de change effectif réel et part des exportations manufacturées dans le PIB



Sources : BRI, Banque mondiale & CCI

(4) FMI, octobre 2015. World Economic Outlook: Adjusting to lower commodity prices

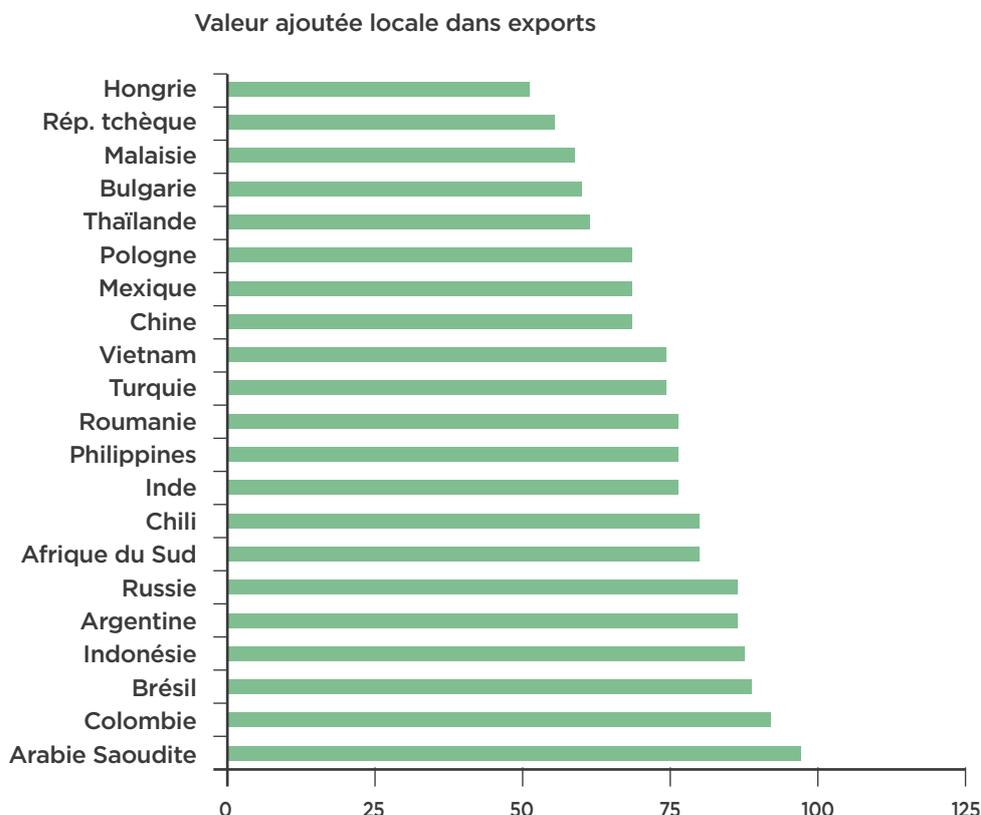
La proportion de la valeur ajoutée d'origine étrangère dans les exportations est aussi à prendre en considération. Plus elle est élevée, plus elle minore l'impact positif d'une dépréciation, car une partie de l'accroissement des exportations ne profite pas aux entreprises domestiques. Il est difficile de substituer, du moins à court terme, des intrants domestiques à ceux importés pour tenir compte du renchérissement de ces derniers. Cela l'est d'autant plus pour une économie ou une entreprise intégrée dans une chaîne de valeur internationale, où les flux de marchandises sont peu flexibles. Ce travers est généralement moins important pour les services, comme le tourisme, qui comprennent, le plus souvent, une faible composante importée comparativement à l'industrie manufacturière. Toutefois, les chiffres disponibles sont à considérer avec précaution pour les pays dans lesquels les matières premières occupent une place importante dans les exportations et qui, par nature, incorporent peu d'intrants importés. De plus, la devise de facturation de ces intrants importés n'est pas indifférente. S'il s'agit de la monnaie de l'importateur (ou d'une monnaie évoluant parallèlement), la dépréciation ne renchérit pas le coût des importations et le problème est moindre ⁽⁵⁾.

