

2
Économie mondiale :
après une année 2016
tumultueuse, légère
embellie en 2017

4
Nuages persistants
en 2017 : modalités
de sortie du *Brexit* et
politique américaine

5
Risque politique
en 2017 : orages
possibles

7
Pays émergents :
plusieurs duos
à surveiller

PANORAMA

JANVIER 2017

Une embellie économique à l'épreuve des incertitudes

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Chute du prix du baril et des marchés financiers en hiver, référendum sur le *Brexit* à l'été, victoire de Donald Trump à l'automne... 2016 a été rythmée par de nombreuses tempêtes. Peut-on espérer une accalmie, voire une embellie pour l'année 2017 ?

Bien que la fin de l'année 2016 ait été marquée par les perturbations américaines, avec le résultat surprise des élections présidentielles, ainsi que par le relèvement tant attendu du taux directeur par la Fed, aucun de ces événements n'a provoqué de tsunami sur les marchés financiers. Une embellie conjoncturelle semble même être constatée depuis quelques mois dans les pays émergents, mais sera-t-elle durable ?

En effet le brouillard ne devrait pas se dissiper en 2017, car l'incertitude continuera à dominer le climat économique : les aléas de 2016 persisteront à l'image (i) des effets la politique de Donald Trump encore floue, à

la fois sur le plan national et en termes de *spillovers* (à l'image des conséquences sur le Mexique dont l'activité ralentit déjà, d'où un déclassement de l'évaluation Coface en B); (ii) le manque de visibilité sur l'avenir du Royaume-Uni dont les futures modalités de sortie de l'Union européenne ne sont pas dessinées; (iii) la domination du risque politique avec de nouvelles échéances électorales⁽¹⁾ (notamment Pays-Bas, France, Allemagne). En outre, les aléas « *classiques* » tels que les préoccupations liées au rythme de ralentissement de l'activité en Chine et à son rééquilibrage, ou encore la vitesse de remontée du cours des matières premières, seront toujours bien présents.

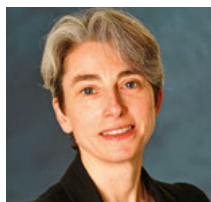
Nouveauté toutefois, l'inflation dans les pays développés devrait enfin repartir, ne serait-ce que mécaniquement avec le point bas atteint par le prix des matières premières en 2016 et ce, bien que la demande interne fera sans doute preuve d'un dynamisme encore contenu.

Au-delà de ces risques, certains pays sont aussi sur la bonne voie comme l'Espagne (reclassée en A3). L'Europe centrale (Estonie, Bulgarie, Serbie, Hongrie) continue de grimper dans le classement risque pays. L'Afrique n'est pas en reste, avec le Ghana (en B) et le Kenya (en A4) qui retrouvent des couleurs. Des éclaircies continueraient d'être perceptibles au Brésil et en Russie. D'autres ont adopté de bonnes résolutions pour cette nouvelle année. Certes, cela passe par un ajustement plus ou moins volontaire et souvent douloureux, mais le temps devrait s'annoncer plus radieux à moyen terme. L'Argentine, après une année difficile, devrait commencer à récolter le fruit de ses réformes (d'où un reclassement en B). L'Égypte, en dévaluant sa monnaie et en disposant d'un prêt FMI, voit ses problèmes de paiement avec les entreprises se normaliser, mais devrait connaître un coup de froid sur sa croissance. En revanche, la vigilance sur la Turquie reste de mise, ainsi que sur l'Afrique du Sud (déclassement en C). Au final, c'est la première fois depuis juin 2015 que Coface opère davantage de reclassements que de déclassements.

^{1/} Étude Coface « Le risque politique va-t-il "gâcher la fête" en 2017 ? », octobre 2016



Marie ALBERT
Économiste
Responsable
risque pays



Anne-Sophie FÈVRE
Économiste



Dominique FRUCHTER
Économiste

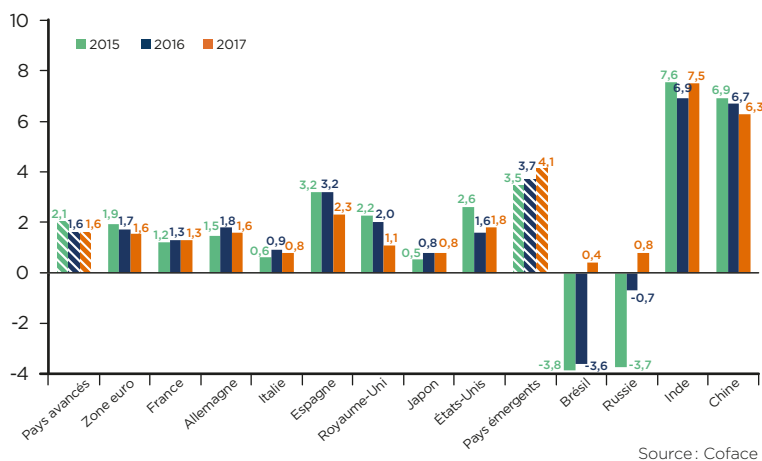
1 ÉCONOMIE MONDIALE : APRÈS UNE ANNÉE 2016 TUMULTUEUSE, LÉGÈRE EMBELLIE EN 2017

La croissance mondiale s'est à nouveau affaiblie pour la deuxième année consécutive pour atteindre, selon nos estimations, 2,5 % en 2016. En 2017, une légère amélioration est à attendre (+2,7 %), du fait notamment d'un rebond de l'activité dans les pays émergents (+4,1 %, après +3,7 %) lié en particulier au redémarrage du Brésil et de la Russie qui compenserait le ralentissement graduel de l'économie chinoise. L'activité dans les pays avancés resterait stable (+1,6 %), le moindre dynamisme du Royaume-Uni étant compensé par la résilience de la zone euro ainsi que la légère progression de l'activité américaine (cf. graphique 1).

