

**2**  
Commerce mondial :  
fatigue passagère ?

**+**  
Un commerce mondial  
perturbé par la crise **3**  
Les chaînes de valeur  
mondiales : nouvelle colonne  
vertébrale du commerce **6**

**+**  
Le commerce  
régional : maillon  
manquant de la chaîne,  
sauf en Asie **10**

**15**  
Coface risque pays  
Actualisation  
octobre 2014

# PANORAMA RISQUE PAYS

OCTOBRE 2014

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du groupe Coface



**L** Le commerce mondial a stagné au premier semestre 2014, et peine à repartir près de 6 ans après le début de la crise. C'est un changement de tendance radical après 30 années d'expansion sans précédent : les exportations mondiales sont aujourd'hui 10 fois plus élevées qu'en 1980. Même au cours de la décennie passée, marquée par la crise de 2008-2009, elles ont été multipliées par 2,5. Ce constat conduit à se poser la question suivante : le ralentissement du commerce international depuis 2008 n'est-il qu'un phénomène cyclique ou correspond-il au contraire à un changement durable et structurel ? Pour y répondre, nous analysons d'abord les différents effets négatifs de la crise sur les échanges à la fois directs (croissance plus faible de l'activité) et indirects

(moindre demande de matières premières, montée du protectionnisme), avant de souligner le rôle de l'internationalisation des chaînes de valeur dans la propagation de la crise au commerce mondial. Le commerce régional n'a, quant à lui, pas permis de compenser ces conséquences néfastes de la crise, puisqu'il ne progresse pas ou peu, l'Asie faisant figure d'exception. Une partie du ralentissement récent du commerce mondial étant liée à celui de l'activité économique, la baisse de la croissance potentielle des principales économies développées et émergentes rend improbable un retour de la croissance des échanges internationaux à son niveau d'avant crise (plus de 8% par an en moyenne entre 2002 et 2008) à court ou moyen terme. Mais dans un contexte d'accélération timide de la croissance mondiale en 2014 et 2015 et de poursuite de l'internationalisation des chaînes de valeur qui soutient les échanges internationaux, Coface anticipe tout de même une croissance du commerce mondial proche de 5% en 2015, soit un niveau plus élevé que celui des deux années passées. Au-delà de son rythme de croissance, c'est également la structure du commerce qui va changer dans les prochaines années. La tertiarisation des économies avancées et émergentes devrait se traduire par celle du commerce. Cette tertiarisation à venir du commerce international comporte un avantage majeur : elle devrait rendre ses fluctuations moins marquées, les variations d'activité des secteurs de services étant généralement moins fortes que celles de l'industrie. Dans les années à venir, la croissance du commerce mondial sera donc plus modérée, mais aussi moins volatile.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE

<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

**coface**  
FOR SAFER TRADE

OCTOBRE 2014

# COMMERCE MONDIAL : FATIGUE PASSAGÈRE ?

## PAROLES D'ÉCONOMISTES



**Anne-Sophie FÈVRE**  
Economiste senior



**Etienne LEPERS**  
Economiste junior



**Julien MARCILLY**  
Responsable du  
risque pays



**Rocky TUNG**  
Economiste  
Coface Chine

## INTRODUCTION

Le commerce mondial a stagné au premier semestre 2014<sup>(1)</sup>, et peine à repartir près de 6 ans après le début de la crise. La question de son rythme de croissance est pourtant primordiale à plusieurs titres. Au plan macroéconomique d'abord, le commerce est un moteur important de la croissance dans bon nombre d'économies, à la fois avancées et émergentes, les exportations représentant 31% du PIB mondial. Et du côté microéconomique, la dynamique du commerce a un effet direct sur de très nombreuses entreprises : dans les seuls pays de l'OCDE, plus de 3 millions d'entreprises importent des biens ou services en provenance d'un pays étrangers, et près de 2 millions en exportent<sup>(2)</sup>.

Avant 2008, ces entreprises avaient d'ailleurs profité de l'essor exceptionnel des échanges internationaux de biens et services, grâce, notamment, à la forte croissance des économies émergentes, au processus de libéralisation du commerce ou encore à la baisse des coûts de transport. La tendance récente au ralentissement du commerce ne fait d'ailleurs pas oublier ces 30 années d'expansion sans précédent : les exportations mondiales sont aujourd'hui 10 fois plus élevées qu'en 1980 et près de 6 fois plus qu'en 1990. Même au

cours de la décennie passée marquée par la crise de 2008-2009, elles ont été multipliées par 2,5. Le commerce international a ainsi pris une part prépondérante dans l'économie mondiale : la part des exportations dans le PIB a augmenté de 13 points depuis 1990 (18% du PIB seulement à l'époque). La période post-2008 n'en marque pas moins un changement de tendance radical qui amène à se poser une question : ce ralentissement de la croissance du commerce international observé depuis 2008 n'est-il qu'un phénomène cyclique ou correspond-il au contraire à un changement durable et structurel ?

Pour y répondre, nous nous intéressons d'abord aux conséquences de la crise de 2008-2009 susceptibles d'affecter les échanges internationaux. La baisse tendancielle de la croissance dans les économies avancées et les grands pays émergents en est une. La fin du « boom » des matières premières qui en découle en est une autre. Et la montée du protectionnisme, notamment dans certains pays émergents, peut aussi être en partie attribuée à cette crise mondiale (*partie 1 page 3*).

Nous nous focalisons ensuite sur le rôle de l'internationalisation des processus

productifs dans les fluctuations passées et futures du commerce mondial. La mondialisation à l'œuvre depuis les années 1980 a en effet drastiquement transformé la façon dont biens et services sont produits et vendus : la fragmentation s'opère de moins en moins entre pays et industries et de plus en plus de façon verticale au sein des chaînes de production d'un même produit. Or cette internationalisation des chaînes de valeur, qui avait joué un rôle essentiel dans l'essor du commerce avant la crise, a subi un coup d'arrêt avec celle-ci. Nous nous interrogeons donc sur les mécanismes à l'origine de son effondrement à la suite de la crise ainsi qu'à ses perspectives d'avenir (*partie 2 page 6*).

Nous nous demandons enfin si ces effets négatifs de la crise de 2008-2009 sur le commerce ont pu être en partie compensés par une régionalisation accrue des échanges (*partie 3 page 10*). En effet, en réponse à la récession observée dans la plupart des économies avancées qui sont la principale destination de leurs exportations, de nombreuses économies émergentes pourraient être incitées à rediriger une partie des biens vendus à l'étranger vers des marchés plus proches.

(1) Hausse de +0,8% seulement (source : CPB).

(2) Source : OCDE (dernière année disponible : 2011).

# 1 UN COMMERCE MONDIAL PERTURBÉ PAR LA CRISE

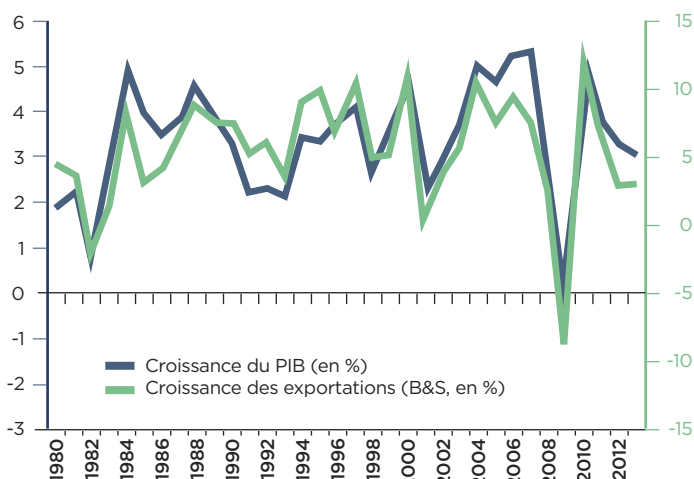
## Le commerce mondial pâtit d'une croissance durablement plus faible

La dynamique du commerce mondial est d'abord liée à celle de la croissance (voir graphique 1) : si le PIB de deux pays augmente, la valeur des biens et services qu'ils échangent entre eux également. Le ralentissement récent de la croissance du commerce trouve d'abord son origine dans celui de la croissance mondiale à la suite de la crise mondiale de 2008-2009.

Afin de déterminer si ce ralentissement récent de la croissance du commerce mondial est temporaire ou durable, il convient donc en premier lieu de répondre à la question suivante : la baisse récente de la croissance mondiale est-elle passagère ou durable ? Pour ce faire, nous avons calculé le niveau de croissance potentielle des principales économies avancées et son évolution depuis dix ans. La croissance potentielle mesure le rythme d'expansion maximum de l'économie à long terme. Son niveau et ses fluctuations dépendent de plusieurs facteurs : l'accumulation de capital humain et physique ainsi que l'innovation résultant en des gains de productivité. Nous avons ici mesuré la croissance potentielle comme la somme de la croissance annuelle moyenne de la population en âge de travailler au cours des 5 dernières années<sup>(3)</sup> et de celle de la productivité<sup>(4)</sup>.

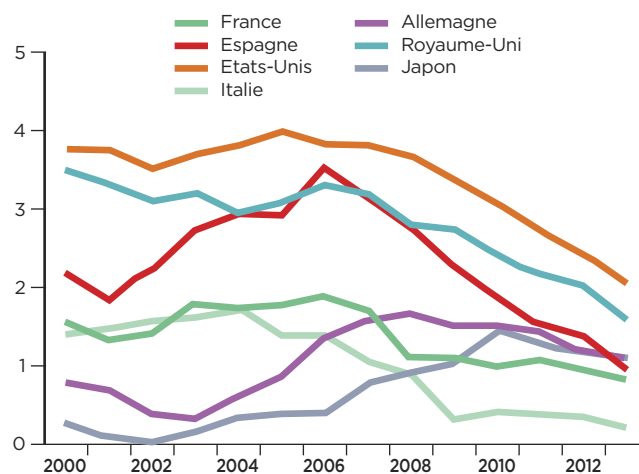
D'après cette mesure, la croissance potentielle a sensiblement diminué dans les principales économies avancées depuis le début des années 2000, passant par exemple de 3,8% en 2000 à 2,1% en 2013 aux Etats-Unis, de 3,5 à 1,6% au Royaume-Uni ou encore de 1,6 à 0,8% en France (voir graphique 2). Le vieillissement démographique est une des principales explications de ces moindres perspectives de croissance à long terme. Des gains de productivité plus faibles résultant d'investissements en recherche et développement insuffisants ou encore d'un stock de machines vieillissant en sont une autre. Dit autrement, la croissance du PIB décroît tendanciellement au fur et à mesure que le niveau de vie (c'est-à-dire le PIB par habitant) augmente. Paradoxalement, la croissance effective des économies avancées est restée relativement élevée avant la crise de Lehman malgré ce ralentissement tendanciel de la croissance dès le début des années 2000. D'après Larry Summers<sup>(5)</sup>, seules les conditions monétaires très accommodantes ont permis aux économies avancées de « faire illusion » lors de ces années précédant la crise de Lehman : elles sont la seule raison ayant permis aux économies développées de différer ce ralentissement tendanciel<sup>(6)</sup>.

Graphique n° 1  
Croissance du PIB et des exportations mondiales



Source : FMI

Graphique n° 2  
Croissance potentielle du PIB d'économies avancées (en %)



Sources : BIT, CE et Coface

Cette décélération structurelle n'est d'ailleurs pas spécifique aux économies avancées : la croissance diminue aussi tendanciellement dans les grandes économies émergentes. Par exemple, la croissance chinoise a atteint « seulement » 7,7% en 2013. On est loin des 10,6% en moyenne par an entre 2000 et 2011. La tendance est similaire dans les autres BRICS : les prévisions de croissance de Coface pour l'année 2014 seront inférieures à celle de la

(3) Source : Bureau International du Travail.

(4) La productivité est mesurée par la moyenne annuelle sur 10 ans de la productivité totale des facteurs, qui correspond notamment aux effets sur la croissance des changements technologiques. Source : Commission Européenne, base de données AMECO.

(5) L.Summers (2014) : « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », Business Economics, Vol. 49, N° 2.

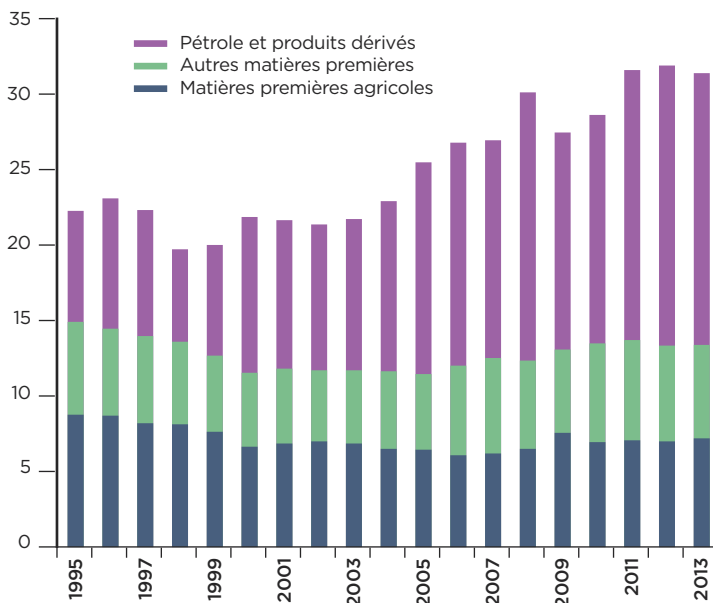
(6) Mais celles-ci ont également engendré la formation de bulles à l'origine de la crise mondiale de 2008-2009.

moyenne des années 2000 en Inde (5,5% en 2014 contre 7,8% entre 2000 et 2011), en Russie (0,0% contre 4,8%), au Brésil (0,4% contre 3,8%) et en Afrique du Sud (1,1% contre 3,6%). Les raisons de ce ralentissement sont multiples. Il est en partie conjoncturel, ces économies ayant souffert de la croissance atone dans la plupart des économies avancées. Mais les raisons semblent aussi être structurelles, c'est-à-dire résultant de problèmes d'offre (lacunes en matière d'infrastructure,

d'environnement des affaires,...<sup>(7)</sup>). Ce ralentissement de la croissance économique des BRICS confirme aussi l'existence d'un « piège du revenu intermédiaire <sup>(8)</sup> ». Cette tendance au ralentissement des grands pays émergents est d'autant plus préjudiciable pour le commerce international que son essor est très lié à celui des économies émergentes depuis 20 ans : leurs exportations de biens et services en valeur ont été multipliées par 6 depuis 1995, et celles des économies avancées par « seulement » 2,2. Les exportations en provenance des émergents représentent désormais 42% du total mondial, contre seulement 27% en 1994.

Graphique n° 3

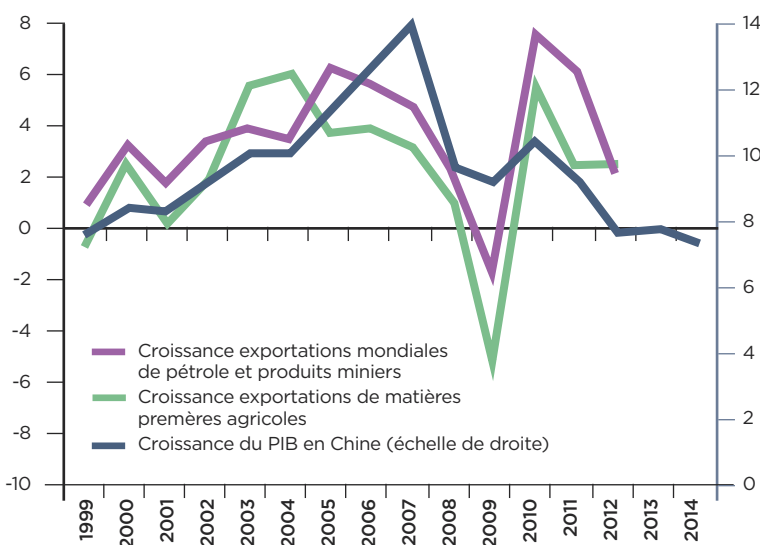
Part des matières premières dans les exportations mondiales de biens (en %)



Source : Nations unies

Graphique n° 4

Croissance du PIB chinois et des exportations mondiales de matières premières en volume (en %)



Sources : BNS, Nations unies

La baisse tendancielle de la croissance du PIB des économies avancées et des grands pays émergents a donc une incidence sur la dynamique du commerce international. Mais elle n'est pas la seule en cause. Entre 1990 et 2006, la croissance annuelle des exportations mondiales de biens et services a été deux fois plus élevée que celle du PIB mondial en moyenne. Mais ce ratio n'est que 1,2 <sup>(9)</sup> entre 2011 et 2013. La variation de ce ratio s'explique certes en partie par des facteurs cycliques : le tassement de l'activité étant principalement lié aux composantes de la demande comme l'investissement dont les importations sont très dépendantes, le commerce est naturellement impacté par le ralentissement de la croissance. Mais outre cette explication, le changement de niveau de ce ratio indique aussi que les fluctuations de la croissance mondiale n'expliquent pas à elles seules le ralentissement du commerce.