Les effets d'une dépréciation de la devise locale sur les exportations des entreprises dépendent aussi de l'arbitrage entre l'augmentation de leurs marges par le maintien de leurs prix en devises, sans augmentation du volume de leurs exportations, et la diminution de leurs prix à l'exportation, avec augmentation du volume de leurs exportations. Cependant, contrairement à l'élément précédent, les entreprises restent gagnantes dans les deux cas, le gain reposant soit sur celle des prix exprimés en monnaie locale, soit sur l'augmentation des volumes. On pressent que la répartition entre les deux branches de l'alternative dépendra de leur pouvoir de fixation des prix sur les marchés d'exportation, lui-même lié à l'évolution de la demande extérieure, au type de biens (la maîtrise du prix est généralement plus forte pour les biens d'équipement et les services que pour les biens de consommation) et au niveau de gamme, ainsi qu'à celui des marges. Là où ces dernières seront confortables, la baisse des prix pourra être privilégiée.

L'intégration dans un bloc régional et l'arrimage à un pays « locomotive » sont, aussi, sur le long terme, des facteurs de compétitivité (cf. encadré page 7).

Graphique n° 3

Part de la valeur ajoutée locale dans les exportations



Sources : OCDE & Banque mondiale (2011)

(5) - Swarnali Ahmed, Maximiliano Appendino et Michele Ruta, (août 2015). « Depreciations without Exports? Global value chains and the exchange rate elasticity of exports », Banque mondiale, Policy Research Working Paper n°7390
 - The OECD-WTO trade in Value-Added data base, Paul Schreyer (OECD), Genève, 16 janvier 2013

Au final, si l'on retient la dépréciation effective réelle et la part des exportations manufacturées dans le PIB comme facteurs principaux de la compétitivité, il est possible de définir les pays les mieux et les moins bien placés. Aucun pays spécialisé dans les exportations de produits manufacturés n'a enregistré de forte dépréciation de sa devise depuis 2013. Ce constat n'est pas une surprise, dans la mesure où les dépréciations des devises émergentes résultent, notamment, des effets de la baisse des cours des matières premières. Mais, si aucun pays n'a le « profil idéal », deux types d'économies semblent aujourd'hui en mesure de profiter des effets positifs d'une devise faible :