Les facteurs ayant soutenu les économies développées ces dernières années tels que le prix du pétrole bas, la politique monétaire accommodante ou encore la faiblesse de l'inflation, devraient être des contributeurs moins favorables cette année. Les prix des matières premières, qui après avoir chuté depuis mi-2014 et atteint un point bas en 2016, ce qui a globalement favorisé l'activité², afficheraient une hausse : l'indice global matières premières du FMI augmenterait de 11 % en 2017 après avoir baissé de 10 % en 2016. L'accord trouvé par l'OPEP fin novembre a certes participé au rebond du prix du Brent de 10 dollars au mois de décembre 2016, mais ce prix ne devrait pas croître fortement cette année compte tenu de plusieurs facteurs : (i) respect non garanti des objectifs de production au premier semestre 2017 ; (ii) engagement de long terme des pays de l'OPEP et de celui de la Russie (dont

l'effort est au final relativement faible) à prouver ; (iii) risque de mise sur le marché du pétrole de schiste américain, en cas de nouvelle hausse du cours en raison d'un coût marginal du pétrole de schiste autour de 60 dollars. Le rééquilibrage ne devrait ainsi s'opérer que lentement sur le marché. En outre les incertitudes macroéconomiques demeurent fortes comme en 2016. L'an dernier des pics de volatilité ont d'ailleurs été constatés à la suite du référendum britannique et des élections américaines comme l'illustrent les hausses de l'indicateur de volatilité VIX (cf. graphique 2). Cette incertitude peut donc à nouveau s'accompagner de pics de volatilité des prix des matières premières, même si cela n'est pas systématique selon une étude de la Banque de France pour qui l'incertitude sur les prix semble être davantage liée à une question de prévisibilité plutôt que de volatilité³. Parmi les autres facteurs globaux figurent le commerce mondial, dont le dynamisme est historiquement faible. La relation entre commerce et activité mondiale s'est affaiblie (réduction de l'élasticité), et cette nouvelle « *normalité* », qui s'explique notamment par des facteurs structurels (comme la moindre expansion de la chaîne de valeur mondiale)⁴, induira des performances toujours décevantes des échanges extérieurs ces prochaines années et ce, même en cas de rebond de l'activité⁵. Ce faible dynamisme du commerce est d'autant plus à craindre que les inquiétudes sur la résurgence du protectionnisme ne font que s'accroître avec la victoire de Donald Trump aux élections américaines.

Graphique n° 1
Prévisions des taux de croissance (%)



Le résultat des élections n'a toutefois pas empêché la Fed de remonter enfin ses taux, sans surprise comme en témoigne la faiblesse des réactions des marchés financiers, un premier signe attendu depuis longtemps dans le sens d'une réduction des liquidités abondantes sur les marchés. La Banque centrale américaine, préoccupée par le retour de l'inflation, devrait opérer au moins une nouvelle hausse des taux en 2017 après celles réalisées en décembre 2015 et 2016. Dans ce contexte, le dollar devrait continuer à se renforcer au premier semestre face aux autres monnaies ; l'euro a d'ailleurs atteint un point bas en décembre 2016 à 1,054 USD. Les flux de capitaux vers les pays émergents devraient ainsi être limités par la réduction de l'écart relatif des taux directeurs nationaux vis-à-vis du taux américain, à moins que les pays ne décident de s'aligner sur cette hausse de taux à l'image du Mexique (+250 pnb en 2016). En outre, l'accroissement de l'incertitude dans les économies développées est de nature à nuire aux flux d'investissements vers les pays émergents en raison d'une « *fuite vers la qualité* » comme discuté par une étude de la Banque de France⁶.

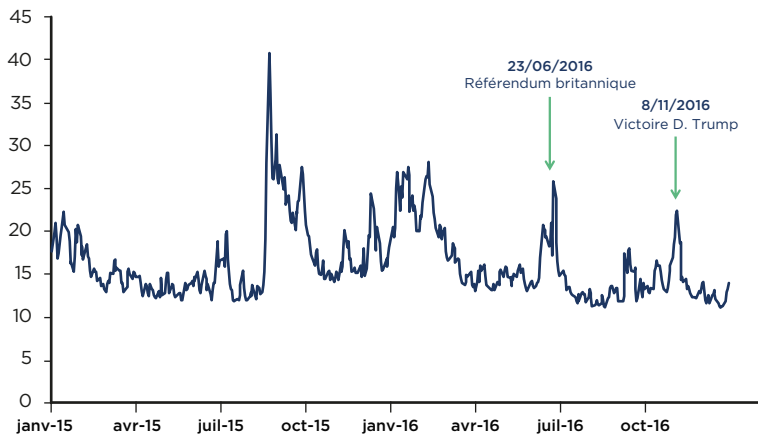
2/ FMI, WP/16/210, "Oil price and the global economy: is it different this time around?", novembre 2016

3/ Banque de France, document de travail n°607 "Does the volatility of commodity prices reflect macroeconomic uncertainty", novembre 2016

4/ Étude Coface baromètre risque pays 3^e trimestre 2016: « Le prix du pétrole, thermomètre des émergents, à nouveau au cœur des préoccupations », octobre 2016

5/ Article VoxEu "The great normalisation of global trade", octobre 2016

Graphique n° 2
Indice de volatilité VIX



Source: Thomson Reuters - Dernier point: 30 décembre 2016.

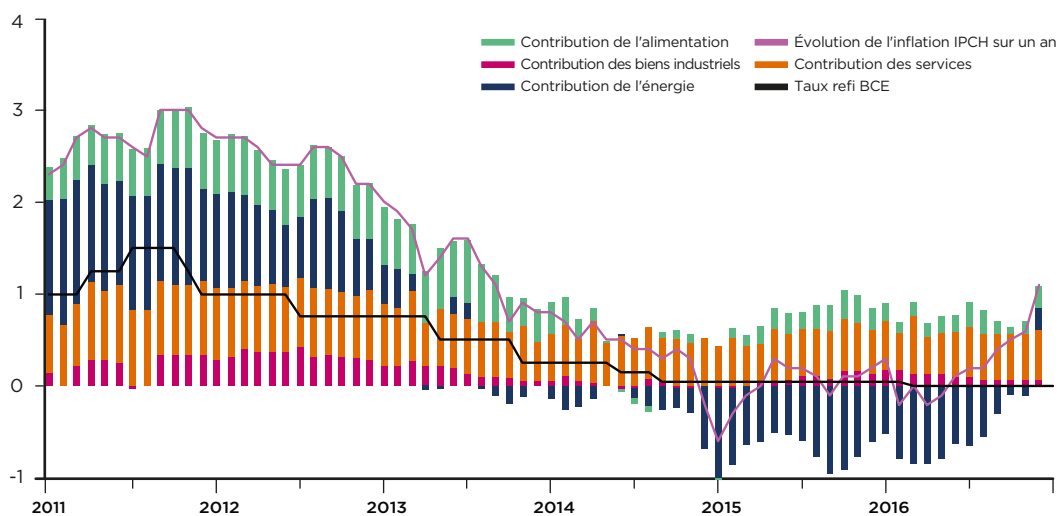
Toutefois les chocs venant d'Europe sont *a priori* de nature à avoir un impact sur les flux actions moins significatif que ceux provenant des États-Unis.