### Dans les années 2000, boom du commerce et boom des matières premières vont de pair

Le ralentissement de la croissance mondiale et notamment celui des économies émergentes pourrait aussi avoir un second effet négatif sur le commerce, via les matières premières. Celles-ci ont largement contribué à l'essor du commerce mondial depuis 20 ans : la part des matières premières dans les exportations mondiales de biens est passée de 22 à 31% entre 1995 et 2013. Dit autrement, les exportations de matières premières ont crû plus rapidement que les autres au cours de cette période. Les exportations de pétrole expliquent cette envolée. Elles représentent 57% des exportations mondiales de matières premières et leur part dans les exportations de biens s'élève désormais à 18%, contre 7% seulement en 1995 (voir graphique 3). Une envolée en partie imputable à la nette augmentation du prix du baril de pétrole, passé de 27 à 96 dollars entre 2000 et 2013 <sup>(10)</sup>.

Or cet essor résulte en grande partie de celui des pays émergents au cours de la même période, dans la mesure où leur croissance, tirée par l'investissement en infrastructure et en capital, est très consommatrice de matières premières. Dans la mesure où celle-ci devrait désormais davantage

(7) Voir Panorama Risque Pays Coface du printemps 2014 : « Quels pays émergents prendront le relais des BRICS ? ».

(8) Après avoir bénéficié d'une période de croissance forte liée à des coûts du travail faibles et/ou à des ressources naturelles abondantes ayant permis de passer du statut de pays à revenu faible à celui de pays à revenu intermédiaire, un pays souffre d'une diminution durable de son rythme de croissance. L'augmentation des coûts salariaux le rend moins compétitif face aux pays à bas revenu, sans pour autant qu'il soit encore en mesure de concurrencer les produits à haute valeur ajoutée des économies avancées.

(9) Source : calculs des auteurs à partir des données du FMI.

(10) Prix WTI, source : US EIA.

dépendre des services, et donc moins des matières premières, la croissance du volume d'échanges de ces dernières pourrait ralentir. Dans le détail, cet essor du commerce de matières premières est lié à l'expansion rapide de l'économie chinoise, à tel point que la Chine représente aujourd'hui plus de la moitié de la demande mondiale de charbon ou de nickel, plus de 40% de celle de cuivre ou encore de zinc et plus de 10% de celle de pétrole<sup>(11)</sup>. Le graphique 4 tend à le confirmer : l'accélération de la croissance chinoise au début des années 2000 coïncide avec une forte croissance des exportations mondiales de matières premières, à la fois agricoles, de pétrole et de produits miniers. A l'inverse, le ralentissement de l'économie chinoise est susceptible de contribuer au ralentissement du commerce de matières premières, les besoins chinois augmentant désormais moins rapidement. Les importations chinoises de pétrole en volume ont crû de « seulement » 5,8% par an en moyenne entre début 2012 et septembre 2013, soit près de 10 points de moins qu'au cours de la période 2003-2011 (15,5% par an en moyenne).

Les chiffres récents du commerce international des principaux pays émergents traduisent cette tendance au ralentissement des exportations de matières premières. Parmi les principaux pays émergents, ceux dont la croissance annuelle des exportations est la plus forte en juin 2014 vendent principalement des biens manufacturés (Pologne, Roumanie, République tchèque, Inde, Philippines). A l'inverse, les pays spécialisés dans la vente de matières premières et dont la Chine est un partenaire commercial privilégié figurent généralement à l'autre bout de l'échelle (Afrique du Sud, Pérou, Colombie, Indonésie, Chili).

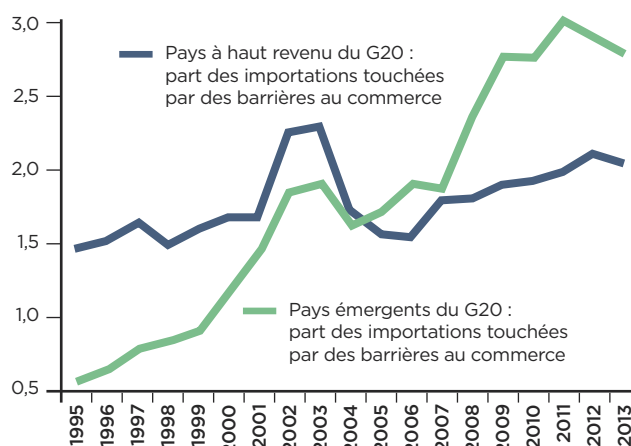
### Montée du protectionnisme « émergent » depuis la crise

Ces performances décevantes de nombreux pays en matière d'exportations et plus généralement la crise mondiale de 2008-2009 ont fait naître des craintes de recrudescence du protectionnisme, à l'image de ce qui s'était passé dans les années 30 après la crise de 1929. Le protectionnisme consiste en une politique d'un Etat visant à protéger ses entreprises contre la concurrence d'entreprises étrangères. Concrètement, les mesures protectionnistes, telles qu'elles sont répertoriées par la Banque mondiale, peuvent prendre différentes formes : elles incluent des mesures de sauvegarde<sup>(12)</sup>, d'antidumping<sup>(13)</sup> ou encore les subventions et ses mesures compensatoires<sup>(14)</sup>.

A travers sa base de données sur les barrières commerciales temporaires<sup>(15)</sup>, la Banque mondiale recense ces différents types de mesures protectionnistes dans 25 pays depuis le milieu des années 1990. Outre le nombre de mesures prises et son

évolution, ces données permettent de mesurer la part des importations touchées par ces mesures protectionnistes de chaque pays. Le graphique 5 illustre l'évolution de celle-ci depuis 1995 dans le cas des pays émergents du G20 et dans ceux à haut revenu. Il confirme une montée du protectionnisme à partir de 2008. Cet essor est marqué dans le cas des pays émergents. Mais beaucoup moins dans celui des économies développées, où la part des importations touchées par des mesures protectionnistes reste nettement inférieure au pic atteint en 2003.

Graphique n° 5  
Part des importations des pays du G20 touchées par des barrières temporaires au commerce (en %)



Source : Banque mondiale

Dans le détail, il semble que cette montée du protectionnisme dans les pays émergents émane principalement de la Russie, de l'Argentine, ou encore de l'Inde. C'est ce qui ressort des données fournies par *Global Trade Alert*<sup>(16)</sup> qui recense depuis novembre 2008 l'ensemble des mesures restreignant le commerce ainsi que celles le facilitant. En soustrayant des premières les secondes, il est possible d'en déduire un « nombre net » de mesures protectionnistes mises en œuvre dans chaque pays depuis cette date. D'après cet indicateur, l'Argentine est le pays le plus protectionniste, suivi de près par la Russie et l'Inde. Mais ces données de juillet 2014 ne tiennent pas compte des mesures d'interdiction d'importations de produits agroalimentaires en provenance de l'Union européenne, des Etats-Unis, du Canada et d'Australie décidées début août 2014 par le gouvernement russe. Leur comptabilisation ferait probablement passer la Russie en tête de ce classement. Au total, l'Argentine, la Russie et l'Inde ont chacun décidé plus de 250 mesures, soit presque 2 fois plus que les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie. C'est d'ailleurs un autre pays émergent qui est le plus victime de cette montée du protectionnisme : la Chine a été touchée par plus de 1200 mesures protectionnistes depuis 2008, soit près du double de n'importe quel autre pays<sup>(17)</sup>.

(11) Source : Standard Chartered

(12) Les mesures de sauvegarde consistent à interdire ou restreindre temporairement des importations afin de protéger une filière locale en grande difficulté.

(13) Lorsqu'une entreprise exporte un bien ou un service à un prix inférieur à celui appliqué sur son marché domestique, on dit qu'elle pratique du « dumping », ce qui peut conduire des gouvernements à décider des mesures « antidumping » pour protéger leurs entreprises nationales.

(14) Les subventions et ses mesures compensatoires : certaines subventions accordées par un pays à une de ses entreprises ou filières sont considérées comme des barrières au commerce, au même titre que les mesures compensatoires prises par les pays dont les entreprises ont subi les effets négatifs de ces subventions.

(15) <http://econ.worldbank.org/ttbd/>

(16) <http://www.globaltradealert.org/>

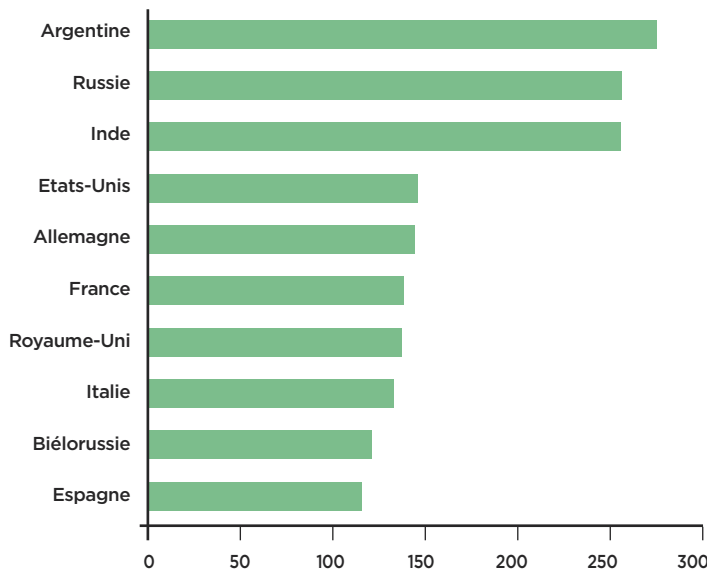
(17) Viennent ensuite dans l'ordre les Etats-Unis, l'Allemagne, l'Italie, la France, le Royaume-Uni, la Corée du Sud, l'Inde et la Thaïlande.



Les causes de ce protectionnisme sont connues : il s'agit pour un pays de préserver l'emploi à court terme en protégeant un secteur d'activité fragilisé par le ralentissement de la demande mondiale et/ou une détérioration de sa compétitivité. C'est par exemple le cas de nombreux pays émergents ayant subi un choc de croissance lié à la crise de 2008-2009 et des fluctuations fortes de leurs devises. La montée récente du protectionnisme dans plusieurs pays émergents s'explique aussi par leurs nouvelles stratégies de croissance, qui

consiste à favoriser l'essor de secteurs d'activité tournés vers leur demande interne. Dans cette optique, les mesures protectionnistes visent à protéger ces secteurs en développement. Enfin, certains pays émergents restreignent davantage les exportations de leurs matières premières ou de produits agricoles afin de contenir les prix sur le marché local et ainsi stimuler la consommation des ménages. Cela permet également de réduire les coûts de production des entreprises locales en manque de débouchés à cause de la crise.

Graphique n° 6  
Nombre net de mesures protectionnistes entre novembre 2008 et juillet 2014



Source : GTA

Mais après cette montée du protectionnisme dans les pays émergents entre 2008 et 2011, le graphique 5 souligne aussi qu'il a, au contraire, reculé en 2013, à la fois dans les économies avancées et émergentes. S'il se confirme, ce changement de tendance indique que la montée récente du protectionnisme est dans une large mesure un phénomène passager lié à la crise, à l'image de ce qui s'était passé après l'éclatement de la bulle internet en 2001. Il est donc davantage un phénomène temporaire et cyclique qu'un obstacle structurel.

Et enfin, l'importance prise par l'internationalisation des processus productifs depuis une vingtaine d'années rend aussi plus difficile une montée durable du protectionnisme : dans la mesure où les entreprises locales sont de plus en plus dépendantes de biens intermédiaires importés de l'étranger pour produire, toute mesure visant à restreindre ces importations pénalise ces producteurs locaux. Dans ce contexte, les autorités d'un pays sont moins incitées à appliquer des mesures permanentes de protectionnisme.

## 2

## LES CHÂÎNES DE VALEUR MONDIALES : NOUVELLE COLONNE VERTÉBRALE DU COMMERCE

La mondialisation a drastiquement transformé la façon dont biens et services sont produits et vendus. La première vague après la révolution industrielle avait permis au commerce mondial de se structurer en fonction des avantages comparatifs de chacun : chaque pays produit les biens pour lesquels il est le plus compétitif. La production s'était donc séparée géographiquement de la consommation.

**« La mondialisation a drastiquement transformée la façon dont les biens et services sont produits et vendus »**

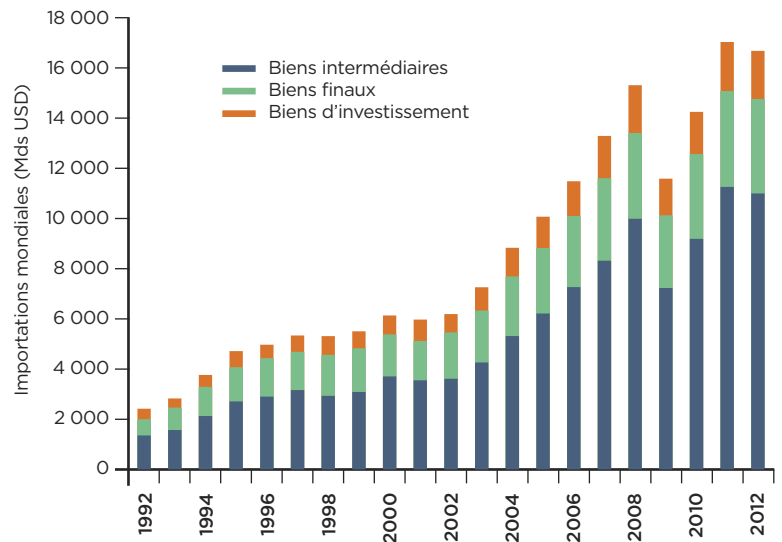
Or depuis une vingtaine d'années, c'est un second processus de séparation qui s'opère, très différent du premier. D'après Richard Baldwin<sup>(18)</sup>, la fragmentation s'opère de moins en moins entre pays et industries, mais de plus en plus de façon verticale au sein des chaînes de production d'un même produit. Ainsi les différentes tâches qui ponctuent la vie d'un produit de sa conception à son utilisation finale (R&D, design, fabrication, marketing, distribution, service après-vente...) sont opérées par des entreprises différentes et potentiellement dans différents pays. Elles sont nommées « chaînes de valeur » dans la mesure où à chaque étape, une certaine quantité de valeur est ajoutée.

(18) R.Baldwin (2009) : "The Great Trade Collapse: What Caused It and What Does It Mean?", The Great Trade Collapse, VoxEU.

## Chaînes de valeur : un rôle prépondérant dans les fluctuations du commerce

Cette répartition des tâches s'est de plus en plus faite à l'échelle mondiale, notamment grâce aux progrès rapides des technologies d'information et de communication ainsi qu'à la baisse des coûts du transport et des échanges. Ces avancées ont entraîné un changement profond dans les stratégies d'optimisation des entreprises (sous-traiter telle tâche, délocaliser telle autre). Ainsi, l'essor de ces chaînes de valeurs mondiales (CVMs) a joué un rôle prépondérant dans la forte croissance du commerce avant la crise. Les biens intermédiaires (biens importés, transformés et réexportés), qui sont au cœur des chaînes de valeurs, ont été en effet le principal moteur de cette croissance (graphique 7). Ils représentaient ainsi 66% des importations mondiales en 2012.

Graphique n° 7  
Nombre net de mesures protectionnistes entre novembre 2008 et juillet 2014



Source : OECD African Economic Outlook 2014

### Encadré 1

## UN BOULEVERSEMENT NÉCESSAIRE DES ANCIENNES MESURES DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

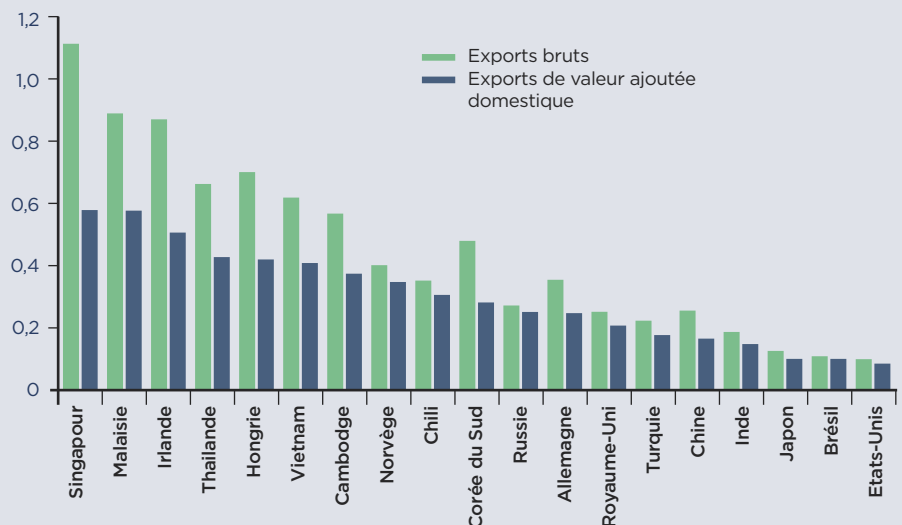
Une fois intégrée cette image d'un monde où le commerce de biens intermédiaires prédomine, un problème apparaît rapidement concernant les systèmes de comptabilité. Un même produit traversera les frontières plusieurs fois le long des différentes étapes de sa chaîne de production et sera ainsi compté plusieurs fois. Les données traditionnelles d'exportations (dites brutes) vont donc comptabiliser non seulement la valeur finale du produit, mais aussi toutes les étapes précédentes. Il est par conséquent nécessaire d'isoler la valeur ajoutée domestique par rapport à la valeur ajoutée étrangère afin d'avoir une image plus juste de ce qu'un pays

exporte réellement. De nombreuses organisations internationales (l'OCDE en tête) se sont attelées à la tâche de mesurer les exportations en valeur ajoutée, en décomptant ainsi la valeur produite préalablement à l'étranger et importée. Pour les pays exportateurs de matières premières, la donne ne change pas fondamentalement car la valeur provient directement des matières produites

(Chili, Russie, Norvège). Pour les Etats-Unis ou le Japon, la taille de leur économie leur permet d'avoir une large part de la chaîne de valeur sur le territoire national. Pour un certain nombre de pays par contre (Malaisie, Irlande, Thaïlande), la situation change significativement. Une part importante de la valeur de leurs exportations est soustraite car ayant été importée de l'étranger (graphique 8).