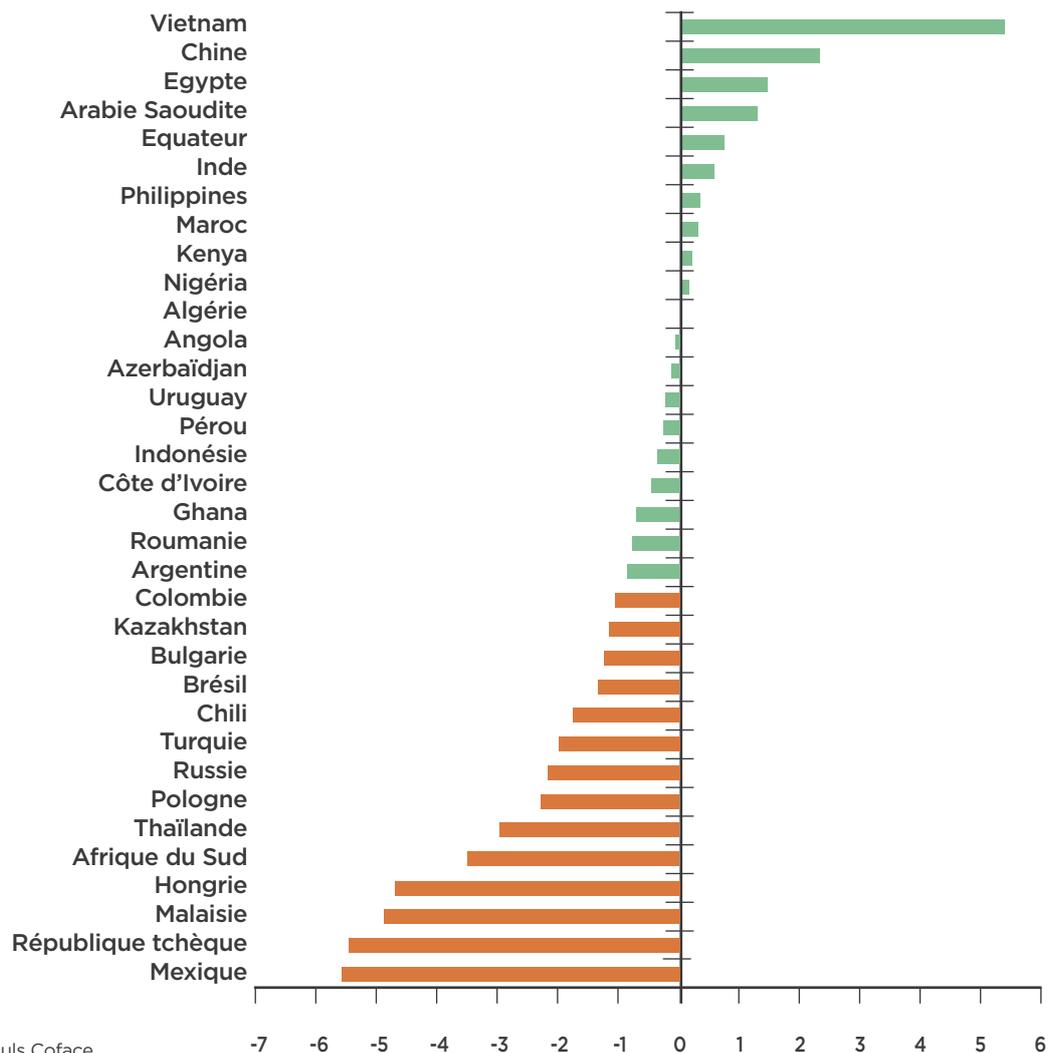
- 1) celles dont la devise ne s'est que modérément dépréciée depuis 2013, mais qui exportent majoritairement des produits manufacturés (*bulle bleue du graphique n°2, page 4*) ;
- 2) celles exportant largement des matières premières et dont la devise a beaucoup perdu de sa valeur (*bulle rouge du même graphique n°2*).

Le *graphique n°4*, qui mesure le produit de la variation du taux de change effectif réel depuis février 2013 et la part des exportations manufacturées dans le PIB (*c'est-à-dire les deux axes du graphique n°2 page 4*) met en exergue les pays qui devraient le plus bénéficier de ces tendances récentes sur le marché des changes. 14 pays (*en orange*) ont un indice supérieur à 1 : **Mexique, République tchèque, Malaisie, Hongrie, Afrique du Sud, Thaïlande, Pologne, Russie, Turquie, Chili, Brésil, Bulgarie, Kazakhstan et Colombie.**

De l'autre côté de l'échelle (*pays en vert sur le graphique n°4*), les pays dont la devise s'est appréciée en termes effectifs réels sont les principaux perdants. Sans surprise y figurent la **Chine, le Vietnam, l'Equateur, l'Egypte** ou encore l'**Arabie Saoudite**, qui utilisent une devise tierce ou ont un régime de change fixe ou peu flexible face au dollar qui limite leur latitude d'ajustement⁽⁶⁾.

Graphique n° 4

Indice de gains en matière de compétitivité-prix (calculs Coface)



Sources : BRI, FMI, ONUDI, calculs Coface

6) Ces régimes existent parfois depuis longtemps et sont souvent gages de rectitude de la politique économique pour la population. Il n'est donc pas aisé de les reconsidérer, sans remettre en cause la confiance.