La Chine sera toujours aux prises avec ses mêmes problèmes cette année. Le gouvernement n'étant pas prêt à réduire son soutien à l'activité, la diminution des déséquilibres n'apparaît pas une priorité, comme en témoigne la progression du ratio endettement privé non financier/PIB (+20 pts de PIB entre juin 2015 et juin 2016 selon la Banque des règlements internationaux -BRI-).

En outre, les mesures de restrictions vis-à-vis des investisseurs⁷ ne plaident pas en faveur d'une libéralisation financière, même si les modifications sur la politique de change se poursuivent progressivement (récent changement de composition de son panier de devises pour mieux prendre en compte les poids des différents partenaires commerciaux).

Doit-on s'attendre à un changement de paradigme en termes d'inflation? L'inflation est en effet restée particulièrement faible dans les pays développés l'an dernier (moins de 1 % pour la zone euro par exemple). Au-delà d'une demande interne modérée, la chute du prix des matières depuis mi-2014 n'a fait qu'accroître le mouvement, conduisant même certains pays à afficher une inflation parfois durablement négative (à l'image de l'Espagne pendant la première moitié de l'année). En 2017, l'inflation devrait repartir à la hausse, ne serait-ce que mécaniquement par un effet de base lié au point bas du prix des matières premières de 2016. Elle ne devrait pas rebondir vigoureusement, toujours en raison de l'atonie de la demande interne, dans un contexte d'écart de production toujours creusé en zone euro en particulier. Selon la dernière estimation rapide d'Eurostat, l'inflation a augmenté de 1,1 % en décembre dernier (contre +0,6 % en novembre) dans la zone euro, grâce aux fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Par conséquent, fait notable, l'énergie contribue positivement à l'inflation pour la première fois depuis juillet 2014 (cf. graphique 3). Aux États-Unis, l'inflation ne devrait pas non plus croître fortement. L'indice sous-jacent resterait inférieur au seuil de 2 % selon une étude du FMI, à moins que le dollar ne se déprécie et que le taux de chômage soit inférieur à son niveau structurel⁸. L'accroissement de l'incertitude politique est également de nature à limiter la hausse de l'inflation en raison de son impact négatif sur les anticipations d'inflation à court terme et à long terme⁹.

Graphique n° 3
Contributions à l'évolution de l'inflation en zone euro (% et points de %)



Source: Eurostat, BCE - Dernière donnée : décembre 2016.

6/ Banque de France, rue de la Banque n°34, « Incertitude de politique économique dans les pays avancés et flux de portefeuille vers les pays émergents », novembre 2016

7/ Adoptées fin novembre, ces mesures ont pour objectif de limiter les sorties de capitaux (notamment via un contrôle accru des acquisitions à l'étranger par des sociétés basées en Chine et un contrôle renforcé des flux financiers en yuan ou devise sortant du pays) et à exercer un contrôle plus important des investissements réalisés à l'étranger.

8/ FMI, WP/16/124, "What is keeping US inflation low: insights from a bottom-up approach", juillet 2016

9/ Banque de France, rue de la Banque n°33, « Incertitude sur la politique économique et anticipations d'inflation », novembre 2016

2

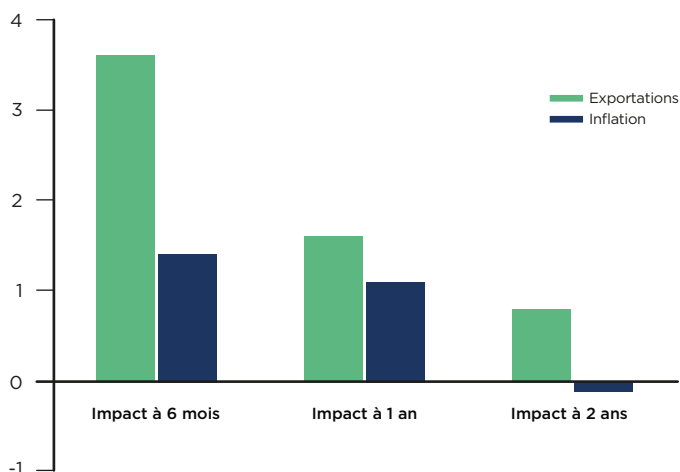
NUAGES PERSISTANTS EN 2017: MODALITÉS DE SORTIE DU BREXIT ET POLITIQUE AMÉRICAINE

Au premier plan des incertitudes figurent l'impact du *Brexit* et les incidences de la victoire de Donald Trump. Ces décisions montrent que le Royaume-Uni et les États-Unis ont désormais la volonté de fixer des politiques répondant à leurs propres objectifs, même si cela s'opère aux dépens du reste du monde. D'autres pays pourraient emprunter cette voie. Concernant le Royaume-Uni, les modalités de sortie de l'Union européenne (UE) ne sont pas encore fixées et le départ effectif interviendrait au plus tôt en avril 2019. Des élections anticipées pourraient aussi avoir lieu. Dans l'hypothèse où la sortie aura lieu effectivement en avril 2019, le régime commercial sera sans doute moins ouvert que par le passé, et la politique migratoire plus restrictive. Certains secteurs fortement intégrés dans l'UE à l'image de la pharmacie et de l'automobile seraient davantage pénalisés. L'Europe devrait adopter un ton dur, considérant que si le Royaume-Uni met fin à la libre circulation des européens, il n'aura plus accès à son marché unique, afin d'éviter que d'autres pays européens ne l'imitent. En effet, cela la déstabiliserait d'autant plus qu'elle est déjà fragilisée politiquement à cause de la montée du populisme. Dans ce cadre, l'investissement devrait s'affaiblir, les investisseurs adoptant un comportement attentiste, d'où une hausse des défaillances attendues (+8 % en 2017). Les exportations pourraient bénéficier de la forte chute de la livre sterling face au dollar (plus de 15 % au second semestre 2016). Selon nos estimations, un choc du taux de change effectif réel (TCER) de cette ampleur conduirait à une hausse de 1,6 pt des exportations au bout d'un an (cf. graphique 4).