Graphique n° 8  
Exports de valeur ajoutée vs. exports bruts (% du PIB)

Source : OECD Tiva Database 2009



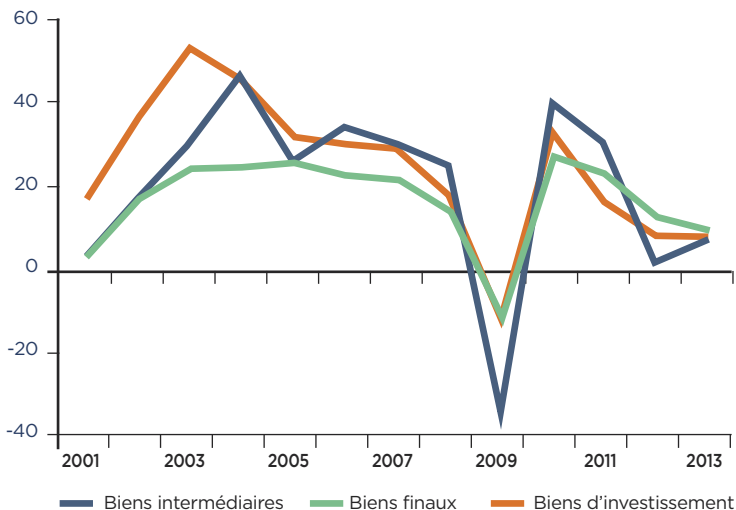
Mais à l'inverse, cette internationalisation des processus productifs et l'interdépendance accrue entre pays (c'est-à-dire les différents maillons de la chaîne) qui en découle, accélèrent la transmission des chocs. L'exemple de la crise de 2008 est révélateur. L'effondrement des échanges a été 5 fois plus élevé que celui du PIB. Lors des crises de 1991 et 2001, les échanges avaient en moyenne chuté 5 fois plus que le PIB d'après Caroline Freund<sup>(19)</sup>. Or les échanges de biens intermédiaires s'avèrent être ceux qui ont le plus souffert en 2009, pointant du doigt le rôle des CVMs dans la transmission de la crise au commerce international. Les exportations mondiales de biens intermédiaires ont ainsi chuté de -25% en 2009 (contre -21% « seulement » pour les biens de consommation et d'équipement). L'exemple de la Chine l'illustre (*graphique 9*) : l'ampleur de la chute des exportations de biens intermédiaires y a été beaucoup plus grande que celle des autres types

d'exports. L'analyse de la dynamique des exportations par secteur d'activité le confirme aussi : c'est l'industrie automobile, fortement intégrée dans les CVMs, qui a été le plus frappée, les exportations mondiales de ce secteur plongeant de 37% en 2009.

Les travaux académiques récents mettent en avant plusieurs explications possibles à cette réaction particulièrement forte des CVMs à la crise. L'effet de composition<sup>(20)</sup> en est une : le commerce mondial est composé à la fois d'échanges de biens complexes (davantage intégrés dans les CVMs) et de biens simples (comme les produits alimentaires). Les biens complexes sont souvent des biens durables dont l'achat peut être repoussé (voitures, télévisions...) En temps de crise, c'est la consommation de ce type de biens qui est reportée en premier lieu.

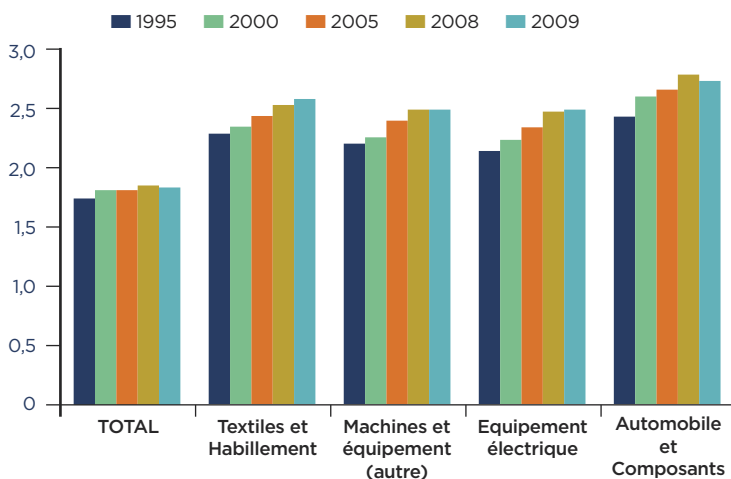
La question des stocks (ou « effet fouet »)<sup>(21)</sup> a aussi son importance : le terme d'effet « fouet » est né d'une étude de Proctor & Gamble sur la chaîne de valeur de ses couches Pampers. L'étude a observé que les commandes passées par les grossistes à ses usines variaient bien plus que les commandes passées des vendeurs aux grossistes, alors même que les ménages avaient une consommation de couches stable. L'effet fouet désigne ainsi l'amplification des fluctuations de la demande à mesure que l'on s'éloigne du consommateur le long de la chaîne de valeur. Cet effet amplifié peut être imputé à la gestion des stocks mais aussi aux asymétries d'information le long de la chaîne (différentes prévisions de la demande), aux délais de réception ou encore à la réduction des coûts par achat groupé. Plus concrètement lors de la crise de 2008-2009, le consommateur a d'abord réduit sa consommation. Les commandes des vendeurs aux grossistes ont ensuite chuté plus que le choc de demande initial car les vendeurs ont d'abord liquidé leurs stocks avant de recommander aux grossistes. Les grossistes ont ainsi réduit davantage leurs commandes relativement au choc négatif enregistré par la demande finale. Ainsi, plus on s'éloigne du consommateur, plus le choc s'amplifie.

**Graphique n° 9**  
Croissance des exportations chinoises par type de biens (en %)



Source : UN Comtrade (WITS)

**Graphique n° 10**  
Longueur de la chaîne de valeur (nombre d'étapes de production)



Source : OECD TIVA Database

## Les chaînes de valeur ont encore un bel avenir devant elles

Malgré ce rôle joué par les CVMs dans la propagation de la crise mondiale récente, elles semblent y avoir au total plutôt résisté. En effet, si la chute des exportations de biens intermédiaires a été plus forte, leur rebond en 2010 et 2011 a aussi été symétriquement plus marqué (*voir graphique 9 dans le cas de la Chine*). Le graphique 10 illustre cette résilience : le nombre d'étapes de production nécessaires à la production de biens n'a pas baissé (hormis dans le secteur automobile) en 2009 par rapport à 2008 malgré la crise. Or si les chaînes de valeur s'étaient « désintégrées » avec la crise, ce nombre se serait nettement réduit.

(19) C. Freund (2009), "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence.", World Bank Policy Research Working Paper.

(20) Francois et Woerz (2009), "Follow the bouncing ball" in The Great Trade Collapse, VoxEU E-book

(21) Altomonte et al. (2012), "GVCs during the Great Trade Collapse: a bullwhip effect?", ECB Working Papers



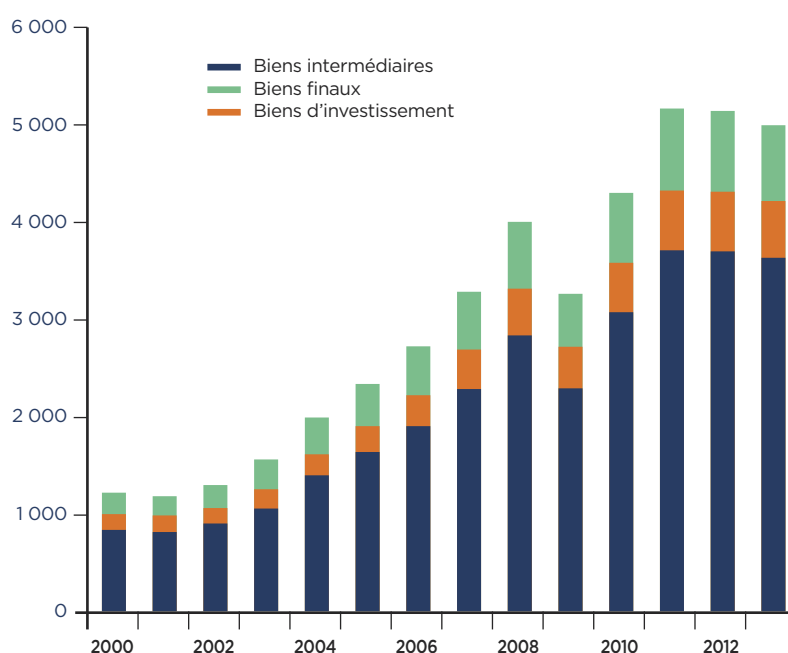
Au-delà de cette résilience apparente des CVMs face à la crise, plusieurs tendances structurelles laissent penser que leurs perspectives de croissance sont favorables à moyen terme. Tout d'abord, la part de ces étapes de production réalisées à l'international reste relativement faible malgré l'essor des chaînes de valeur lors de la décennie passée : seulement 12% des étapes de production est aujourd'hui réalisé à l'international. Même pour les secteurs très intégrés dans les CVMs comme le textile-habillement et l'automobile, cette part ne s'élève qu'à respectivement 18 et 23%. Les marges de progression sont donc importantes.

Le commerce international devrait ensuite profiter de l'intégration croissante des pays émergents et en développement dans ces chaînes de valeur mondiales. Ces derniers ont importé 37% des biens intermédiaires mondiaux en 2013, alors qu'ils n'en importaient que 24% en 2000. Et la part d'échanges entre pays émergents et en développement dans le commerce de biens intermédiaires mondial est passée de 6% en 2000 à 14% en 2013. Cette tendance devrait se poursuivre, en lien avec la croissance de ces marchés. C'est notamment le cas pour l'Afrique, dont la part dans les CVMs est encore très faible et dispose donc d'opportunités importantes d'intégration. La croissance soutenue des salaires en Asie (voir partie 3 page 10) devrait favoriser l'implantation sur le continent africain d'entreprises dont les coûts de production dépendent beaucoup du coût de la main-d'œuvre (textile-habillement par exemple). En outre, la classe moyenne des pays émergents a déjà pris une importance considérable et reste sur une dynamique d'expansion. A mesure que ces marchés domestiques s'agrandissent, la demande pour les biens caractéristiques des CVMs (voitures, téléphones,...) va croître.

L'exemple des secteurs des services illustre aussi ces perspectives favorables en matière d'essor des chaînes de valeurs mondiales. La branche des services représente à la fois un secteur à part entière mais aussi une étape de n'importe quelle chaîne de valeur. Les avancées des technologies de communication et d'information ont permis aux services de devenir de plus en plus commercialisables. Ainsi avec la nouvelle comptabilité en valeur ajoutée (voir encadré 1 page 7), il apparaît que la part des services dans les exportations mondiales atteint 43% en 2009, contre seulement 20% avec la comptabilité traditionnelle. Mais si ce ratio s'élève à 54% pour l'Union européenne, il n'est que de 29 et 37% respectivement pour la Chine et le Brésil. Cet écart atteste d'un potentiel important en matière d'exportations de service, notamment pour les pays émergents. L'Inde fait figure de précurseur et de référence en la matière : les services y représentent déjà 52% des exportations. Ce chiffre traduit l'importance prise par les exportations de services informatiques ainsi qu'à l'externalisation des processus métiers (BPO) et connaissances (KPO) dans l'économie indienne.

« Le commerce international devrait profiter de l'intégration croissante des pays émergents dans les chaînes de valeurs mondiales »

Graphique n° 11  
Evolution des importations des pays émergents et en développement (Mds USD)



Source : UN Comtrade (WITS)  
Calculs Coface suivant la Clasificación BEC

Ces échanges se sont d'ailleurs révélés résilients face à la crise de 2008-2009, grâce à la volonté accrue des multinationales de secteurs d'activité divers et variés de diminuer leurs coûts de production <sup>(22)</sup>. Dans ce contexte, d'autres pays comme les Philippines ont emboîté le pas de l'Inde dans ce domaine. Des pays d'Europe centrale et orientale et d'Amérique latine devraient suivre.

Mais cette tendance à l'insertion dans les chaînes de valeur s'est essentiellement faite directement au niveau mondial, si bien que sa dimension régionale reste faible, hormis en Asie.

(22) Voir Gereffi et Fernandez-Stark (2010) in The Global Value Chains in a postcrisis world, The World Bank

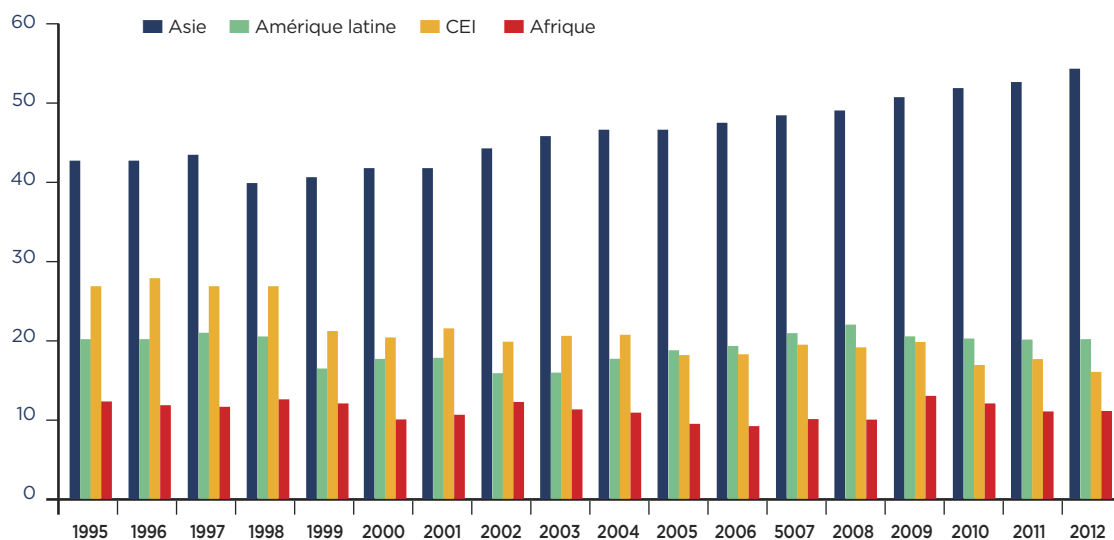
### 3 LE COMMERCE INTRA-RÉGIONAL : MAILLON MANQUANT DE LA CHAÎNE, SAUF EN ASIE

#### Pas de progression malgré la multiplication d'accords régionaux

La part du commerce intra-régional a peu progressé au cours des dernières années. Selon les données du rapport 2013 de la CNUCED sur les échanges de marchandises, le commerce intra-régional a globalement augmenté moins vite que le commerce extra-régional au cours des cinq dernières années. Ainsi, le commerce intra-européen (y compris les échanges intra-UE) compte encore pour environ 65% des exportations de la zone, alors qu'il représentait plus de 70% du total au milieu des années 1990. Dans la plupart des régions émergentes (Amérique du Sud, Afrique, Moyen-Orient, CEI), la proportion des échanges intra-régionaux dans le total de leurs échanges ne progresse pas beaucoup plus et elle demeure faible : de l'ordre de 11 % pour l'Afrique, 20% pour l'Amérique latine et 15% pour la CEI. L'Asie fait, à ce titre, figure d'exception : la part du commerce intra-régional dans les exportations des pays de cette zone est passée de 42 % en 1990 à près de 54 % en 2012 (voir graphique 12).

De nombreux pays ont pourtant souhaité favoriser le commerce régional depuis une vingtaine d'années, notamment à travers des accords régionaux visant à libéraliser ou faciliter le commerce à l'échelle régionale (sous forme de zones de libre-échange ou d'unions douanières par exemple). Leur nombre s'est en effet multiplié à partir du milieu des années 1990 pour répondre à des préoccupations économiques mais aussi politiques. La première motivation de la signature d'un accord régional est la libéralisation des échanges par la suppression, ou tout au moins la réduction, des barrières commerciales (tarifaires ou non). En outre, les déceptions face à la lenteur des négociations et des progrès au niveau de la libéralisation des échanges multilatéraux (dans le cadre du GATT puis de l'OMC) ont également encouragé certains pays à privilégier le rapprochement avec quelques pays de leur continent. Des motivations plus politiques peuvent aussi être avancées, notamment pour les pays en voie de développement désireux de se regrouper pour davantage peser dans les relations internationales. Enfin, un resserrement des liens économiques et commerciaux peut être considéré par certains gouvernements comme un moyen de favoriser le rapprochement politique et diplomatique avec des pays voisins.