Encadré

L'intégration dans un bloc régional porteur ou des liens avec un pays locomotive peuvent être une aide à la reprise

L'intégration manufacturière, commerciale et financière dans un bloc régional porteur et la proximité avec un pays avancé locomotive peuvent faciliter la sortie de crise, si le contexte est porteur. Ainsi, les pays baltes ont bénéficié de leur intégration dans la chaîne de production européenne notamment allemande de la solidité des groupes bancaires scandinaves qui détiennent une grande partie des actifs bancaires locaux, ainsi que de la liberté des

échanges commerciaux dans l'Espace économique européen. De même, le Mexique profite de sa proximité industrielle et commerciale avec les Etats-Unis. Thaïlande et Vietnam bénéficient de la présence de filiales de groupes coréens et japonais, tant dans l'industrie que dans la finance. Par contre, les effets sur l'Argentine et l'Uruguay de la proximité avec le Brésil sont récessifs du fait des difficultés de ce dernier. Sur le long terme, c'est aussi le moyen de monter

plus facilement dans la chaîne de valeur. L'intégration dans une chaîne de valeur régionale entraîne des transferts technologiques des maisons mères vers leurs filiales qui génèrent une montée en gamme. Cela est notamment observé dans les pays d'Europe centrale (République tchèque, Hongrie, Pologne, Slovaquie).

3 FACTEUR 2 : CAPACITÉS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

Les entreprises des pays émergents sont aujourd'hui confrontées au problème de leur endettement croissant. Celui-ci a en effet été multiplié par 4,5 entre 2004 et 2014 en valeur absolue. Relativement au PIB, il a progressé de 26 points de pourcentage au cours de la même période. Cette tendance haussière concerne la plupart des grands émergents, même si l'ampleur de la progression diffère d'un pays à l'autre.

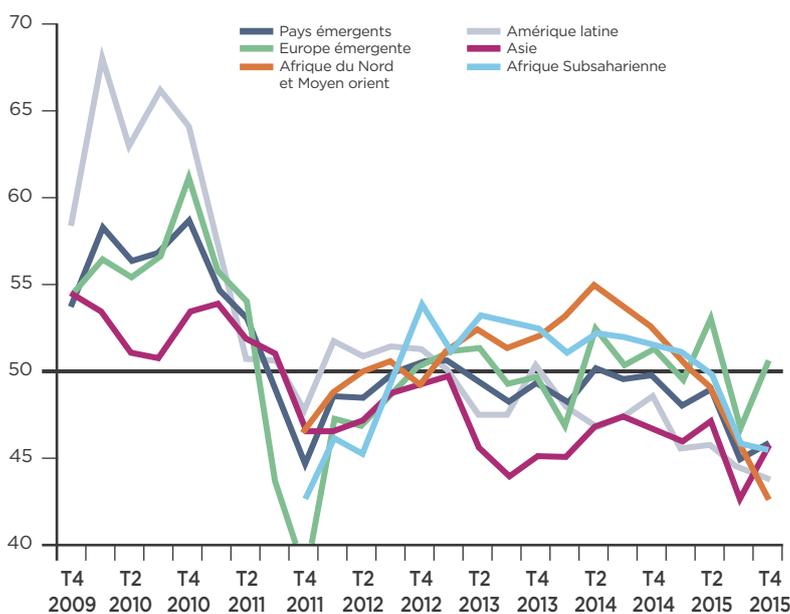
Comment expliquer cette tendance ? Tout d'abord, les politiques monétaires expansionnistes décidées après la faillite de Lehman Brothers ont assoupli les conditions de crédit bancaire dans

les pays émergents. L'approfondissement des marchés financiers locaux et, notamment, le développement de marchés obligataires au cours des années 2000 ont aussi contribué à l'endettement des entreprises des pays émergents. Bien que les prêts bancaires constituent encore la plus grande part de cette dette, le poids des obligations augmente rapidement (de 9% en 2004 à 17% en 2014).