Bien que ce chiffre ne soit pas négligeable, la variation du taux de change ne joue qu'un faible rôle comparé à celui de la demande adressée au pays. Ainsi, une contribution des échanges extérieurs légèrement positive à la croissance est à attendre, d'autant plus que les importations devraient s'affaiblir en lien avec la modération de la consommation privée : le marché de l'emploi devrait être moins porteur et la hausse des salaires réels très limitée. En effet, l'inflation, qui devrait croître de manière significative en 2017 (à 2,5 %), a atteint 1,2 % en novembre 2016 et, selon nos estimations ; devrait être affectée à hauteur de 1,1 point de pourcentage au bout d'un an à la suite de la dépréciation du TCER (toutes choses égales par ailleurs). Même si l'économie ne devrait pas se trouver en récession en 2017, le pays se garde des marges de manœuvre budgétaires en cas de choc très négatif sur la croissance. Ainsi le chancelier de l'Échiquier a décidé en novembre dernier de ne pas opter pour un plan de relance massif (impact de +0,1 pt sur la croissance en 2017), tout en décidant d'adopter un rythme de consolidation budgétaire moins marqué (objectif de rééquilibrage budgétaire en 2020 abandonné).

Concernant les États-Unis, la victoire surprise de Donald Trump ne change qu'en partie la donne concernant l'évolution de la situation économique américaine et mondiale. Tout d'abord, la dynamique sous-jacente de l'économie n'est pas sur une trajectoire ascendante, car la consommation et l'investissement font preuve de moins d'allant. En outre, les pressions à la hausse sur le dollar devraient également peser négativement sur les échanges extérieurs. Les décisions de politique économique devraient toutefois constituer des aléas importants. Les déclarations du nouveau président ont apaisé certaines inquiétudes, son discours depuis sa nomination étant clairement moins radical que celui de candidat (notamment sur l'immigration et la loi *Obamacare*). Son souhait d'accroître le salaire minimum de 38 % paraît cependant difficilement acceptable par le parti républicain. L'incertitude plane également sur la mise en œuvre d'un vaste plan d'investissements publics en infrastructures, qui ne pourrait être quoiqu'il en soit que partiellement réalisé. Un passage des droits de douane à l'importation à 45 % pour la Chine ou à 35 % pour le Mexique semble également assez peu crédible, mais il est clair que la tendance orientée vers davantage de protectionnisme s'affirmera. Les accords en cours de négociation à l'image du Partenariat transpacifique ne devraient pas voir le jour. En revanche, la baisse d'impôts sur les sociétés de 35 à 15 % ou encore celle pour les ménages les plus aisés semblent plus probables. Un compromis ne laisserait suffisamment de dépenses que pour soutenir modestement la croissance (de l'ordre de 0,3 point de PIB au cours des deux prochaines années), et ces effets de politique budgétaire expansionniste seraient partiellement nivelés par le resserrement de la politique monétaire. De plus, la profitabilité des entreprises, déjà mise à mal en 2016 pourrait se détériorer davantage (surtout en cas d'absence de réduction d'impôts). Les entreprises du secteur de

Graphique n° 4
Royaume-Uni: impact d'un choc de dépréciation de 15 % du TCER (en points de %)

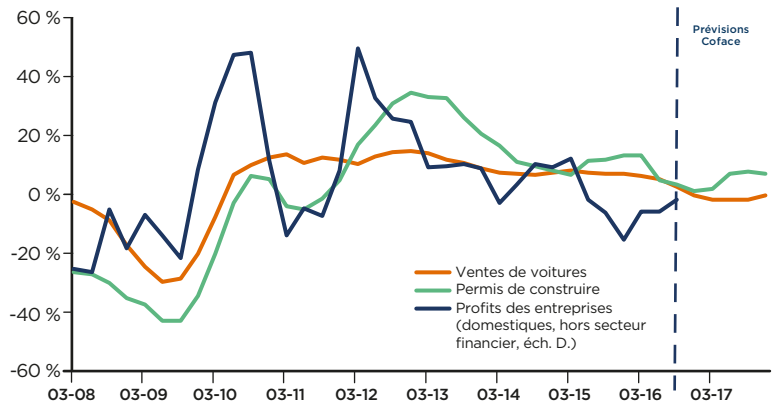


Source : calculs Coface

la construction et de l'automobile pourraient être moins dynamiques, le point haut de leur activité ayant été atteint. En effet les permis de construire devraient croître de 5,6 % en 2017 (contre 14,1 % en moyenne par an sur les cinq dernières années précédentes) et les ventes automobiles devraient se replier de 1,6 % (contre +6,6 % en moyenne par an sur les cinq dernières années) (cf. graphique 5). Par conséquent, les défaillances pourraient augmenter légèrement à hauteur de 1 % en 2017 (contre -3 % en 2016). Au final l'impact « Trump » sur l'économie américaine ne devrait soutenir que modestement la croissance du pays, qui s'établirait à +1,8 % l'an prochain. Concernant les *spillovers*, les pays les plus négativement affectés seraient potentiellement ceux d'Amérique centrale. Le Mexique, le Honduras ou encore le Salvador exportent en effet entre 25 à 30 % de leur PIB vers les États-Unis. Certains pays asiatiques à l'image du Vietnam mais aussi la Thaïlande seraient aussi fortement touchés, selon ce même critère (cf. graphique 6). Pour Goldman Sachs, la croissance mondiale se réduirait de 0,2 pt par an d'ici 2020¹⁰ si les États-Unis mettaient en place des mesures fiscales, commerciales et sur l'immigration, ainsi qu'une politique monétaire plus restrictive.

Graphique n° 5

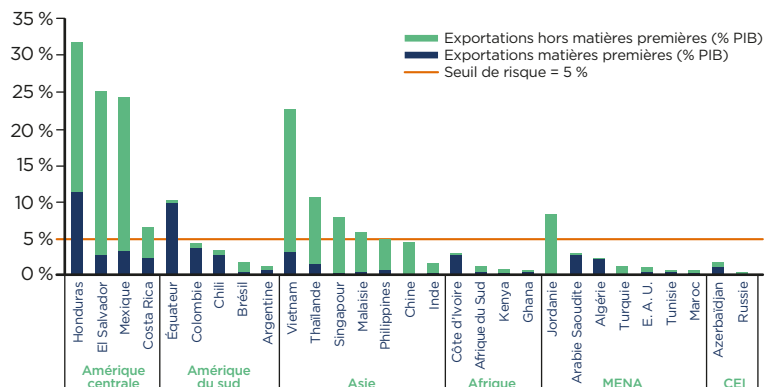
États-Unis: moindre dynamisme des secteurs de l'automobile et de la construction



Source: données nationales

Graphique n° 6

Exportations des principaux émergents vers les États-Unis



Source: CNUCED, FMI

3

RISQUE POLITIQUE EN 2017: ORAGES POSSIBLES

À nouveau, la question du risque politique sera au cœur des préoccupations en 2017. Les marchés financiers ont été étonnamment peu réactifs et peu volatils à la suite de l'élection surprise de Donald Trump, de la lenteur de la formation d'un gouvernement en Espagne (un an) ou encore de l'échec de Matteo Renzi face au référendum. En sera-t-il de même pour les prochaines élections en France et en Allemagne en 2017 ?