Graphique n° 12  
Part des exportations intra-régionales dans le total des exportations (en %)



Source : CNUCED

Encadré 2

## LE COMMERCE INTRA-AFRICAIN FREINÉ PAR DES ENTRAVES STRUCTURELLES

Le commerce intra-africain demeure faible : il dépasse à peine 10% du commerce total de la région, soit le niveau le plus faible parmi les grandes régions émergentes (voir graphique 12 page 10). Le niveau officiel des échanges entre pays du continent est certes sous-évalué en raison de la non-comptabilisation des échanges informels entre pays voisins, qui échappent à l'enregistrement par les douanes. Mais au-delà de ce problème comptable, il existe de réelles entraves à l'accroissement du commerce intra-régional en Afrique. L'absence de complémentarité entre les profils d'exportation et d'importation des pays est l'un des principaux

freins à ces échanges. Les exportations africaines restent concentrées sur quelques produits peu transformés, essentiellement primaires, le pétrole représente en effet, en valeur, près d'un tiers de ces échanges en 2012, contre 25 % en 2010. A l'inverse, les pays africains doivent se fournir à l'extérieur du continent en produits transformés et sont donc moins intégrés aux chaînes de valeurs que les pays d'autres zones. Le commerce intra-régional en Afrique souffre également des défaillances des infrastructures. Les coûts de transports entre pays africains (routier ou aérien) sont ainsi plus élevés que dans d'autres régions

et les liaisons ferroviaires sont peu nombreuses. Ainsi, le coût moyen<sup>(24)</sup> de l'exportation des pays d'Afrique subsaharienne est plus de 2 fois plus élevé que celui des pays de l'OCDE, d'Asie de l'Est, du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord. Il est 60% plus élevé que celui d'Amérique latine. Enfin, la multiplication des accords d'échanges régionaux entre pays d'Afrique (au nombre de quatorze) constitue plutôt un frein au développement du commerce sur le continent, à cause des barrières (tarifaires ou non) imposées pour les relations commerciales à l'extérieur de ces blocs commerciaux.

Mais l'impact effectif de ces accords sur les échanges intra-régionaux se révèle décevant, comme l'illustre l'exemple de l'Afrique (voir encadré 2).

Dans ce contexte, l'OMC<sup>(23)</sup> prévoit que la tendance à long terme (à l'horizon 2035) pourrait être à la baisse de la part du commerce réalisé dans le cadre de grands accords commerciaux régionaux. Dans les différents scénarii envisagés, les échanges intra-régionaux resteraient au mieux stables. Dans un scénario moins optimiste, ils pourraient être en recul au profit des relations commerciales entre zones régionales (dans le cadre d'accords « méga-régionaux »). Le commerce intra-européen serait particulièrement affecté : sa part dans le commerce mondial qui pourrait chuter de 22% à 9%, même s'il continuerait à progresser en valeur. D'après ces projections, seul le commerce intra-régional en Asie conserverait un potentiel de croissance important.

« Le commerce intra-régional a globalement augmenté moins vite que le commerce extra-régional au cours des cinq dernières années »

### Une exception : l'Asie

Depuis le début des années 2000, les exportations mondiales ont augmenté rapidement, enregistrant un taux de croissance de 8,6 % par an en moyenne sur la période. Même si ce chiffre est déjà impressionnant en soi, les taux de croissance des transactions relatives à l'Asie sont encore plus élevés. Les exportations totales de biens en provenance d'Asie vers le reste du monde se sont envolées, passant de 1700 milliards de dollars en 2000 à 5800 milliards de dollars en 2013, avec un taux de croissance annualisé de 10,1 % (voir tableau 1).

Tableau n° 1  
Croissance des exportations 2000-2013

		Région exportatrice	
		Monde	Asie
Région importatrice	Monde	<b>8,58%</b>	10,08%
	Asie	10,79%	<b>10,77%</b>

Sources : OMC, Coface

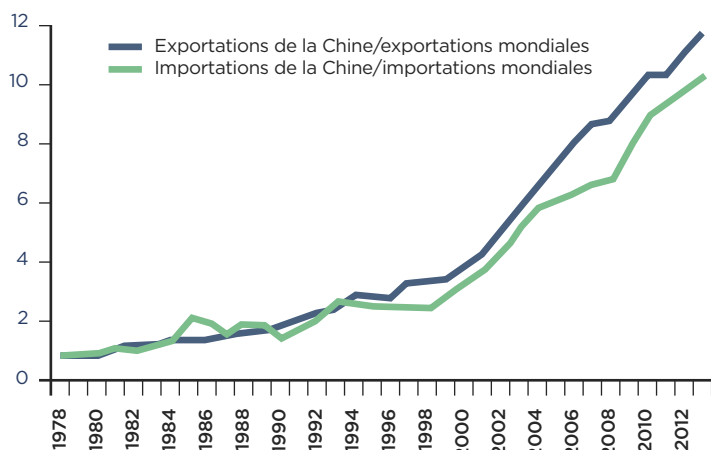
Les matières premières ont crû particulièrement rapidement au cours des années (soit 14,4 % de croissance par an en moyenne), en ligne avec les tendances mondiales (voir partie 1 page 3). La Chine a activement contribué à la croissance des exportations pendant cette période.

(23) Lionel Fontagné, Jean Fouré et Alexander Keck (avril 2014): "Simulating world trade in the decades ahead: driving forces and policy implications", document de travail, OMC.

(24) Le coût associé à toutes les procédures nécessaires pour l'exportation de marchandises. Il comprend les frais relatifs aux documents, les frais administratifs pour le dédouanement et le contrôle technique, les frais de courtier en douanes, les frais de manutention au niveau des terminaux et le transport terrestre. Source : Doing Business 2014.

Depuis 1978, au moment où la Chine a commencé à sortir de son isolement, elle est apparue comme un acteur clé dans les chaînes de valeur mondiales. En effet, comme l'illustre le graphique 13, les exportations et les importations chinoises représentaient 0,8 % du total mondial en 1978 contre respectivement plus de 11,7 % et de 10,3 % aujourd'hui. À la fin de l'année 2013, les exportations chinoises étaient 226 fois plus élevées qu'en 1978, avec un taux de croissance annuel de 16,8 % en moyenne sur la période.

Graphique n° 13  
Part de la Chine dans le commerce mondial (en %)



Sources : CEIC, Coface

L'intégration rapide du rôle de la Chine dans le commerce international s'explique en partie par des faibles coûts de production, notamment du coût de l'immobilier et du travail. S'appuyant sur l'avantage que représentent les ressources à faibles coûts disponibles dans le pays, la Chine a rapidement développé ses secteurs industriels et s'est taillé la réputation « d'usine du monde »<sup>(25)</sup>.

Sans surprise, les biens manufacturés sont devenus les principaux biens exportés par le pays, ceux-ci représentant désormais environ 95 % des exportations totales en 2013, contre 50 % en 1980 (voir le graphique 14).

Cependant, après une décennie caractérisée par une forte croissance et une main-d'œuvre à faible coût, le coût du travail a considérablement augmenté en Chine du fait, notamment, de l'effet *Foxconn*<sup>(26)</sup>. Il a ainsi crû de 59,6 % entre 2009 et 2013, passant de 32 244 RMB/an à 51 474 RMB/an. Cette hausse des salaires à deux chiffres a incité des entreprises à quitter la Chine au bénéfice de ses pays voisins de l'ASEAN, où les salaires demeurent faibles par rapport à ceux des pays développés, ou même de la Chine. Pourtant, les entreprises de certains de ces pays sont également confrontées à la pression de l'augmentation du coût du travail<sup>(27)</sup> en raison de revendications sociales et de l'inflation (par exemple, le salaire nominal mensuel moyen des travailleurs du secteur manufacturier en Indonésie a augmenté à 1 913 200 IND par mois en 2014, contre 333 000 IND au début de l'année 2000).

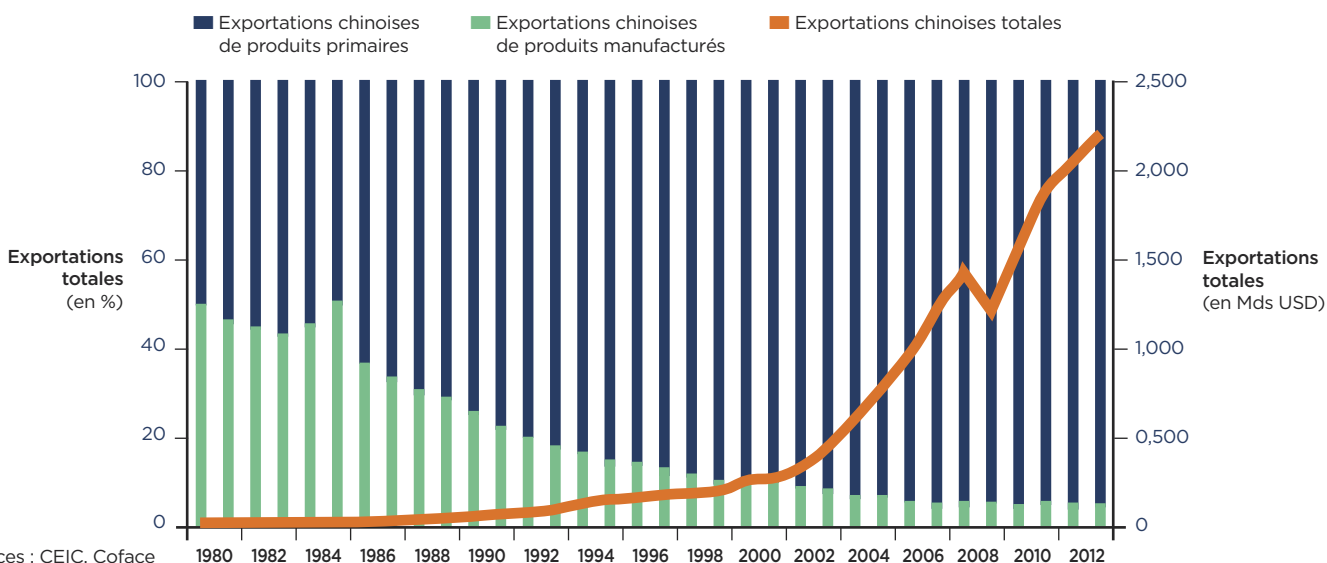
Tableau n° 2  
Niveaux du salaire minimum dans différents pays asiatiques

Pays	Salaire mensuel minimum en dollars US (2005)	Salaire mensuel minimum en dollars US (2011)
Chine	71,9	184,3
Indonésie	47,8	98,3
Inde	38,2	56,4
Philippines	159,7	253,5
Thaïlande	112,9	177,4
Vietnam	22,0	38,6*

\* en 2010

Source : Organisation internationale du travail

Graphique n° 14  
Répartition des exportations chinoises par produit



Sources : CEIC, Coface

(25) Chen, X (2007) "Is China the Factory of the World?", Ritsumeikan Asia Pacific University, RCAPS Occasional Paper N° 07-4

(26) Une série de suicides de salariés Foxconn en 2010 a entraîné des augmentations de salaires dans l'industrie de la fabrication

(27) ASEAN Briefing

Même si la hausse des salaires est susceptible d'estomper l'avantage concurrentiel à l'exportation de ces pays, elle devrait, par ailleurs, stimuler la demande locale. Selon Coface, avec l'émergence de la classe moyenne asiatique, les dépenses de consommation de la région devraient augmenter dans les années à venir<sup>(28)</sup>, ce qui aura également un impact significatif sur la structure du commerce mondial. Avec la hausse du pouvoir d'achat des ménages asiatiques, les biens de consommation exportés vers l'Asie en tant que pourcentage des exportations totales dans le monde ont augmenté de façon constante relativement aux exportations mondiales. Par exemple, selon Helble et Ngiang, les exportations de biens de consommation de l'Asie de l'Est dans la région ont augmenté, passant de 23,8 % en 1999-2000 à 27,2 % en 2011-2012 des exportations régionales totales de ces produits<sup>(29)</sup>. Sur la même période, la part des exportations de la région vers les consommateurs traditionnels - l'UE et les États-Unis - a diminué de 58 % à 42 %. Ces tendances indiquent que les demandes finales de la production régionale basculent vers des partenaires régionaux, réduisant la dépendance aux États-Unis et aux pays européens.

Parallèlement au boom des pays asiatiques sur le plan économique, il apparaît également que les échanges commerciaux sont devenus plus fréquents entre ces derniers. Le total des exportations intra-asiatiques a augmenté de 10,8 % par an entre 2000 et 2013 (voir tableau 1 page 11), pour atteindre 3100 milliards de dollars en 2013. Dans le même temps, les exportations intra-asiatiques, incluant le Japon, ont également progressé en pourcentage des exportations asiatiques totales, passant de 49,1 % en 2000 à 53,4 % en 2013. Même si les États-Unis et les pays de la zone euro resteront des consommateurs clés des produits finis fabriqués dans la région, le commerce intra-asiatique devrait également continuer de représenter une part significative des activités commerciales régionales à l'avenir, avec une marge de progression possible par rapport au niveau existant (53,4 % en 2013, voir graphique 15). Avec une croissance des activités économiques plus forte dans la région que dans le reste du monde, l'Asie devrait davantage consommer ses propres produits finis, tandis que le commerce intra-régional des biens intermédiaires devrait croître.

Cependant, même si la Chine devrait demeurer un exportateur clé sur le plan du commerce international, le pays connaît des difficultés qui pourraient se répercuter sur les industries d'exportation traditionnellement fortes. D'une part, alors que la croissance du salaire moyen a ralenti pour atteindre son plus bas niveau en 12 ans en 2013 (soit 10,1 % en glissement annuel), la pression sur les salaires devrait continuer à peser sur les marges des entreprises. En outre, malgré la légère dépréciation du yuan par rapport au dollar cette année, sa valeur a augmenté de plus de 25 % par rapport au billet vert depuis juin 2005, ce qui pénalise aussi la compétitivité des entre-

prises chinoises. Par ailleurs, le gouvernement vise à ajuster son modèle économique pour se concentrer davantage sur des activités à forte valeur ajoutée<sup>(30)</sup>. Ces évolutions auraient pour effet de réduire l'avantage comparatif des exportateurs chinois.

Compte tenu de ces évolutions, les pays où les salaires sont plus faibles (comme l'Indonésie ou le Vietnam, voir tableau 2 page 12) sont susceptibles de tirer profit des délocalisations depuis la Chine. En outre, les pays ayant investi dans des projets d'infrastructures pourraient attirer davantage d'entreprises dans le cadre de cette tendance aux délocalisations. Par exemple, la Thaïlande - dont l'indice de performance logistique<sup>(31)</sup> (IPL) par est plus élevé que celui de ses voisins, pourrait en tirer profit, puisqu'elle dispose d'infrastructures de meilleure qualité favorisant le commerce.

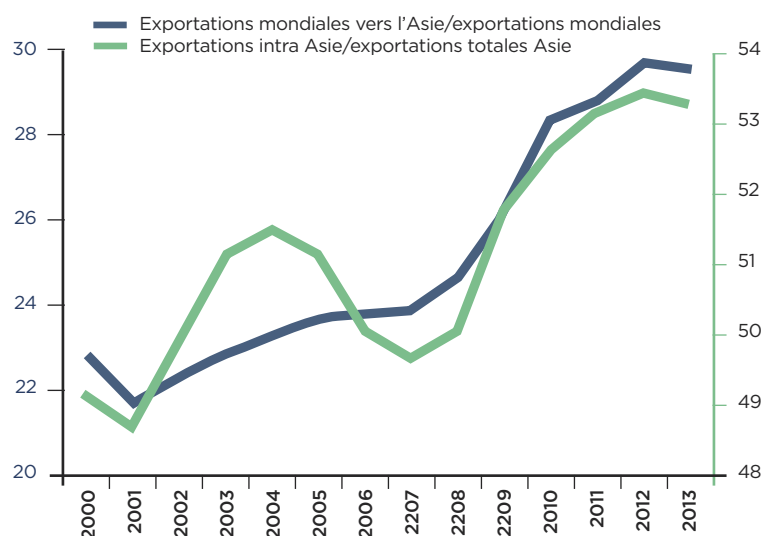
Tableau n° 3  
Indice de performance logistique par pays (IPL)

Pays	IPL (2004/2008)	IPL (2009/2013)
Chine	3,49	3,52
Inde	3,12	3,08
Indonésie	2,76	2,94
Thaïlande	3,29	3,18
Vietnam	2,96	3,00

Source : Banque mondiale

Enfin, les exportateurs traditionnels de matières premières (notamment l'Australie, la Malaisie et l'Indonésie), qui ont surfé sur la vague de la demande de ces produits au cours de la dernière décennie, devraient être affectés par la moindre croissance de la demande chinoise de ces matériaux.

Graphique n° 15  
Part de l'Asie dans le commerce mondial (en %)



Sources : Base de données de l'OMC 2013, Coface

(28) Carre, Marcilly and Tung (2013) Should we stake everything on Asian consumers, Coface

(29) Helble and Ngiang (2014) From Global Factory to Global Mall: East Asia's Changing Trade Composition. ADBI Working Paper 496. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

(30) Tung (2013) Targets by 2020, Coface

(31) Indice de performance logistique, La Banque mondiale



## 4 CONCLUSION

La crise économique de 2008-2009 a eu de nombreux effets négatifs sur le commerce mondial. Un effet direct évident d'abord sur la croissance du PIB, qui est moindre. Et des effets indirects ensuite sur la demande et donc le commerce de matières premières qui ont souffert de la baisse d'activité. Cette dernière est aussi à l'origine d'une montée du protectionnisme, notamment dans certains pays émergents, qui entrave le commerce. L'importance prise par l'internationalisation des chaînes de valeur au cours des deux dernières décennies a accéléré la propagation de la crise au commerce. Enfin, le commerce intra-régional n'a pas permis de compenser ces vulnérabilités. On aurait pourtant pu penser que des zones émergentes profitent de la récession dans les économies avancées pour davantage commercer avec les pays de leur région. Mais il s'avère que le commerce intra-régional ne progresse pas ou peu, l'Asie faisant figure d'exception.