Un endettement accru n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle, dans la mesure où il permet de financer davantage d'investissements et donc d'assurer une croissance plus soutenue. Mais la période récente montre qu'endettement et croissance ne vont pas forcément de pair, cette dernière étant passée de 7,2% en 2010 à 3,4% en 2015 pour les émergents dans leur ensemble ! Au-delà d'un certain seuil, une dette élevée implique, en effet, une charge d'intérêt plus forte et donc moins de capacités pour investir. Le FMI abonde dans le même sens en soulignant que les crises précédées par un excès de dette privée sont plus profondes et la reprise plus lente que pour les autres⁽⁷⁾, dans la mesure où elle n'est pas accompagnée d'une reprise du crédit, les agents économiques étant déjà excessivement endettés.

Le durcissement des conditions de crédit associé à cet endettement accru se vérifie à l'heure actuelle. L'enquête trimestrielle sur les conditions de crédit bancaire dans les pays émergents réalisée par l'Institut de finance internationale (IFI)⁽⁸⁾ confirme cette tendance : elle fait état d'un net durcissement de celles-ci au 4^{ème} trimestre 2015. Les conditions de crédit se détériorent pour le 11^{ème} trimestre consécutif (hormis une exception au 2^{ème} trimestre 2014). La tendance au durcissement des conditions de crédit (illustrée par un score inférieur à 50 sur le *graphique n°5*) se vérifie dans toutes les régions, à l'exception de l'Europe émergente.

Graphique n° 5
Conditions de crédit bancaire dans les pays émergents



Source : IFI

(7) Bornhorst F. et Ruiz Arranz M. (2011) : « Growth and the Importance of Sequencing Debt Reduction across Sectors », Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, Chapitre 2, Fonds Monétaire International

(8) Institut de finance internationale : « EM Bank Lending Survey Conditions - Q4 2015 », publié le 8 février 2016

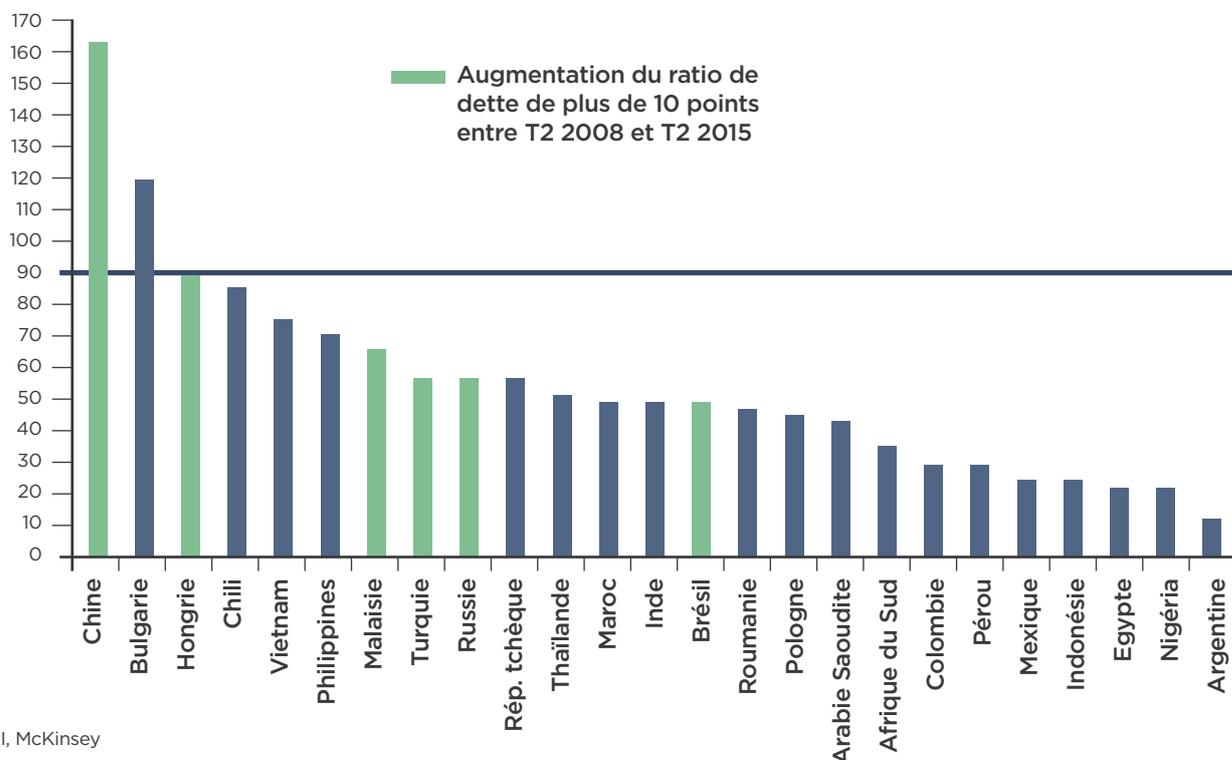
Elle concerne, à la fois, les prêts aux ménages et ceux aux entreprises. Notons, enfin, que ce durcissement résulte à la fois d'une moindre demande de prêts et d'une offre plus restrictive d'après les 102 banques interrogées. La progression récente de l'endettement des entreprises est, sans aucun doute, l'une des raisons expliquant ce durcissement : une banque a tendance à restreindre le volume de crédits octroyés aux entreprises trop endettées, tandis que ces dernières peuvent également être amenées à réduire leur demande de prêt afin de se désendetter.