Alors que l'impact du risque politique sur la croissance diverge selon les économies¹¹, certains pays résistent mieux que d'autres. L'Espagne, par exemple, ne semble pas avoir souffert significativement de l'absence d'un gouvernement pendant presque un an. Ses performances de croissance et la réduction des défaillances d'entreprises nous conduisent d'ailleurs à la reclasser en A3. Toutefois, la croissance espagnole devrait s'essouffler quelque peu en 2017, la fermeture de l'écart de production devant *a priori* induire des rythmes de croissance moins dynamiques

que par le passé. Une amélioration de la situation de l'emploi est toujours attendue, mais à un rythme moindre et les facteurs externes s'avèreraient moins favorables. À l'inverse, la situation politique en Italie est devenue plus instable. La victoire du « non » au référendum a provoqué la démission de Matteo Renzi. Le président de la République a demandé à Paolo Gentiloni, du Parti démocrate (PD) au pouvoir, de diriger un gouvernement jusqu'aux élections législatives de février 2018. Ce dernier devra gérer la crise bancaire, source d'inquiétude majeure, et harmoniser les lois électorales qui s'appliquent à la Chambre et au Sénat. Sa longévité sera à la merci d'une motion de censure. Dans l'état actuel de ces lois, en cas d'élections anticipées, le Mouvement 5 Étoiles de Beppe Grillo, au coude-à-coude avec le PD dans les sondages, pourrait remporter la majorité à la Chambre. L'économie semble peu réactive à ces changements habituels de gouvernement, mais la croissance demeure toujours atone (inférieure à 1 %) et la consommation privée reste pénalisée par l'incertitude et la baisse de confiance des ménages.

10/ GS "Global economic implications of the Trump agenda", novembre 2016.

11/ Étude Coface « Le risque politique va-t-il "gâcher la fête" en 2017 ? », octobre 2016.



■ ■ ■ En Allemagne, l'inquiétude est moindre même si les élections législatives à l'automne constituent une échéance importante. Le récent attentat du marché de Berlin en décembre dernier a soulevé des contestations, et la position très ouverte d'Angela Merkel vis-à-vis des réfugiés est également critiquée (environ 900 000 réfugiés comptabilisés en 2015) par son aile droite ainsi qu'une partie de la population, mais la chancelière reste populaire. Selon Coface, une brutale montée des incertitudes politiques en France (type choc « *Brexit* ») pourrait amputer la croissance de 0,7 point sur un an, contre un peu moins de 0,5 pt en Allemagne. En France, l'issue des élections présidentielle et législatives d'avril et mai 2017 conditionnera l'orientation de la politique économique française. Sur le plan économique, notre scénario central n'envisage pas de décollage de la croissance française en 2017. L'investissement peinera toujours à repartir. Selon la dernière enquête de l'INSEE sur les investissements dans l'industrie, les chefs d'entreprises estiment que leurs investissements seront en 2017

stables en valeur, alors que ce type d'enquête se révèle traditionnellement plus optimiste que la réalité, ce qui est peu encourageant. Les entreprises ont toutefois restauré leurs marges et l'impôt sur les sociétés devrait se réduire à 28 % pour les PME, selon le projet de loi de finances. En outre, les perspectives sur le marché de l'emploi seraient mieux orientées même si le taux de chômage resterait significatif. L'économie allemande serait encore, quant à elle, particulièrement résiliente même si un léger fléchissement est à attendre cette année, dans un contexte de taux de chômage au plus bas (autour de 4 %). Les revenus réels devraient d'ailleurs augmenter malgré la légère remontée de l'inflation. Le secteur de la construction devrait mieux se porter. Au final, les défaillances diminueraient légèrement en 2017 en France (-1 %, après -3,8 % en 2016) et en Allemagne (-6 % après -5 %). Mais en France notamment quelques secteurs ne profiteront pas de ce recul des défaillances : le textile-habillement, l'hôtellerie-restauration et les transports.

Encadré

Évaluation environnement des affaires 2016

Coface évalue chaque année l'environnement des affaires dans 160 pays sur une échelle de 8 niveaux: A1, A2, A3, A4, B, C, D, E, de la situation la plus favorable à la situation la plus dégradée. Elle prend en compte la disponibilité et la fiabilité de l'information financière sur les entreprises, la protection juridique des créanciers et la qualité des institutions. Les données proviennent, à la fois, d'organismes internationaux et de l'expérience rapportée par les entités Coface réparties dans le monde.

Les pays les plus avancés affichent une situation beaucoup plus enviable que les autres, puisque 80 % d'entre eux affichent un niveau A1. Le plus mal placé, la Grèce, est en catégorie A3.

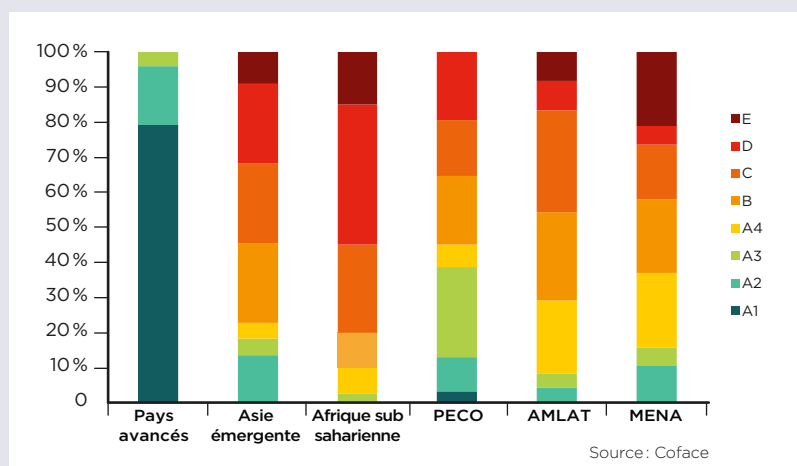
Dans les pays émergents et en développement, le niveau de l'environnement des affaires se répartit, généralement, entre B et D. Cependant, en Europe centrale et orientale (notation A4 en moyenne), 40 % des pays relèvent des catégories A1 à A3, tandis, qu'à l'inverse, 15 % se situent dans la catégorie E (catégorie nouvellement introduite) en Afrique subsaharienne (notation C en moyenne) et 21 % au Moyen-Orient (notation B en moyenne). Les pays de la zone Asie émergente sont évalués en moyenne à B (cf. graphique 7).