Une partie du ralentissement récent du commerce mondial étant liée à celui de l'activité économique, la baisse de la croissance potentielle des principales économies développées et émergentes rend improbable un retour de la croissance des échanges internationaux à son niveau d'avant crise (plus de 8% par an en moyenne entre 2002 et 2008). Mais les timides améliorations des perspectives conjoncturelles plaident tout de même pour un rebond du commerce mondial dans les prochains trimestres. Coface anticipe en effet que la croissance du PIB mondial accélérera cette année, pour la première fois depuis 2010. Il devrait en être de même l'année prochaine, même si elle ne retrouvera pas son niveau d'avant crise. Ajouté à la poursuite de l'inter-

nationalisation des chaînes de valeur qui continuera de soutenir les échanges, ces perspectives de croissance conduisent Coface à tabler sur une croissance du commerce mondial de l'ordre de 5% en 2015. C'est certes inférieur aux années d'avant crise, mais c'est bien mieux qu'au cours des deux dernières années.

Au-delà de son rythme de croissance, c'est également la structure du commerce qui va connaître des bouleversements. La tertiarisation des économies avancées et émergentes devrait se traduire par la tertiarisation du commerce. La vitesse de ce processus dépendra notamment de la rapidité des progrès technologiques. Par exemple, les innovations dans la communication et la coordination telles que la téléprésence accéléreront l'internationalisation des chaînes de valeur et le commerce de services, qui ne représente que 20% du total à l'heure actuelle (14% dans les pays émergents). A l'inverse, des avancées technologiques rapides pouvant accélérer le processus de robotisation des tâches répétitives et peu qualifiées supprimeront donc ces étapes de production dans le secteur industriel, réduisant ainsi le commerce de composants.

Cette tertiarisation à venir du commerce international comporte un avantage majeur : elle devrait rendre ses fluctuations moins marquées, les variations d'activité des secteurs de services étant généralement moins fortes que celles de l'industrie. La résilience des activités d'externalisation de services lors de la crise de 2008-2009 en atteste. Dans les années à venir, la croissance du commerce mondial sera donc plus modérée que dans les années 2000, mais aussi moins volatile.

ARGUMENTAIRE

# MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS RISQUE PAYS ET LEURS ARGUMENTAIRES

## RECLASSEMENTS, LEVÉE DES SURVEILLANCES NÉGATIVES OU MISE SOUS SURVEILLANCE POSITIVE

Pays	Ancienne évaluation	Nouvelle évaluation
Belgique	A3	A3↗
Pays-Bas	A3	A3↗
Espagne	B↗	A4
Cambodge	D	D↗

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).

L'Évaluation climat des affaires mesure la qualité de l'environnement des affaires des entreprises d'un pays, plus précisément les fiabilité et disponibilité des comptes, et le caractère efficace et équitable du système juridique pour les créanciers.

### Belgique : A3↗

- Retour de la croissance (1% en 2014 et 1,5 % en 2015)
- Taux d'utilisation des capacités de production proche de la moyenne historique (près de 80%)
- Reprise de l'investissement des entreprises et des ménages
- Augmentation de la consommation des ménages
- Bonne expérience des paiements pour Coface
- Baisse du nombre de faillites (-8,6% sur un an sur la période mars-août)
- Poursuite de la consolidation budgétaire (déficit de 2,5% en 2014).

### Pays-Bas : A3↗

- La croissance économique a repris au T2 2014 (+0,7% t/t), après un recul temporaire (conditions climatiques), tirée principalement par les exportations
- Les prix immobiliers remontent légèrement depuis avril 2014
- Le niveau d'endettement des ménages reste élevé mais le taux de défaut de ces derniers demeure contenu, en raison notamment d'une importante épargne financière
- Le chômage diminue progressivement (6,6% en août 2014),
- Les faillites ont commencé à refluer à compter du 3<sup>ème</sup> trimestre 2013
- Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont diminué.

### Espagne : A4

- La croissance économique a continué de se renforcer au deuxième trimestre 2014 (+0,6% t/t) ; la croissance du secteur de la construction est devenue légèrement positive (+0,9% t/t) ; la demande intérieure prend progressivement le relais de la demande extérieure
- Les indicateurs économiques avancés (PMI Markit) demeurent parmi les plus élevés de la zone euro
- Bien que toujours élevé, le chômage continue de refluer (24,4% en août 2014)
- Les entreprises ont fortement accru leurs marges au cours des six dernières années (42,4% au T1 2014)
- Les faillites ont reculé de 30% sur un an au T2 2014
- Les incidents de paiement enregistrés par Coface ont sensiblement diminué.

### Cambodge : D↗

- L'activité économique est vigoureuse : le taux de croissance du PIB est supérieur à 7% depuis 2011. Le pays bénéficie de la robustesse des exportations textiles qui profitent d'un accès préférentiel aux marchés européen, américain et canadien.
- Les IDE continuent de progresser en raison des délocalisations en provenance de Chine et du Vietnam et des partenariats publics-privés mis en place pour les projets d'infrastructures énergétiques.
- La croissance du PIB est également soutenue par le secteur du tourisme qui bénéficie de la diversification de l'origine des touristes.
- Les investissements en infrastructure et la croissance rapide du crédit profitent au secteur de la construction.
- La situation budgétaire du pays s'est améliorée et les dettes publiques et externes restent faibles.

## DÉCLASSEMENTS, LEVÉES DES SURVEILLANCES POSITIVES OU MISE SOUS SURVEILLANCE NÉGATIVE

Pays	Ancienne évaluation	Nouvelle évaluation
Turquie	A4↓	B
Ghana	B↓	C
Russie	B↓	C
Liban	C	C↓
Sierra Leone	C	C↓
Venezuela	C↓	D

### Turquie : B

- Dette extérieure des entreprises croissante
- Nombreux impayés dans plusieurs secteurs économiques
- Dépendance aux capitaux étrangers
- Fortes tensions politiques et sociales
- Le problème kurde est amplifié par le conflit en Syrie et en Irak.

### Ghana : C

- Le Ghana fait face à un ralentissement de sa croissance économique et à d'importants déficits public et courant.
- Le niveau élevé des taux d'inflation (15%) et d'intérêt pèsent sur la demande intérieure.
- Malgré une réévaluation après l'émission obligataire de septembre, la monnaie nationale s'est fortement dépréciée (30% depuis janvier).
- Des difficultés de paiement de certaines entreprises sont observées.
- Les autorités ghanéennes ont demandé l'aide du FMI et un programme de réformes économiques en vue de l'assainissement budgétaire est en négociation. Un accord est attendu d'ici début 2015, mais la mise en œuvre de mesures (la baisse des subventions sur l'énergie et le ralentissement de la hausse des salaires publics devraient faire partie des recommandations) pourrait être retardée par les risques de mécontentement de la population et la perspective des élections de 2016.
- Les perspectives économiques de long-terme du pays restent néanmoins favorables (réserves de pétrole et d'or importantes et environnement des affaires favorable).

### Russie : C

- La crise ukrainienne a un impact négatif sur une croissance déjà ralentie en raison notamment du repli de l'investissement.
- Le niveau élevé d'inflation (7,5%-8%), la modération de la hausse des salaires et l'endettement croissant des

ménages pèsent sur la consommation.

- Dépréciation du rouble qui a conduit la banque centrale à relever progressivement son taux d'intérêt directeur (de 5,5% à 8% entre mars et juillet), ce qui accentuera le ralentissement de la croissance en pesant sur le crédit et l'investissement.
- Les effets des sanctions imposées par les E-U et l'UE (notamment les restrictions sur l'accès aux financements en USD pour certaines entreprises) et de l'embargo sur certains produits risquent d'accentuer le ralentissement.
- Risque d'accélération des sorties de capitaux qui ont atteint 77 mds \$ sur les 9 premiers mois de l'année 2014 (63 Mds \$ sur l'année 2013).

### Liban : C↓

- Un environnement économique morose : l'économie libanaise connaît une période de stagnation depuis 2011 avec un taux d'accroissement du PIB bien inférieur à sa croissance potentielle. La valeur ajoutée a augmenté de 2,5% en 2012 et elle devrait connaître une augmentation inférieure en 2013 avec un taux avoisinant les 1,5%. L'année 2014 risque d'enregistrer un taux de croissance autour de 2% qui reste dans la tendance observée les années passées. Un retour à la croissance semble prévu pour 2016 mais ce dernier sera fortement corrélé au dénouement de la crise politique actuelle.
- Une crise politique qui perdure : Le mouvement du 8 mars (proche du Hezbollah) et la coalition du 14 mars (rassemblant le Courant du Futur, le Parti socialiste progressiste et les Forces libanaises) ne parviennent pas à convenir d'un accord autour du mandat présidentiel et reportent ainsi les élections législatives prévues pour novembre 2014. De surcroît, la crise politique actuelle ne laisse pas présager l'émergence d'un leadership pouvant entreprendre les mesures économiques et politiques nécessaires pour sortir le pays son marasme.

- Le contrecoup du conflit syrien sur l'économie libanaise se fait de plus en plus ressentir. L'afflux de la population syrienne et irakienne pèse sur le marché libanais. De plus, la fermeture de la frontière syrienne prive le pays de son principal partenaire commercial.

- Le Daech (faction armée autoproclamée en Etat œuvrant en Irak et en Syrie) poursuit ses incursions à la frontière syrienne et constitue toujours une menace pour l'intégrité de l'Etat libanais.

- L'immobilier et le tourisme, secteurs moteurs de l'économie libanaise sont les premiers à pâtir de la situation sécuritaire. Le recul de la demande adressée aux entreprises combiné à une pression à la baisse sur leurs marges met à mal le tissu économique libanais.

- La dépréciation de l'environnement sécuritaire conjugué au ralentissement économique influent sur le moral des ménages comme le montre l'indice de confiance des ménages qui a atteint son niveau le plus bas en 2013.

- La dette publique libanaise continue de croître en 2014 pour atteindre 150% du PIB. Majoritairement détenue par les banques nationales, elle risque à terme de fragiliser un système bancaire qui subit d'ores et déjà le recul de l'activité. Au vue de la situation actuelle, sans amélioration de la conjoncture et sans mesures coercitives pour la contenir la dette risque de retrouver les niveaux observés de 2000 à 2006.

### Sierra Leone : C↓

- L'économie du pays est fortement affectée par les conséquences du virus Ebola sur l'activité agricole et minière ainsi que les échanges.

### Venezuela : D

- Environnement des affaires très difficile
- Récession et hyperinflation : respectivement -2% et 64% en 2014
- Retards de paiement importants
- Baisse des réserves de la banque centrale
- Fragilité politique
- Baisse des prix du pétrole et chute de l'excédent courant : 2% en 2014 contre 7,7 % en 2011
- Incapacité à accroître la production pétrolière.

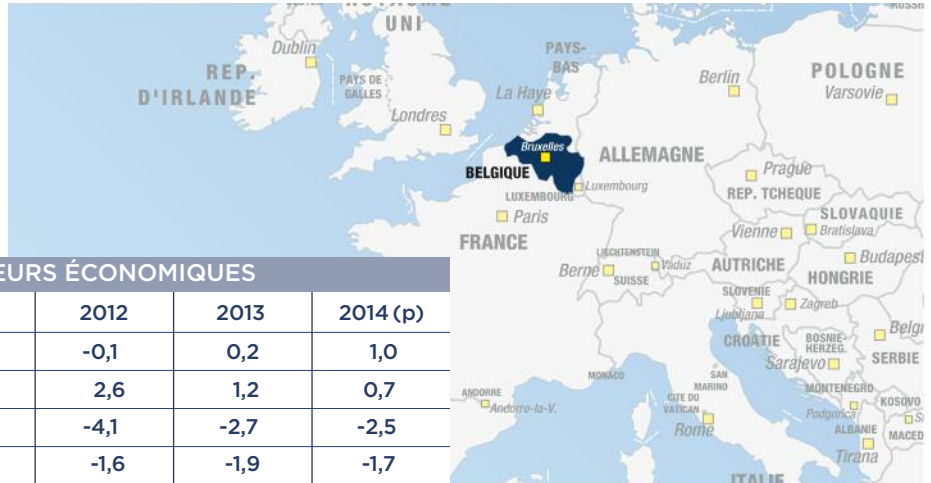
# BELGIQUE

## ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A1

Environnement  
des affaires

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	1,8	-0,1	0,2	1,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,4	2,6	1,2	0,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,8	-4,1	-2,7	-2,5
Solde courant / PIB (%)	-1,1	-1,6	-1,9	-1,7
Dette publique / PIB (%)	98,0	99,7	101,5	102,0

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Une reprise modérée bénéfique pour les entreprises

La reprise modérée enclenchée au deuxième trimestre 2013 se poursuit et devrait se fortifier sur la fin d'année et en 2015. Alors qu'elle reposait initialement sur les exportations, elle est, à présent, largement portée par la demande intérieure. Les ménages, plus confiants, n'accroissent plus leur épargne et augmentent leur consommation. La prudence reste toutefois de mise face à la faible progression de l'emploi et de leur revenu réel disponible, malgré l'indexation des salaires, des retraites et des allocations sociales sur l'indice des prix (hors alcool, tabac et carburant). L'investissement en équipements des entreprises ne recule plus et enregistre une embellie. Le taux d'utilisation des capacités de production a retrouvé sa moyenne historique. Le crédit est bon marché et la rentabilité est en hausse. La construction de logements a repris après 3 ans de recul. L'investissement public devrait reprendre à son tour en 2015, mais lentement, car les prochaines élections municipales et provinciales sont encore loin, et le cadre budgétaire n'est pas porteur. Les exportations, constituées en grande partie de produits intermédiaires, de machines et de matériel de transport, bénéficient de l'embellie conjoncturelle au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Allemagne, ainsi que de la sortie de récession des Pays-Bas. Les importations, tirées par la demande intérieure, progressent aussi, mais un peu moins vite. De ce fait, la contribution des échanges à la croissance reste légèrement positive. Dans cet environnement plus favorable, les défaillances d'entreprises ont baissé de 8,6% sur la période mars-août 2014 par rapport à la même période un an auparavant. Les entreprises sont aidées par la faible progression de leurs coûts (matières premières, mesures fédérales visant à renforcer la compétitivité), alors que leur productivité devrait sensiblement s'améliorer avec l'augmentation de leur activité.

### Marche mesurée vers l'équilibre budgétaire

La marche vers l'équilibre budgétaire contenue dans le programme de stabilité 2014-2017 est censée déboucher sur un excédent structurel de 0,75% du PIB en 2017, soit une amélioration de 2,7 points de PIB par rapport à 2013. L'effort annuel moyen prévu d'ici là devrait représenter l'équivalent de 0,7% du PIB. Malgré l'augmentation des recettes liée à la reprise, le déficit budgétaire baissera peu en 2014-2015 et la dette publique, équivalente à 100% du PIB, pas du tout. Le sauvetage de trois des principales banques du pays a été coûteux. Il faut y rajouter la garantie de 43 milliards d'euros fournie par l'Etat belge dans le cadre de la résolution ordonnée de Dexia, dont le rôle, à présent, se limite à la conservation d'actifs sous-évalués ou non liquides (prêts à des collectivités et obligations souveraines) jusqu'à leur échéance. Une dégradation de la situation économique européenne pourrait entraîner une mise en jeu de cette garantie. Par ailleurs, le vieillissement démographique et la saturation des réseaux de transport imposeront des dépenses supplémentaires à moyen terme.

### Un déficit courant faible et en diminution

Les échanges de marchandises, devenus déficitaires depuis la crise en 2008, s'orienteront favorablement avec la reprise des exportations. Le progrès sera mesuré, car le pays a perdu en compétitivité-coût depuis plus d'une décennie et vu ses parts de marché diminuer en Europe, alors qu'un excédent est apparu avec le reste du monde qui absorbe, à présent, le tiers des exportations. Les services resteront excédentaires grâce aux revenus du transport et du négoce de marchandises. De par sa situation au cœur et au débouché de l'Europe, ses ports, la Belgique joue un rôle majeur dans la réexportation de biens destinés ou provenant de ses voisins. Au final, le solde courant est légèrement déficitaire.

### L'Alliance Néoflamande est le premier parti du pays, mais n'est pas majoritaire

Les élections fédérales et régionales se sont tenues en mai 2014. La Nieuw-Vlaamse Alliantie (N-VA), l'Alliance néo-flamande, conservatrice, est devenue, de loin, le 1er parti en Flandre, et a confirmé sa première place au niveau fédéral. Le programme de ce parti prévoit, notamment, la suppression de la région de Bruxelles-capitale et la marginalisation de l'Etat fédéral. Une évolution aussi radicale semble improbable compte tenu des réticences d'une majorité de la population, même en Flandre. Cependant, la 6ème réforme de l'Etat est entrée en vigueur en juillet 2014. Elle transfère aux Communautés et aux Régions la compétence en matière d'allocations familiales, de soins de longue durée, de gestion du marché du travail, d'infrastructures hospitalières, d'aides au logement ainsi que des ressources afférentes. Dans ce cadre, l'échelon fédéral conserve, en plus des compétences régaliennes, l'essentiel des dépenses sociales avec les retraites et la maladie, soit environ la moitié des dépenses publiques. Toutefois, la répartition des efforts à fournir dans le cadre de l'assainissement budgétaire reste floue.