Toutefois, cette tendance générale au durcissement des conditions de crédit ne signifie pas qu'elle se vérifie dans tous les pays émergents. Comme il n'est pas possible de déterminer avec exactitude dans quels pays les conditions de crédit se durcissent et entravent, ainsi, une reprise possible de l'activité, nous avons identifié les pays « à risque » en la matière, en faisant ressortir ceux dont le stock de dette des entre-

prises est supérieur à 90% du PIB. Ce « seuil d'alerte » est celui mis en exergue dans la littérature (voir par exemple l'analyse de la BRI⁽⁹⁾). Trois pays dépassaient ou atteignaient ce seuil en juin 2015 : la Chine, la Bulgarie et la Hongrie. Nous avons également inclus ceux dont le niveau de dette est inférieur à ce seuil, mais a augmenté de plus de 10 points depuis mi-2008. Parmi eux figurent, notamment, la Turquie, le Brésil, la Malaisie ou, encore, la Russie⁽¹⁰⁾.

Au final, parmi les 14 pays susceptibles de bénéficier de gains substantiels en matière de compétitivité-prix, 6 souffrent d'un risque élevé en matière d'endettement des entreprises susceptible d'entraver leur processus de reprise. Il s'agit du **Brésil**, de la **Malaisie**, de la **Hongrie**, de la **Turquie**, de la **Bulgarie** et de la **Russie**. Après ce deuxième filtrage, il ressort que 7 pays⁽¹¹⁾ bénéficient de gains substantiels de compétitivité-prix et n'affichent pas un endettement excessif de leurs entreprises non financières : **Mexique**, **République tchèque**, **Afrique du Sud**, **Thaïlande**, **Pologne**, **Chili** et **Colombie**.

Graphique n° 6
Dette des entreprises en % du PIB (mi-2015)



Sources : IFI, BRI, McKinsey

(9) Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty et F. Zampolli (2011) : "The Real Effects of Debt," Document de travail de la Banque des règlements internationaux n° 352

(10) Outre le niveau du stock de dette en 2015 et son évolution depuis 2008, le degré de vulnérabilité des entreprises dépend de la structure de cet endettement, et en particulier de sa part libellée en devise étrangère. Mais faute de données disponibles pour la totalité des pays étudiés nous n'avons pu tenir compte de cet indicateur

(11) Nous ne disposons pas des niveaux d'endettement des entreprises non financières pour le Kazakhstan

4 FACTEUR 3 : RISQUE POLITIQUE

Un risque politique élevé pourrait être de nature à retarder la reprise de l'activité, même si les conditions économiques précédentes sont réunies. Lorsque les incertitudes politiques sont fortes, les entreprises sont, en effet, incitées à reporter leurs décisions d'investissement. La notion de risque politique inclut, à la fois, le risque géopolitique de conflit extérieur et le risque interne de bouleversement politique résultant d'un mouvement de contestation sociale. Si le premier semble être relativement faible pour l'ensemble des pays identifiés dans les deux premières parties à l'heure actuelle, le second mérite toute notre attention.