L'évolution de l'environnement des affaires, du fait de son essence structurelle, est lente. Toutefois, quelques évolutions marquantes sont à noter par rapport à 2015.

Parmi les améliorations, se distinguent six pays d'Europe centrale et orientale : l'Estonie (A1) et la Serbie (B) bénéficient d'une amélioration des volets « *institutionnel* » et « *information financière* », la Roumanie (A3), la Bosnie (B) et la Géorgie (B) de celle de la protection des créanciers, et le Monténégro (B) de celle de ses institutions. Les Émirats arabes unis (A2) profitent de leur nouvelle loi sur les faillites, le Pakistan et le Bangladesh (C pour les deux) d'une amélioration de l'information financière, tout comme le Kenya (B). L'Argentine voit également son évaluation reclassée grâce aux réformes pro-business engagées par le président Macri (B).

Pour ce qui est des détériorations, on remarque notamment l'impact de la longueur des procédures juridiques dans le cas de Singapour (A2), de la Slovaquie et de la Slovénie (A3) et de la Thaïlande (A4). La Hongrie (A3) a pâti de l'interventionnisme étatique, la République dominicaine (C) de ses déficiences dans la protection des créanciers en liaison avec ses insuffisances judiciaires, le Liban (C) et le Mozambique (D) de la détérioration de leur environnement institutionnel.

Graphique n° 7
Environnement des affaires en 2016 par région



4 PAYS ÉMERGENTS : PLUSIEURS DUOS À SURVEILLER

Brésil et Afrique du Sud : mêmes symptômes, mêmes maux

La croissance du Brésil a été longtemps tirée par la consommation des ménages, qui pèse pour plus de 63 % dans le PIB. L'Afrique du Sud a suivi le même chemin (60 % du PIB) et vit ainsi de plus en plus à crédit. Dans ces deux économies, ce modèle de croissance s'essouffle (cf. graphique 8). Sans s'effondrer, la demande des ménages s'érode, sous l'effet d'une inflation croissante et d'un taux de chômage élevé. Au Brésil par exemple, le taux de chômage grimpe fortement depuis deux ans (plus de 5 pts) et le pouvoir d'achat a chuté d'environ 9 % en deux ans de crise, revenant à son niveau de 2011 selon le cabinet Tendencias. En Afrique du Sud, le taux de chômage affiche depuis un an une hausse plus marquée, même si le niveau est bien supérieur à celui du Brésil. Le taux d'investissement, peu important (inférieur à 20 %) dans les deux pays, est freiné par une demande faible et des taux d'intérêt élevés (13 % au Brésil et 7 % en Afrique du Sud).

L'évolution défavorable des cours des matières premières, principales sources de recettes d'exportations et donc de devises étrangères, a pesé sur le solde courant de l'Afrique du Sud (platine, or) mais aussi sur celui du Brésil (pétrole, minerai de fer). La dégradation a été atténuée en 2016 et devrait même être évitée, notamment au Brésil, en raison de la chute des importations, mais le déficit courant continuerait à peser sur le cours des monnaies nationales, bien que les taux de change du rand sud-africain et du real brésilien se soient raffermis face au dollar en 2016. En Afrique du Sud, qui bénéficie d'un marché financier sophistiqué prisé par les investisseurs, les entrées de capitaux devraient rester très instables,

alimentant la volatilité du cours du rand. Alors que les agences de notation l'ont maintenue en catégorie « *investissement* » en 2016, le risque d'une révision à la baisse de sa notation et son classement en « *junk* » n'est pas écarté courant 2017. Leurs décisions dépendront notamment de l'amélioration de sa situation budgétaire et particulièrement de son endettement public qui devrait dépasser 50 % du PIB (plus de 70 % au Brésil). L'Afrique du Sud pourrait ainsi suivre le chemin du Brésil dont la notation figure déjà en catégorie « *spéculative* » (premier classement dans cette catégorie par S&P en septembre 2015). Les cours des monnaies sud-africaine et brésilienne, qui ont fortement chuté face au dollar l'an dernier, pourraient également pâtir de la hausse des taux d'intérêt américains, mais aussi des incertitudes sur l'évolution de la situation politique que partagent les deux pays.

Alors que la présidente Dilma Rousseff a été destituée en 2016, l'autorité du président Jacob Zuma est de plus en plus contestée, après notamment les accusations de détournement de fonds publics et de collusion avec les milieux d'affaires. Son avenir à la tête de l'ANC est incertain à l'approche de la Convention du parti fin 2017. Enfin, les tensions sociales, alimentées par les lacunes en matière de gouvernance, et par l'accentuation des inégalités de revenus, sont exacerbées par la dégradation de la situation économique provoquant une hausse des prix et du chômage. Le ras-le-bol vis-à-vis de la corruption se traduit par une multiplication des manifestations (ce qui est également le cas du Brésil), témoignant de fortes attentes de la population vis-à-vis de gouvernants qui devront relever des défis économiques et politiques de taille en 2017.

La Turquie sur le modèle russe ?