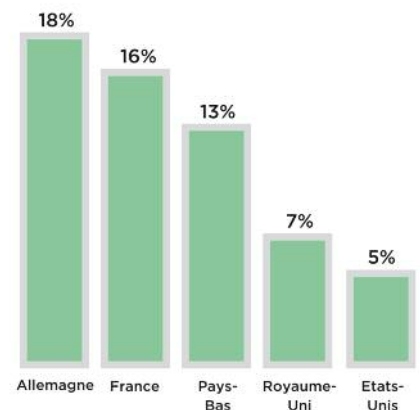
En octobre 2014, une coalition de centre-droit, à forte dominante néerlandophone et composée de la N-VA, de deux autres partis néerlandophones (les libéraux d'Open Vld et les chrétiens-démocrates du CD&V) et des libéraux du Mouvement réformateur francophone s'est accordée sur un programme axé sur l'assainissement budgétaire et a constitué un nouveau gouvernement. Il sera dirigé par le chef du parti réformateur Charles Michel. Il est notable que le premier parti francophone, le parti socialiste du précédent premier ministre Elio di Rupo soit hors-jeu.

### Points forts

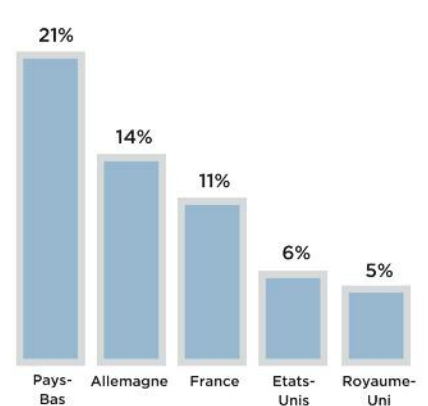
- Présence d'institutions européennes, d'organismes internationaux et de groupes mondiaux
- Les ports d'Anvers (2ème rang européen) et de Zeebrugge, canaux, autoroutes en font un point d'accès privilégié
- Taux d'épargne élevé (15% du revenu disponible) et faible endettement des ménages (56% du PIB)
- Main-d'œuvre bien formée grâce à l'enseignement professionnel
- Position extérieure nette créditrice

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

- Tensions politiques, sociales et financières entre Flandre et Wallonie
- Partage complexe des compétences entre régions, communautés linguistiques et Etat fédéral
- Exportations concentrées sur les produits intermédiaires et l'Union européenne
- Perte de compétitivité industrielle cause de disparition de l'excédent courant
- Démographie peu porteuse



# CHILI

## ÉVALUATIONS COFACE

A2

Pays

A2

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	5,9	5,4	4,2	2,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,3	3,0	1,8	4,3
Solde budgétaire / PIB (%)	1,4	0,6	-0,6	-1,1
Solde courant / PIB (%)	-1,2	-3,4	-3,4	-1,9
Dette publique / PIB (%)	32,8	33,1	33,5	34,0



(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Baisse de la croissance confirmée

Le ralentissement se poursuit et la croissance en 2014 devrait atteindre son plus faible niveau depuis 2009. La consommation (64% du PIB) continue à ralentir. La hausse significative des salaires est affectée par l'accélération de l'inflation. L'investissement (22% du PIB) se tasse, notamment dans le secteur minier. La retenue des entreprises privées persiste, en raison de leur doute sur les intentions du nouveau gouvernement et de l'incertitude sur l'évolution du cours du cuivre qui s'effrite depuis fin 2011. Cette tendance concerne aussi la construction, ce qui n'est pas défavorable après la surchauffe de ces dernières années. À l'inverse, la contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait être positive. Les importations se contractent dues à la dépréciation du peso alors que l'augmentation de la production de cuivre compense partiellement le recul des cours et contribue à la progression des exportations. Face au ralentissement, les autorités desserrent leur politique économique. Malgré la dépréciation du peso, la banque centrale a assoupli sa politique monétaire depuis octobre 2013. Son taux directeur atteint 3,5% en septembre (contre 4% à la mi-avril). Compte tenu du renchérissement des prix des produits importés, l'inflation se situe au-dessus du centre de la cible (2-4%). La politique budgétaire devrait être plus accommodante. Afin de montrer sa détermination à appliquer son programme électoral, le gouvernement devrait accroître les dépenses sociales et éducatives. Il devra également faire face aux dépenses de reconstruction des logements détruits par le gigantesque incendie de Valparaíso. Au demeurant, cet incendie ne devrait pas peser sur l'activité, l'activité portuaire et les quartiers centraux historiques n'ayant pas été affectés.

### Une économie exposée aux chocs externes mais aux finances publiques saines

Avec des exportations représentant le tiers du PIB, parmi lesquelles les produits primaires pas ou peu transformés (le cuivre pour moitié) comptent pour 73%, et un système bancaire détenu à 40% par des établissements étrangers (notamment espagnols), le Chili est très exposé à la conjoncture mondiale. La Chine est son premier client (26% des ventes), achetant 50% des minerais. Les échanges de marchandises sont traditionnellement excédentaires, toutefois cet excédent a fondu depuis 2011 avec le repli des prix du cuivre et devrait toucher le fond en 2014 (1,9% du PIB). Malgré les recettes touristiques, les échanges de services sont légèrement déficitaires du fait des coûts du fret, des assurances, des licences et des redevances. Ce déficit est compensé par les transferts des émigrés. La balance des revenus est déficitaire (4% du PIB) en raison de l'importance des rapatriements de dividendes par les sociétés étrangères. Le déficit courant évolue au gré des fluctuations de l'excédent commercial et est facilement financé par les investissements étrangers. Ces derniers sont toutefois irréguliers, car liés généralement à des projets miniers, et en partie compensés par les investissements chiliens à l'étranger. Les comptes

publics sont à peine déficitaires. La dette publique en est le reflet, puisqu'elle ne représente que 34% du PIB (13% pour le gouvernement central). En face, les placements des fonds souverains et les réserves en devises représentent un montant équivalent. Reflet de cette bonne santé, le secteur public se finance à des taux faibles sur le marché domestique. Toutefois, les recettes budgétaires ne représentent que 20% du PIB, dont la moitié procurée par la TVA. L'Etat compense la faiblesse de l'investissement public (4% du PIB) par le recours aux concessions de service public et au partenariat avec le privé.

### Un environnement des affaires favorable, mais tensions autour des thèmes de l'éducation et de l'environnement

Michelle Bachelet, déjà présidente de 2006 à 2010, a été réélue fin 2013. Grâce à la majorité dont dispose sa coalition de centre gauche Nueva Mayoría dans les deux chambres du Congrès, elle compte remédier à la mauvaise qualité de l'enseignement primaire et secondaire, instaurer la gratuité de l'enseignement supérieur, améliorer les pensions et accroître les pouvoirs des syndicats dans les négociations salariales. Afin de dégager les ressources nécessaires, sans dégrader les finances publiques, le Congrès a approuvé le passage du taux d'imposition sur les sociétés de 20 à 25%. Les recettes nouvelles représenteraient 3% du PIB. À plus long terme, il est question d'augmenter les recettes tirées du cuivre, actuellement 2% du PIB. Une réflexion est menée sur l'accroissement des moyens de la société minière nationale CODELCO, devenus indispensables pour soutenir la production.

### Points forts

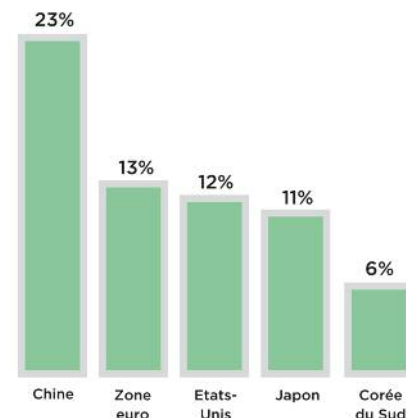
- Ressources minières (1er producteur de cuivre), agricoles, piscicoles et sylvicoles
- Diversité climatique et saisonnalité inversée par rapport aux pays développés
- Nombreux accords de libre-échange
- Situation budgétaire satisfaisante
- Libre flottement de la devise
- Environnement des affaires favorable et stabilité politique et institutionnelle
- Entreprises internationales dans la distribution, l'aérien ou le papier
- Membre de l'OCDE et de l'Alliance du Pacifique

### Points faibles

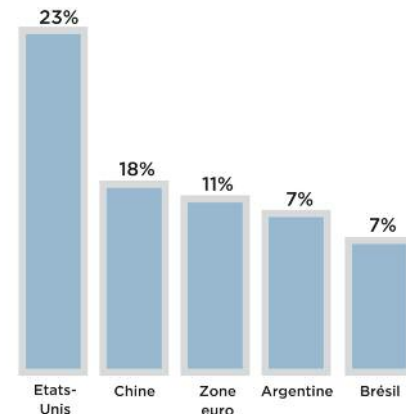
- Économie ouverte vulnérable aux chocs externes
- Dépendance au cuivre et à la conjoncture chinoise
- Déficit extérieur persistant
- Vulnérabilité du réseau routier et électrique et cherté de l'énergie
- Exposition au risque climatique et sismique
- Disparité des revenus et déficience du système éducatif
- Endettement des entreprises relativement élevé

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total





## ÉVALUATIONS COFACE

A3

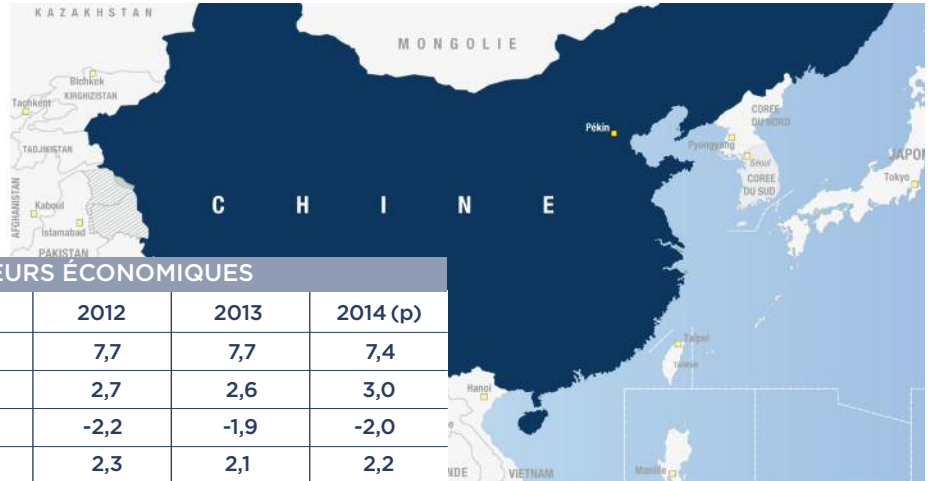
Pays

B

Environnement  
des affairesRISQUE  
FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	9,3	7,7	7,7	7,4
Inflation (moyenne annuelle, %)	5,4	2,7	2,6	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,3	-2,2	-1,9	-2,0
Solde courant / PIB (%)	1,9	2,3	2,1	2,2
Dette publique / PIB (%)	28,7	26,1	22,4	20,2



(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUELéger ralentissement de la croissance  
en 2014

La décélération de l'économie chinoise se poursuit en 2014. En effet les autorités semblent décidées à mettre en œuvre les réformes nécessaires à la fois au rééquilibrage de la croissance au profit de la consommation et à un rôle accru du marché dans l'économie. Ce rééquilibrage se confirme début 2014 : la croissance du revenu disponible se rapproche du taux de croissance du PIB, le crédit s'oriente davantage vers les petites entreprises, et le secteur tertiaire croît plus rapidement que l'industrie. Toutefois l'impact sur la croissance ne sera positif qu'à moyen terme et risque d'abord de peser négativement sur certains secteurs. Les secteurs les plus touchés seront ceux pour lesquels on observe des surcapacités importantes et où les entreprises d'Etat sont dominantes, comme l'acier, le ciment, l'aluminium, la construction navale, la fabrication de verre et la photovoltaïque. Pour se rapprocher de l'objectif officiel de croissance (7,5% pour 2014), les autorités ont lancé d'avril à juin une série de mesures telles que l'avancement de projets d'infrastructures, ou la baisse du ratio de réserves requis pour les banques ayant accordé beaucoup de prêts aux PME ainsi qu'aux emprunteurs ruraux. Toutefois, sans stimulus de plus grande échelle, cet objectif restera difficile à atteindre.

En effet, le marché de l'immobilier commence à donner des signes préoccupants : l'investissement immobilier, pourtant principal moteur de la croissance en 2013, se contracte. Par ailleurs, la modération de la croissance des prix de l'immobilier pourrait affecter négativement à la fois l'investissement en construction et la consommation des ménages. Cette dernière devrait toutefois continuer à progresser. L'augmentation des salaires se poursuit. En outre, les exportations chinoises, après les mauvais chiffres du début de l'année 2014 ont recommencé à progresser à partir de mai. Cependant, l'appréciation attendue du yuan suite à la volonté d'internationaliser le renminbi pèsera sur la compétitivité des exportations chinoises tout comme les hausses de salaires. En effet, en dépit de la dépréciation orchestrée par le gouvernement en début d'année, le yuan est reparti à la hausse depuis le mois de mai 2014. De plus, la croissance du crédit a fortement ralenti. Néanmoins, le développement de la zone de libre-échange de Shanghai devrait soutenir les entrées d'IDE.

Incertitudes sur l'endettement des collectivités  
locales et du secteur privé et tensions  
croissantes dans le système financier

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 aujourd'hui à 200% du PIB contre 129% du PIB en 2008.

En parallèle, bien que le niveau d'endettement public soit soutenable, l'endettement des collectivités locales est important et reste opaque. L'audit national de fin 2013 a déterminé que celui-ci s'élevait à Rmb17,9 Mds soit un tiers du PIB.

Par ailleurs, les prêts bancaires ne représentent plus que 56% des nouveaux financements octroyés au second trimestre 2014. Ainsi, bien que le niveau de créances douteuses du système bancaire reste quasiment stable à 1% du total des prêts, celui-ci ne tient pas compte de l'ensemble des financements. En mars 2014, la Chine a connu son premier défaut important avec l'entreprise de photovoltaïque Chaori. Les risques de panique ont toutefois été contenus ; les problèmes de l'entreprise étaient connus et un sauvetage par le gouvernement n'était donc pas attendu. L'introduction d'un risque réel de faillite est inévitable et réduira l'aléa moral créé par les interventions gouvernementales. A l'inverse, en janvier 2014 l'un des plus importants trusts d'investissement, China Credit Trust, avait lui bénéficié d'un sauvetage de dernière minute.

Autre signe de tension, les rumeurs d'une faillite de la petite banque rurale de Jiangsu Sheyang en mars 2014 ont provoqué un début de panique de déposants. Il est néanmoins resté localisé et l'intervention rapide des autorités locales a empêché la contagion. En tout état de cause, la solvabilité des acteurs fragiles, dans le contexte de ralentissement économique, est à surveiller.