En effet, après une période prolongée de détérioration des conditions économiques se pose la question de ses conséquences en matière de frustration sociale. L'augmentation du coût de la vie, la montée du chômage, une progression ralentie du niveau de vie sont en effet autant de manifestations d'une activité en berne qui peuvent générer une frustration sociale accrue.

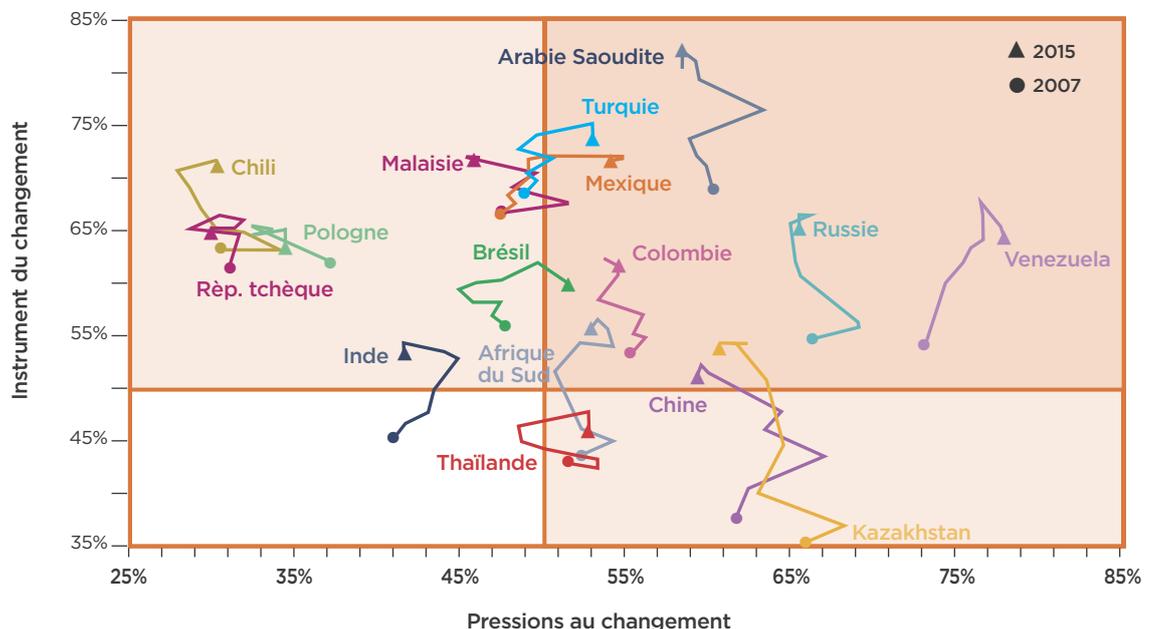
Les indicateurs du risque politique nous semblent relever de deux logiques⁽¹²⁾ : les pressions aux changements peuvent être mesurées par des variables qui traduiront le degré d'intensité des frustrations économiques, sociales et politiques : les inégalités, l'ampleur du chômage, les libertés politiques ou la corruption constituent des moteurs de ces frustrations. Mais, l'existence de ces tensions ne signifie pas forcément que les ruptures surviennent. La capacité des sociétés à transformer ces pressions en changement effectif relève d'une dynamique de développement d'instruments qui, eux seuls, permettent l'expression, la canalisation et la mobilisation des

mécontentements. Le développement de tels instruments de nature plutôt culturelle a joué un rôle clé dans les pays arabes. Il s'agit du niveau d'éducation, de la montée des accès internet, de l'urbanisation, du taux de fécondité et du taux de participation des femmes au monde du travail. Ces évolutions culturelles mesurent dans notre analyse la capacité d'une société à transformer les frustrations en acte politique.