La Turquie et la Russie ont un point commun majeur : ces deux pays sont tous les deux caractérisés par la présence d'hommes forts à leur tête. Recep Tayyip Erdogan et Vladimir Poutine bénéficient d'un soutien solide de la part de leur population, alors que leur image est écornée sur la scène internationale. Sans alternative politique crédible (opposition faible), tous deux souhaitent le renforcement de leur pouvoir. En Turquie, le référendum présidentiel visant à octroyer davantage de pouvoir au président participe aux attentes à l'État de droit. La faiblesse de l'opposition s'explique en partie par la répression, comme en témoigne l'arrestation massive des opposants suite au coup d'État en Turquie du 15 juillet 2016, ou encore l'emprisonnement de Navalny et l'affaiblissement des moyens d'expression en Russie. En outre, la pression sur les médias s'est renforcée. Par exemple, Reporters Sans Frontières met la Russie au 151^e rang (sur 181) de son classement 2016 de la liberté de la presse et la Turquie au 148^e. Ces classements sont en ligne avec ceux de la gouvernance établis par la

Graphique n° 8
Afrique du Sud/Brésil : taux de croissance et taux de change



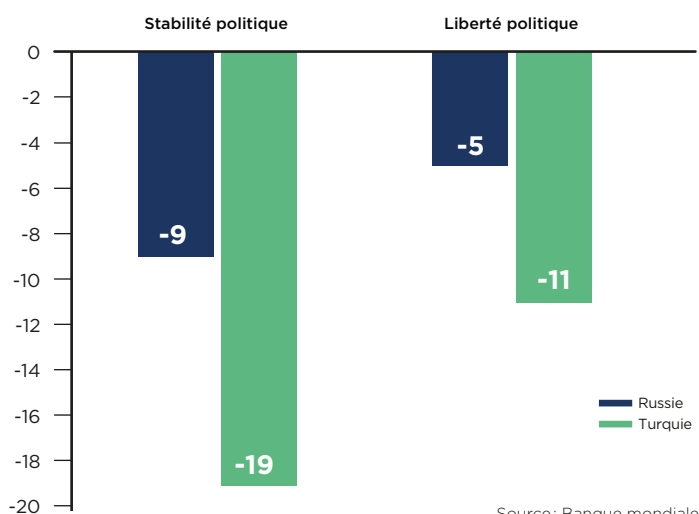
Source: FMI, Coface



- ■ ■ Banque mondiale en 2015 : la Turquie et la Russie sont respectivement au 132^e et 165^e rang en termes de liberté politique sur 215 pays, et au 191^e et 184^e rang en termes de stabilité politique. La dégradation dans le classement est forte pour les deux pays depuis 2011 (cf. graphique 9). En outre, les deux pays ont des relations tendues vis-à-vis de l'Europe.

Graphique n° 9

Turquie/Russie : dégradation des indicateurs de gouvernance (nb de rangs perdus entre 2011 et 2015, sur 209 pays)



Source : Banque mondiale

Mexique et Argentine : à la croisée des chemins

Les trajectoires économiques de ces deux pays d'Amérique latine ayant une certaine dépendance vis-à-vis des matières premières (notamment recettes budgétaires) sont divergentes. Le Mexique est en phase d'atterrissage. Le pays était caractérisé par de bonnes performances par le passé et la mise en place de réformes économiques en termes de fiscalité, de marché du travail ou d'ouverture à la concurrence dans les secteurs de l'énergie et de la télécommunication (*Pacto por Mexico*), réformes saluées par la communauté internationale. Il suit désormais un sentier de croissance plus faible (affaiblissement de l'investissement et des exportations manufacturières, conséquences négatives de la hausse du taux directeur et de la dépréciation du taux de change de 30 % face au dollar en deux ans affectant le pouvoir d'achat des ménages¹²). À l'inverse, l'Argentine devrait prochainement décoller en raison de ses réformes récentes surtout en termes d'environnement des affaires (d'où un reclassement en B de ses évaluations environnement des affaires et risque pays) en raison de toutes les mesures prises (libéralisation du change, suppression des restrictions à l'accès aux devises, assouplissement des procédures administratives pour les importations et les exportations, reprise du dialogue avec le CIRDI¹³) dans le cadre de la politique de normalisation de la

Le risque politique a tout d'abord affecté la Russie à qui l'Europe a imposé des sanctions en 2014. Cette décision a pénalisé la consommation et l'investissement, sur fond de chute du prix du baril. C'est désormais le tour de la Turquie qui voit son risque politique et sécuritaire augmenter. Par conséquent, le tourisme est fortement touché (selon la Banque centrale turque, la chute attendue de 31 % des revenus du tourisme provoquerait une perte de croissance de 1,1 pt), et la livre turque se déprécie (point bas atteint face au dollar). Selon la Banque centrale, une dépréciation à hauteur de 10 % accroîtrait l'inflation de 1,8 pt dans les deux ans. Ainsi, la dépréciation de la livre entre mi-septembre 2016 et mi-janvier 2017 (21 %) augmenterait l'inflation de 3,8 points en deux ans. Cela constitue donc une préoccupation forte sur la vigueur de la consommation privée, moteur de la croissance. Les fluctuations du taux de change jouent aussi un rôle clé en Russie (forte chute du rouble), même si les tensions se sont apaisées dans le pays. Les deux économies sont ainsi amenées à gérer d'importantes pressions inflationnistes (en 2016, l'inflation est comprise entre 7 et 8 % en moyenne). Néanmoins, ces deux pays n'ont pas le même modèle de croissance ni la même trajectoire. En Russie, la croissance repart lentement, largement conditionnée à la reprise du cours du pétrole, tandis que la croissance turque s'affaiblit en lien avec le moindre dynamisme de la demande intérieure.

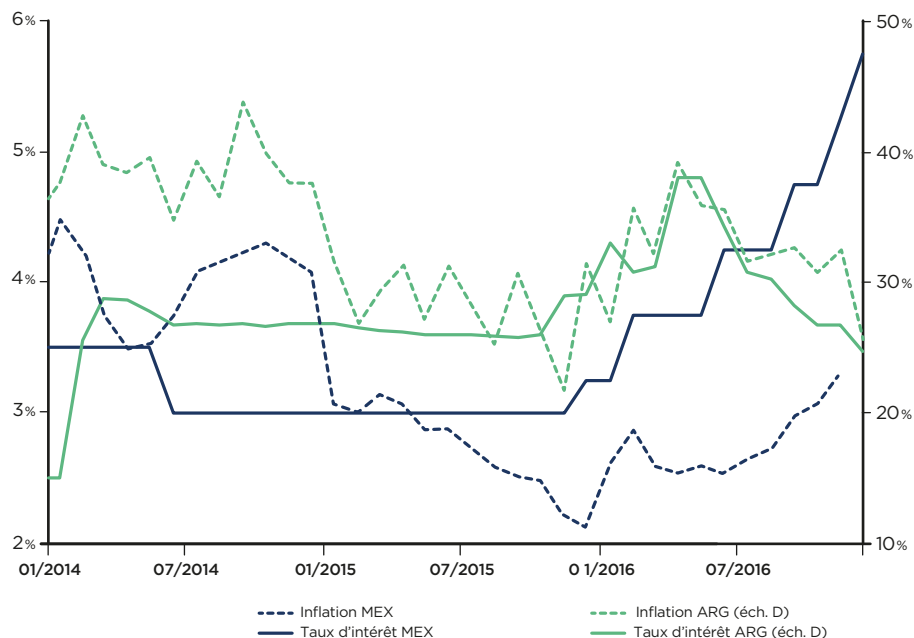
situation financière externe du pays. Certes l'impact négatif à court terme est important (le PIB a encore chuté de 3,8 % au troisième trimestre en g.a), mais l'économie devrait déjà se redresser en 2017 (+2 % après -2 %) grâce notamment au repli de l'inflation qui devrait permettre à la consommation de croître, contrairement à celle du Mexique (cf. graphique 10). La politique monétaire devrait ainsi poursuivre son assouplissement. Au contraire, celle du Mexique devrait évoluer en ligne avec celle des États-Unis, afin que le pays reste attractif alors que son taux de change se déprécie.