Des réformes importantes sont programmées  
mais l'environnement des affaires continue  
de pâtir de lacunes

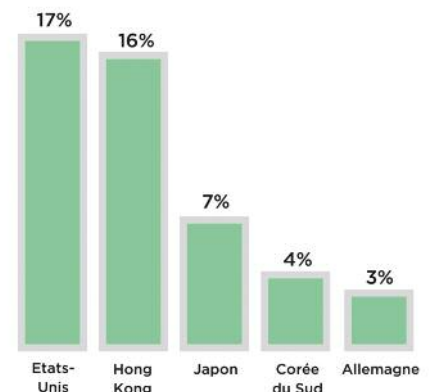
Sur le plan politique, la transition avec l'administration précédente s'est faite sous le signe de la continuité. Le tandem Xi Jinping - Li Qiang fait face à des tensions à la fois sociales (demeurant vives en raison des inégalités croissantes entre villes et campagnes) et ethniques (les attentats meurtriers dans la région du Xinjiang ouïghour se sont multipliés). Néanmoins, lors du plenum de novembre 2013, un ensemble de réformes emblématiques ont été annoncées : La politique de l'enfant unique va être assouplie, les camps de rééducation par le travail abolis et les inégalités entre travailleurs ruraux et urbains réduites. 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

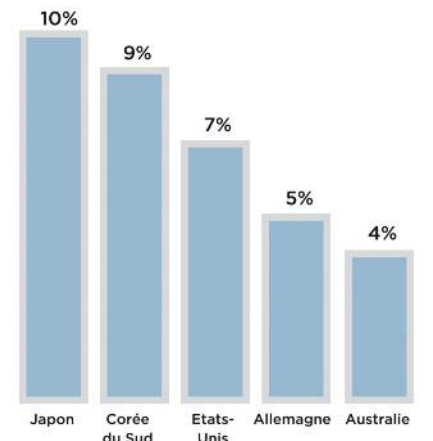
- Comptes extérieurs bénéficiant de la compétitivité et de la diversification industrielle
- Risque de surendettement externe limité grâce au niveau élevé des réserves de change et au maintien d'un compte courant excédentaire
- Risque souverain contenu : dette publique largement domestique et libellée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

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

- 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 l'industrie et le commerce
- Banques chinoises fragiles, compte tenu du dynamisme du crédit et des incertitudes quant au niveau des créances douteuses
- Problèmes environnementaux

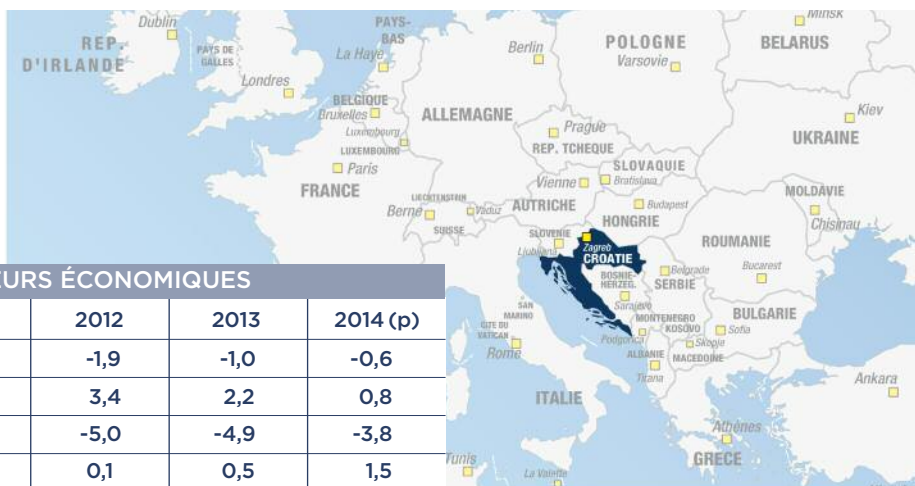
# CROATIE

## ÉVALUATIONS COFACE

B

Pays

A3

Environnement  
des affairesRISQUE  
ASSEZ ÉLEVÉCotation  
moyen terme

(p) : prévision

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	-0,2	-1,9	-1,0	-0,6
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,3	3,4	2,2	0,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,5	-5,0	-4,9	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-0,9	0,1	0,5	1,5
Dette publique / PIB (%)	47,4	55,5	67,1	69,0

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### La récession perdue en 2014

La croissance de la Croatie s'inscrit en contraction en 2014 pour la sixième année consécutive. On observe toutefois une demande extérieure plus dynamique en provenance de l'UE permettant de soutenir les entreprises exportatrices. Les activités liées au tourisme (restauration, hôtelleries, transports) demeurent les plus dynamiques et génèrent près de 20% du PIB. La demande interne privée reste néanmoins morose en raison du désendettement des agents. Le pays souffre par ailleurs de tendances démographiques défavorables. Le chômage affecte près de 17% de la population active. On constate également une sortie des Croates du marché du travail avec l'abandon des recherches d'emploi et le départ des travailleurs pour l'Union Européenne. La seule contribution positive à la croissance vient des exportations nettes de biens et services, en hausse en milieu d'année. Compte tenu du manque de compétitivité de l'économie (coûts de main-d'œuvre élevés et faible productivité) et d'un climat des affaires difficile, la croissance devrait stagner 2015. L'économie est marquée par une inflation atone, due à une faible demande interne. Après une chute de l'inflation en 2013, le pays a connu un épisode de déflation entre février et juillet 2014 alors que les prix ont diminué de 0,3% en moyenne par rapport à l'année précédente.

### Une consolidation fiscale exigée par Bruxelles

Les récessions consécutives sont à l'origine d'une dégradation significative des finances publiques. Les efforts de consolidation de ces dernières années ont été moins marqués que dans les autres pays d'Europe centrale et orientale. Dans ce contexte, l'Etat a entrepris de privatiser les secteurs subventionnés de l'énergie et des transports, soit au total plus de 500 entreprises. Malgré ces mesures, la dette publique continue de croître. Celle-ci approche actuellement les 70% du PIB. De nouvelles mesures budgétaires apparaissent donc nécessaires pour répondre aux obligations de la récente procédure de déficit excessif initiée par la Commission européenne fin 2013. En conséquence, la politique budgétaire est étroitement surveillée par la Commission. Le déficit, bien qu'encore élevé, devrait donc progressivement se réduire à l'horizon 2015.

En outre, la balance courante génère désormais un excédent, concomitamment à l'affaiblissement de la demande interne. La balance commerciale reste toutefois largement déficitaire. Les entreprises croates demeurent en effet dépendantes de l'Italie et des Balkans, notamment la Bosnie-Herzégovine (2% de croissance en 2014) et la Slovénie (0,6% de croissance en 2014). Le pays ne s'est pas tourné suffisamment vers des économies plus dynamiques comme l'Allemagne (qui représente pour l'instant seulement 10% des exportations croates), à la différence de ses homologues régionaux. A cela s'ajoute l'absence d'ajustement salarial qui a dégradé la compétitivité prix.

L'excédent de la balance des services, en raison des performances touristiques favorables, compense néanmoins le déficit commercial.

Quant au secteur bancaire, bien que robuste, il pâtit de la présence de créances douteuses et d'un fort degré d'euroisation. Le taux de change est étroitement encadré par la banque centrale, sous la direction de Bruxelles, et vise à assurer la stabilité de la kuna face à l'euro. Dès lors, les marges de manœuvre du gouvernement croate s'agissant de la politique de change sont réduites.

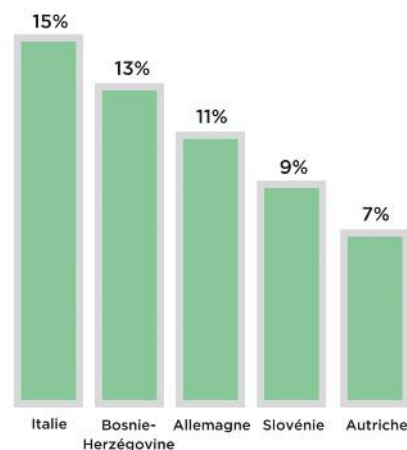
### Une adhésion à l'Union européenne dont les effets se font attendre

Le pays est devenu le 28<sup>ème</sup> Etat membre de l'UE à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2013. L'intégration a apporté un alignement de la législation du pays aux normes communes permettant de créer un climat plus propice aux affaires et aux investissements. Mais les conditions d'entrées dans l'Union ont également eu un impact négatif. Le besoin de se conformer à la rigueur européenne a en effet eu des conséquences sur certaines industries. Celles-ci ont ainsi vu leur production durement touchée par le processus de restructuration et de privatisation avec la fin des subventions étatiques, notamment le domaine de la construction navale.

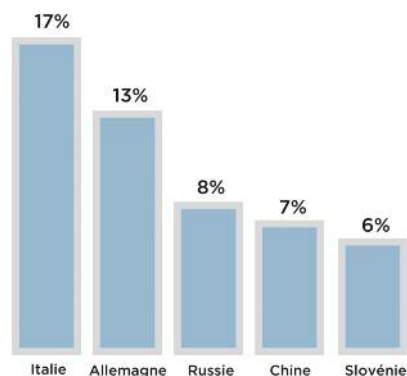
Sur le plan politique, la coalition au pouvoir est actuellement en difficulté. Le ministre des finances a ainsi été limogé pour une affaire de corruption le 6 mai 2014. En outre, les élections européennes de mai 2014 ont vu la victoire de l'opposition de centre-droit. Le prochain enjeu à venir concerne la campagne pour les élections présidentielles de 2015. Celle-ci est actuellement marquée par le désintérêt des électeurs pour les deux grands partis traditionnels, même si ceux-ci restent les favoris. En raison de l'approche des élections, il est peu probable que des réformes significatives soient mises en place d'ici à 2015.

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points forts

- Potentiel de croissance renforcé par l'intégration à l'UE
- Degré de convergence économique avec l'UE avancé
- Qualité des infrastructures
- Attractivité touristique

### Points faibles

- Faiblesse du taux d'épargne
- Dette extérieure privée élevée
- Dépendance à l'égard des capitaux étrangers
- Taux de chômage élevé

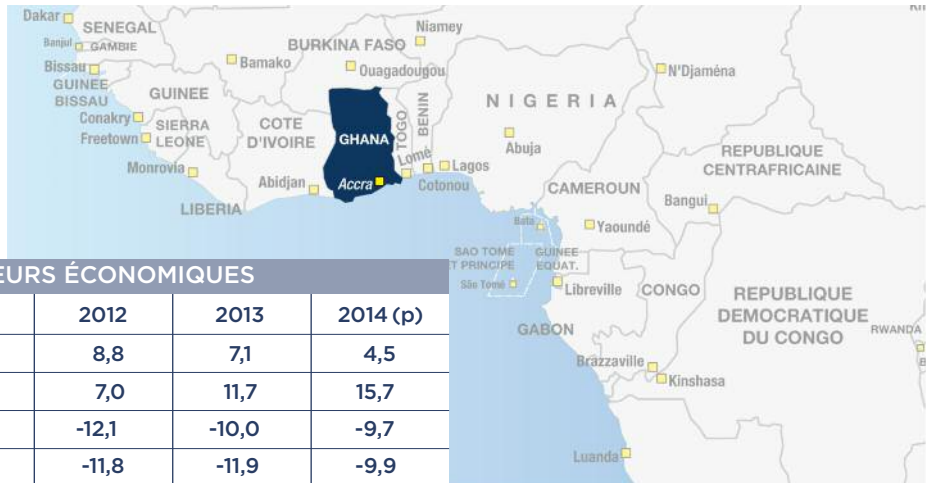
# GHANA

## ÉVALUATIONS COFACE

C

Pays

B

Environnement  
des affairesRISQUE  
ASSEZ ÉLEVÉCotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	15,0	8,8	7,1	4,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	7,7	7,0	11,7	15,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,2	-12,1	-10,0	-9,7
Solde courant / PIB (%)	-9,0	-11,8	-11,9	-9,9
Dette publique / PIB (%)	42,6	49,8	55,6	65,3

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Un tassement de la croissance dans un contexte de réduction des déficits

La croissance ghanéenne connaît un ralentissement en 2014. L'année 2015 ne devrait pas voir de rebond. L'économie restera tirée par le secteur des hydrocarbures, même si la progression de la production du champ de Jubilee est plus lente qu'attendue en raison de problèmes techniques récurrents. Le lancement de la production de gaz à Atuabo en décembre 2014 devrait de plus améliorer l'approvisionnement en électricité et favoriser la production du secteur manufacturier. Les services (financiers, télécommunications) restent quant à eux porteurs pour l'économie.

Toutefois, la consommation des ménages subit les effets du ralentissement de la progression des dépenses sociales dans un contexte de maîtrise des finances publiques. La diminution des subventions alourdit le coût de l'énergie et des transports, réduisant le pouvoir d'achat. Le niveau élevé des taux d'intérêt continue à peser sur l'accès au crédit et l'investissement. Les entreprises semblent résister à cette conjoncture moins porteuse, même si l'on observe une augmentation de la fréquence des arriérés de paiement. En 2015, la poursuite des efforts budgétaires continuera à peser sur le pouvoir d'achat et l'activité. Les pressions inflationnistes se sont accélérées en 2014. Si la modération de la demande des ménages limite l'augmentation des prix, celle-ci est alimentée par la hausse des prix administrés et le renchérissement des biens importés causé par la forte dépréciation du cedi. L'inflation devrait rester importante en 2015.

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

### Une dégradation inquiétante de l'état des finances publiques et du déficit courant

Malgré les engagements pris par le gouvernement, les niveaux du déficit budgétaire et de l'endettement public, qui a dépassé la barre des 60% du PIB en 2013, sont préoccupants. La croissance des recettes fiscales pâtit des difficultés techniques limitant la production de pétrole et d'une croissance qui peine à rebondir. Le gouvernement devrait continuer à freiner la hausse des dépenses publiques et notamment des salaires. En outre, le renchérissement du service de la dette publique, lié à la hausse des taux d'intérêt et à la dépréciation du cedi (44% de la dette publique est libellée en dollar) contraind l'amélioration du solde budgétaire. En Août 2014, le gouvernement s'est résolu à demander l'aide du FMI, avant de lever 1 milliard de dollars grâce à une troisième émission d'Eurobonds. Le taux de rendement élevé de ces titres (8,25%) alourdira la charge de remboursement.

Le besoin d'importations en biens d'équipements destinés au développement des infrastructures (notamment pétrolières) continue à peser sur le solde

courant. Alors que trois quarts des recettes d'exportations proviennent de l'exportation du cacao, de l'or et du pétrole, les perspectives peu favorables d'évolution des cours de ces deux derniers rendra difficile l'amélioration du solde.

Les incertitudes sur la capacité du gouvernement à juguler la détérioration des finances publiques et du solde courant ont entraîné d'importantes sorties de capitaux, à l'origine d'une forte dépréciation du cedi. Celui-ci a perdu près de 30% de sa valeur depuis début 2014 malgré les nombreuses mesures adoptées par la Banque centrale du Ghana. L'annonce du programme d'assistance du FMI, qui devrait être mis en place début 2015, rassure néanmoins les investisseurs et devrait ralentir voire stopper la dépréciation.

### La situation politique demeure stable malgré de fortes attentes sociales

Suite à la découverte de gisements pétroliers consécutifs dans la zone maritime frontalière entre le Ghana et la Côte d'Ivoire, et devant l'échec des négociations bilatérales, Accra a décidé en septembre 2014 de recourir à l'arbitrage d'un tribunal des Nations-Unies.

Sur le plan intérieur, John Dramani Mahama, qui assurait la présidence depuis le décès du Président Atta Mills en juillet 2012, a été élu en décembre de la même année et son parti (Congrès National Démocratique, CND) a remporté la majorité des sièges à l'Assemblée. La stabilité de la situation politique du Ghana donne au pays une image de démocratie solide dans la région.

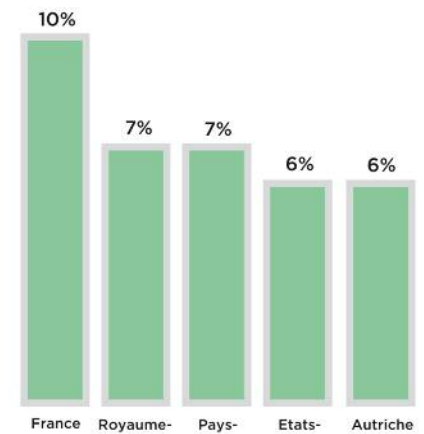
Néanmoins, le lancement de l'exploitation pétrolière et la gestion des flux qu'elle génère représentent de nouveaux défis pour la gouvernance. Depuis la découverte de réserves de pétrole, les attentes de la population sont grandes et se traduisent par des grèves et des manifestations qui ne remettent pas en cause pour le moment la stabilité sociale du pays. Néanmoins, le succès à terme du gouvernement de Mahama dépendra particulièrement de sa capacité à réduire les déséquilibres économiques actuels sans trop mécontenter la population. Les réformes nécessaires - notamment dans le secteur public - s'avèreront sans doute douloureuses et pourraient coûter cher au CND lors des élections de 2016. Par ailleurs, le climat des affaires continue à s'améliorer (accès au crédit, procédures administratives).

## Points forts

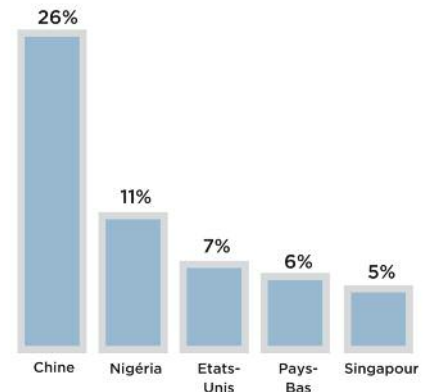
- Importantes ressources minières (or), agricoles (cacao) et désormais pétrolières
- Démocratie installée, stabilité politique et sociale.
- Environnement des affaires attractif favorable aux IDE.
- Soutien des bailleurs de fonds multilatéraux (FMI, Banque mondiale, UE...) et bilatéraux (Etats-Unis,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

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



## Points faibles

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



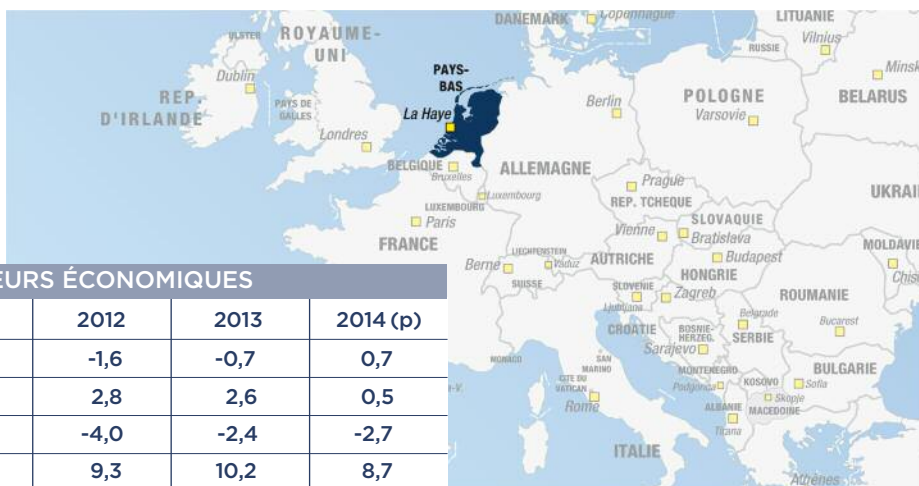
# PAYS-BAS

## ÉVALUATIONS COFACE

A3

Pays

A1

Environnement  
des affaires

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	1,7	-1,6	-0,7	0,7
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,5	2,8	2,6	0,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-4,3	-4,0	-2,4	-2,7
Solde courant / PIB (%)	9,5	9,3	10,2	8,7
Dette publique / PIB (%)	65,7	71,2	73,4	74,2

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### La croissance repart mais reste fragile

Après un léger trou d'air en début d'année, lié à des facteurs climatiques, la croissance est repartie au second trimestre 2014, laissant espérer une hausse du PIB de 0,7% cette année. Le marché du travail s'améliore légèrement depuis mai 2014. Cependant, l'activité reste, à ce stade, tirée principalement par les exportations de biens et services, ce qui compense l'atonie de la consommation et de l'investissement. Compte tenu du degré élevé d'ouverture de l'économie, la croissance restera guidée en grande partie par l'évolution de la demande extérieure dans les semestres à venir. Les indicateurs de confiance (entreprises et consommateurs) se sont fortement améliorés depuis 2013 mais ont marqué le pas en septembre 2014. La reprise de l'investissement productif pourrait donc être plus limitée que prévu tandis que les dépenses de consommation devraient rester contenues du fait notamment du désendettement des ménages. La consommation privée devrait par la suite bénéficier de la reprise progressive du marché immobilier et d'une baisse de la pression fiscale et des cotisations sociales. Par ailleurs, après être passé sous la barre des 3% en 2013, le déficit budgétaire devrait se maintenir à ce niveau en 2014 bien que des efforts d'économies aient été poursuivis notamment dans le domaine de la santé. La dette publique (73,5% du PIB en 2013) reste inférieure à la moyenne de la zone euro (92,6). Enfin, l'inflation, en recul en 2014, du fait de la dissipation des effets de la hausse des prix de l'énergie et de la TVA, d'une hausse modérée des salaires et de l'existence de surcapacités de production, devrait se raffermir en 2015 en raison du renforcement de la croissance.