Le risque politique doit, donc, combiner les deux types de modules, pressions aux changements et instruments du changement, chacun étant respectivement composé de 6 et 7 indicateurs. Dans le module « pressions » figurent le niveau de chômage, la corruption, la liberté d'expression (« expression et responsabilité »), le coefficient de Gini (mesurant les inégalités de revenu), l'inflation et le PIB par habitant. La proportion des jeunes, la participation des femmes au monde du travail, le taux d'éducation dans le supérieur, le taux d'alphabétisation des adultes, le taux d'accès à internet, le taux de fécondité et le taux d'urbanisation composent le module « instruments du changement ».

Parmi les pays retenus après le filtre des deux premiers critères (compétitivité-prix et endettement des entreprises), nous avons, donc, éliminé ceux dont le risque politique est excessif. Plus particulièrement, il s'agit des pays dont le score de chacun des deux modules est supérieur à 50% (c'est-à-dire la moyenne des 158 pays notés) et a eu tendance à augmenter entre 2007 et 2015. Le Mexique, l'Afrique du Sud et la Colombie sont dans ce cas de figure, au même titre que le Kazakhstan pour lequel nous ne disposons pas du niveau d'endettement des entreprises non financières (voir graphique n°7).

Graphique n° 7
Indice de risque politique Coface



Source : Coface

(12) Voir Panorama Coface printemps 2013 : « Les transformations du risque pays émergent », Yves Zlotowski et Julien Marcilly

5

LES PHÉNIX SONT UNE ESPÈCE EN VOIE DE DISPARITION...

Après avoir considéré, successivement, les gains de compétitivité-prix découlant d'une dépréciation, l'endettement des entreprises non financières et l'environnement politique et social, peu de pays émergents, parmi l'échantillon des trente-quatre pays étudiés, passent à travers les mailles du filet et remplissent pleinement tous les critères pour offrir à leurs entreprises une bonne et rapide capacité de rebond ou de résistance. Ils sont au nombre de quatre : la République tchèque, la Pologne, le Chili et la Thaïlande. Ces quatre économies représentent moins de 2% du PIB mondial, mais elles ont pour atout et point commun d'être relativement industrialisés, d'avoir dépassé la trappe du revenu intermédiaire, de ne pas trop exporter à destination des marchés émergents les plus malmenés. Leurs fondamentaux économiques sont bons : peu de pressions inflationnistes, dette publique à un niveau faible (Chili, République tchèque) ou modéré (Thaïlande, Pologne) et aucun d'entre eux ne souffre d'un déficit élevé de sa balance courante. Mais ils recouvrent des sources de vulnérabilités : le risque

politique et social existe en Pologne, en Thaïlande, au Chili, même s'il est modéré. Le Chili affiche une dépendance au cuivre significative.

Notons, cependant, que leur capacité à bénéficier des dépréciations de leur devise dépendra aussi de la dynamique de la croissance mondiale⁽¹³⁾ et de celle du commerce mondial. Si ces deux dernières restaient faibles, elles limiteraient le bénéfice potentiel tiré des dépréciations éventuelles.

De l'autre côté de l'échelle, cette étude confirme que d'autres économies ont peu de marges de rebond à court terme : la Chine, l'Arabie Saoudite, l'Égypte ou encore l'Équateur ont pour point commun d'avoir une devise qui s'est appréciée significativement depuis 2013 (notamment en raison de l'utilisation d'une devise tierce ou d'un régime de change fixe ou peu flexible face au dollar) et un niveau de risque politique élevé. Parmi eux, la Chine accumule même les problèmes, puisque l'endettement de ses entreprises y est très élevé.

(13) Sébastien Jean, septembre 2015. Le ralentissement du commerce mondial annonce un changement de tendance, La Lettre du CEPII n°356

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