Les aléas qui pèsent sur le pays sont donc plutôt haussiers pour l'Argentine. Le retour des investisseurs internationaux en Argentine est de bon augure pour ce pays qui a retrouvé l'accès aux marchés de capitaux. *A contrario*, l'élection de Donald Trump rend les investisseurs attentistes vis-à-vis du Mexique (qui exporte 80 % de ses produits vers les États-Unis), à cause du discours protectionniste (volonté d'augmenter de 35 % les tarifs douaniers) et anti-immigration (or 2,4 % du PIB sont envoyés par les Mexicains émigrés aux États-Unis chaque année). Combinés à l'affaiblissement de ses fondamentaux, ces aléas nous ont conduits à déclasser le Mexique de A4 en B.

12/ Même si le *pass-through* est faible entre le taux de change et l'inflation, selon une étude de Banxico, 1 % de changement du taux de change nominal se traduit par une hausse de l'inflation de 0,073 pp. La chute du change vis-à-vis du dollar de 30 % conduirait ainsi à un choc de 2 pts sur l'inflation.

13/ Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements.

Graphique n° 10
Mexique/Argentine : inflation et politique monétaire



Sources : Banques centrales et Université Torcuato di Tella
Dernières données disponibles : décembre 2016 sauf inflation MEX : novembre 2016

Inde et Égypte : réformes bon gré mal gré

L'Inde a choisi de faire des réformes. En novembre, un « choc de démonétisation » a eu lieu, le premier ministre Modi ayant annoncé la suppression des coupures de 500 et 1 000 roupies (86 % de la monnaie en circulation). À l'inverse, l'Égypte n'a pas eu le choix : la livre était fortement surévaluée (écart taux de change officiel/officieux 9 livres contre 18) et nécessitait une libéralisation du régime de change, qui a eu lieu en novembre dernier et qui a été bien accueillie par les marchés (après une dévaluation de 14 % en mars).

L'Inde a pris cette décision afin notamment de (i) limiter le marché noir, les billets de contrefaçon, la corruption, le terrorisme ; (ii) améliorer la liquidité du système bancaire domestique surtout via la hausse des dépôts (encourager les transactions immatérielles, création de comptes alors que 90 % des transactions sont réalisées en cash) ; (iii) aider la transmission de la politique monétaire : taux d'emprunt à la baisse (ce qui constituera une aide future pour les entreprises) grâce à la hausse des dépôts induite ; (iv) accroître les recettes fiscales et limiter l'évasion fiscale ; (v) passer de l'économie informelle (23 % du PIB) vers le secteur formel. En Égypte, la décision de dévaluer s'est accompagnée d'une suppression de la liste de restrictions à l'importation ainsi que d'une hausse du taux directeur de 300 p.b. Globalement, cette décision permettra aux entreprises de régler au moins partiellement leurs problèmes de paiement et notamment les pénuries de devises.

Dans les deux cas, ces chocs affectent négativement l'activité à court terme afin de permettre d'avoir une trajectoire de croissance plus soutenable à long terme. Le problème est qu'en Inde la décision, parce qu'elle était inattendue, a provoqué une certaine panique (fermetures des banques, retraits plafonnés).

Cet événement devrait affecter surtout les secteurs les plus liés au marché noir (ventes au détail et secteur de la construction). Malgré ce choc négatif à court terme, l'économie indienne restera résiliente (+7,5 % en 2017 après +6,9 %). À contrario, la situation économique en Égypte est loin d'être brillante. L'activité reste très pénalisée par les attaques terroristes (repli de l'activité touristique), par la baisse des recettes liées au Canal de Suez et par le soutien plus faible des pays du Golfe (moins de remises de travailleurs expatriés). Mais le pays bénéficiera désormais d'un prêt du FMI de 12 Md\$ et devrait poursuivre dans la voie des réformes qu'il a empruntée. Les risques baissiers qui pèsent sur l'économie sont nombreux : hausse de l'inflation qui a atteint 19,4 % en novembre (après 13,6 %) et donc hausse de taux directeur à attendre, impact des mesures d'austérité du FMI (réduction des subventions notamment). Un risque accru de tensions sociales est aussi à surveiller, le président Sissi accusant une perte de popularité. Au final, les prévisions de croissance sont modérées : + 3,6 % en 2016 et +3,5 % en 2017, loin des presque 6 % que le pays connaissait avant le printemps arabe.

MODIFICATION DES ÉVALUATIONS RISQUE PAYS

PAYS		ANCIENNE ÉVALUATION		NOUVELLE ÉVALUATION
Reclassement				
ESTONIE		A3	▶	A2
ISLANDE		A3	▶	A2
ESPAGNE		A4	▶	A3
BULGARIE		B	▶	A4
KENYA		B	▶	A4
ARGENTINE		C	▶	B
CHYPRE		C	▶	B
GHANA		C	▶	B
SERBIE		C	▶	B
BOSNIE		D	▶	C
PAKISTAN		D	▶	C
Déclassement				
MEXIQUE		A4	▶	B
JORDANIE		B	▶	C
AFRIQUE DU SUD		B	▶	C
MAURITANIE		C	▶	D

Probabilité de défaut des entreprises

A1	A2	A3	A4	B	C	D	E
TRÈS FAIBLE	PEU ÉLEVÉE	NIVEAU SATISFAISANT	NIVEAU CONVENABLE	ASSEZ ÉLEVÉE	ÉLEVÉE	TRÈS ÉLEVÉE	EXTRÊMEMENT ÉLEVÉ

RÉSERVE

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

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com