### Les exportations devraient continuer à bénéficier de la reprise dans les économies avancées

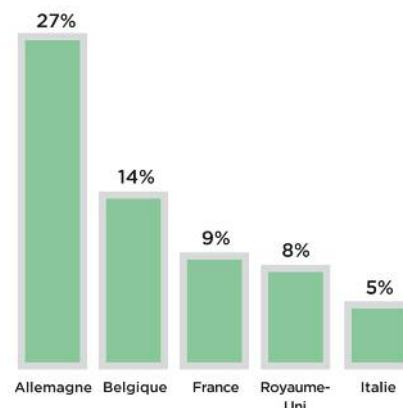
L'économie néerlandaise est très ouverte (les ventes à l'étranger de biens et services représentent près de 80% du PIB) et le pays figure parmi les 10 premiers exportateurs mondiaux, fournissant principalement du pétrole raffiné, du gaz naturel, des automobiles, du matériel électrique et du matériel informatique. La moitié de ces ventes sont des réexportations, le pays jouant le rôle de porte de transit vers le reste de l'Europe. Il devrait donc bénéficier de la reprise de la croissance dans les économies avancées, même si le rythme de cette reprise a été revu à la baisse dans la zone euro (60% des exportations de biens, dont 25% pour la seule Allemagne). Bien que les coûts unitaires du travail soient repartis à la hausse en 2013, les gains de compétitivité réalisés entre 2008 et 2012 ont permis au pays de gagner des parts de marché en Europe. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait toutefois décroître en 2014 et 2015 du fait du léger renforcement de la demande intérieure.

### La situation des banques et des entreprises s'améliore

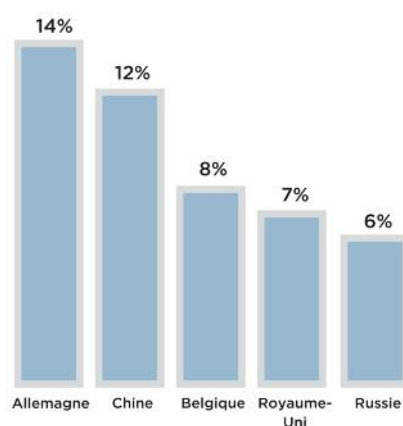
Frappées par la crise financière de 2007-2008, la dégradation du marché immobilier local et la chute de l'activité, les banques ont dû réduire leurs crédits et recourir à l'aide de l'Etat sous la forme d'injections de capitaux, de nationalisations et d'octroi de garanties. La concentration du marché bancaire s'est accrue et les banques se sont recentrées sur leur marché domestique. Les conditions d'accès à la liquidité se sont normalisées et les banques ont amélioré leur solvabilité. En revanche, la qualité de leur portefeuille s'est légèrement détériorée. Le taux de défaut des ménages, dont le niveau d'endettement - résultant pour l'essentiel de prêts à l'habitat - est pourtant très élevé (245% du revenu disponible brut au 4ème trimestre 2013), reste néanmoins contenu, en raison notamment d'une importante épargne financière. Les prêts immobiliers sont, en outre, pour une très grande part, assortis d'une garantie publique. Par ailleurs, après avoir reculé de 20% par rapport à leur niveau record d'août 2008, les prix immobiliers remontent légèrement depuis avril 2014. La situation des entreprises se redresse progressivement après une période difficile. Ainsi, les faillites, qui avaient atteint un niveau record en 2012-2013, affectant fortement les secteurs de la construction et du commerce, ont commencé à refluer à compter du troisième trimestre 2013. Enfin, les incidents de paiement enregistrés par Coface, qui ont connu un pic en 2012, sont en diminution.

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



## Points forts

- Activité portuaire (Rotterdam, 1<sup>er</sup> port européen)
- Bons indicateurs de compétitivité
- Exportations diversifiées et comptes extérieurs excédentaires
- Infrastructures de qualité

## Points faibles

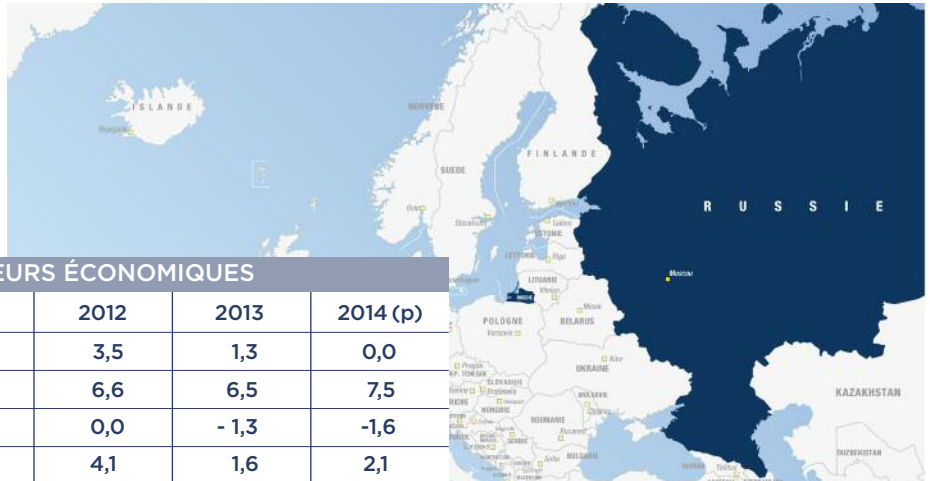
- Economie dépendante de la conjoncture européenne
- Secteur bancaire convalescent
- Importante dette immobilière des ménages
- Vieillesse de la population, coût élevé de la santé

## ÉVALUATIONS COFACE

C

Pays

B

Environnement  
des affairesRISQUE  
ASSEZ FAIBLECotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,3	3,5	1,3	0,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,4	6,6	6,5	7,5
Solde budgétaire / PIB (%)	1,6	0,0	- 1,3	-1,6
Solde courant / PIB (%)	5,3	4,1	1,6	2,1
Dette publique / PIB (%)	9,8	11,8	10,8	11,6

(p) : prévision

APPRÉCIATION  
DU RISQUEAccentuation du repli de la croissance  
en 2014

La croissance des premier et deuxième trimestres 2014 (respectivement 0,9% et 0,8% en glissement annuel) confirme le net ralentissement de l'économie russe. La consommation privée, principal moteur de l'activité, a résisté au premier semestre, grâce notamment à la bonne situation du marché du travail (le chômage est à un niveau historiquement bas de 5%) mais risque de ralentir au second semestre, sous l'effet conjugué d'une progression moins vive des salaires, d'une inflation élevée et de l'endettement croissant des ménages.

L'investissement, atone en 2013, a accusé un net repli (-2,5%) au cours des huit premiers mois 2014 et devrait rester très contraint. Outre le manque de confiance des entrepreneurs dans un environnement très incertain, l'investissement risque de pâtir des sanctions occidentales qui se traduisent entre autres par des restrictions de financement en devises. Par ailleurs, les hausses successives qui ont porté les taux d'intérêt de 5,5% à 8% entre mars et juillet 2014, pèseront également sur le crédit.

L'inflation demeurera élevée en 2014. La hausse des tarifs des services publics et la dépréciation du rouble qui renchérit les biens importés accentuent fortement les pressions à la hausse des prix. L'embargo imposé par la Russie sur l'importation de certains biens agroalimentaires accentue en outre l'accélération de l'inflation qui dépassera le plafond de 6% -6,5% que s'était fixée la BCR pour 2014.

Une aggravation de la situation en Ukraine et le renforcement des sanctions accélérerait la dépréciation du rouble (qui a perdu 17% entre janvier et fin septembre 2014) mais aussi les sorties de capitaux qui avoisinaient déjà 75 milliards d'USD au cours du premier semestre 2014 (63 milliards pour l'ensemble de l'année 2013).

L'équilibre budgétaire sera difficile à retrouver  
en 2014 mais le solde courant s'améliore

Le léger déficit budgétaire enregistré en 2013 ne devrait pas se résorber en 2014. Les recettes pétrolières (50% du total) ne progresseront pas et la faiblesse de l'activité contraindra les revenus hors pétrole. Par ailleurs, le poste de la défense augmentera et des aides ont été annoncées par le gouvernement en faveur du secteur agricole pour soutenir le développement de la production de substitution aux importations. Enfin, les transferts en faveur de la Crimée et des régions de l'est ukrainien devraient également peser sur le budget. Une forte détérioration de la situation en Ukraine et de nouvelles sanctions creuseraient davantage le déficit compte tenu de l'impact du ralentissement économique sur les recettes fiscales. Les finances publiques russes restent néanmoins encore solides avec une dette publique de l'ordre de 12% du PIB, laissant une marge de manœuvre au gouvernement.

L'excédent courant devrait augmenter en 2014 en raison de la baisse des importations, en particulier pour les produits agroalimentaires suite à l'embargo imposé par Moscou. Les exportations, largement dominées par le pétrole et le gaz (2/3 des revenus d'exportation) restent toutefois contraintes par l'évolution défavorable des cours et de la demande mondiale. Les exportations hors pétrole demeurent handicapées par une reprise modérée de la demande extérieure et une faible compétitivité que la dépréciation du rouble ne suffit pas à relancer.

Une situation politique et sociale fragile  
et un environnement des affaires déficient

La popularité de V. Poutine au niveau national a été renforcée par l'intervention russe en Crimée. Les élections locales qui se sont déroulées en septembre 2014 dans une douzaine de régions russes (y compris en Crimée) ont d'ailleurs confirmé la prédominance du parti présidentiel, Russie Unie (RU). Le mécontentement existe pourtant au sein de la population et le soutien à la politique extérieure de V. Poutine n'est pas unanime, comme en témoignent les manifestations organisées à Moscou et dans différentes villes en septembre pour demander l'arrêt des opérations militaires en Ukraine.

La situation sociale pourrait se détériorer dans un contexte de ralentissement économique, de hausse de l'inflation mais aussi de durcissement du régime se traduisant notamment par un contrôle renforcé de l'Etat sur les médias et internet qui limite considérablement les capacités d'organisation et d'expression des mouvements d'opposition.

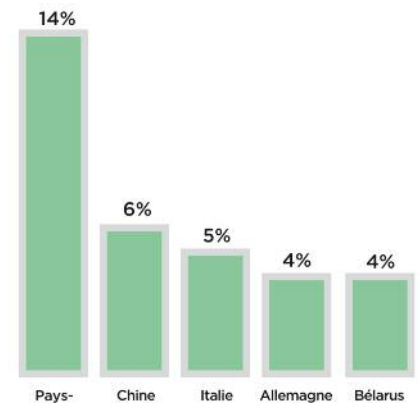
Les lacunes en matière de protection des droits de propriété, la faiblesse de la gouvernance et le manque de transparence des entreprises affaiblissent fortement l'environnement des affaires. La Russie est ainsi classée au 176<sup>ème</sup> rang (sur 215) selon l'indice de gouvernance de la Banque Mondiale en matière de lutte contre la corruption, qui reste un point faible récurrent.

## Points forts

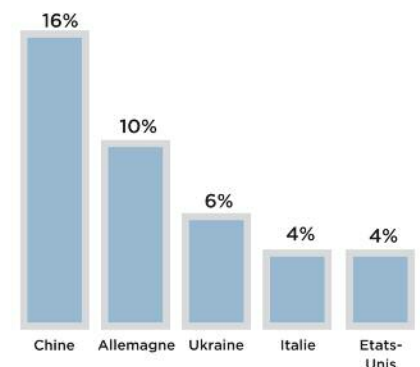
- Abondantes ressources naturelles (pétrole, gaz et métaux)
- Main d'œuvre qualifiée
- Faible endettement public et réserves de change confortables
- Puissance régionale et énergétique affirmée

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

## Exportations de biens, % du total



## Importations de biens, % du total



## Points faibles

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



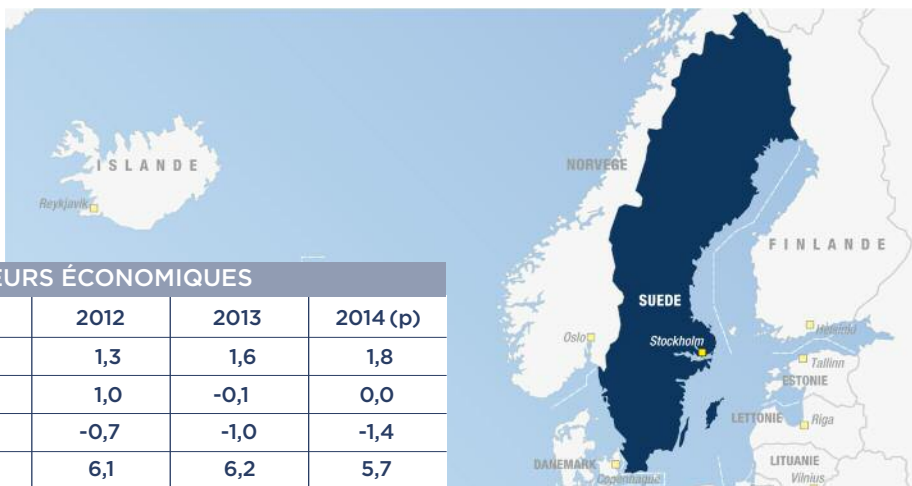
# SUEDE

## ÉVALUATIONS COFACE

A1

Pays

A1

Environnement  
des affaires

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	2,9	1,3	1,6	1,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,0	1,0	-0,1	0,0
Solde budgétaire / PIB (%)	0,0	-0,7	-1,0	-1,4
Solde courant / PIB (%)	6,0	6,1	6,2	5,7
Dette publique / PIB (%)	38,6	38,3	40,3	41,7

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### L'économie suédoise s'essouffle

Depuis le second trimestre 2013, la croissance s'est quelque peu essoufflée en raison des ralentissements conjoints des autres économies des pays nordiques et de la demande interne. Ainsi, excepté le quatrième trimestre 2013 (+1,6% en rythme trimestriel), l'économie suédoise connaît une croissance trimestrielle peu dynamique (0,2% au second trimestre 2014). L'économie a pourtant profité au second trimestre d'un stimulus budgétaire (baisse d'impôts, de taxes sur les sociétés et mesures de lutte contre le chômage), avant les élections législatives de septembre. La consommation a en conséquence été plutôt bien orientée. En outre, la banque centrale a annoncé en juillet 2014 la réduction de 50pb de son principal taux directeur (0,25%). Cette annonce est destinée à lutter contre les risques de déflation et encourage l'investissement et la consommation. Elle conforte les ménages détenteurs de prêts immobiliers à taux variables (environ 60% des crédits en vigueur). Le chômage a atteint 8% de la population active en 2013 et baisse très légèrement depuis, notamment en raison de la création de postes dans la fonction publique. En avril 2014, le gouvernement a présenté un plan de dépenses pour l'emploi et l'éducation.

Par ailleurs, l'investissement résidentiel est toujours orienté à la hausse en raison de la pénurie de logements constatée en Suède qui se traduit par des prix immobiliers en hausse (+7% sur un an à Stockholm et Göteborg à fin juin 2014). Du côté des entreprises, le taux d'utilisation des capacités de production a atteint au second trimestre son plus haut niveau depuis 2009 (89%). En conséquence, les entreprises devraient moderniser leurs équipements ce qui participera positivement à la croissance d'ici la fin de l'année.

### Le commerce extérieur profite de la reprise en zone euro

Les exportations suédoises représentent la moitié du PIB et sont très majoritairement orientées vers le reste de l'Europe (70%), l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Danemark et la Finlande totalisant à eux quatre un tiers de ces ventes. La reprise européenne favorise ainsi la consommation de produits suédois et les exportations augmentent. Les baisses successives du principal taux directeur de l'économie suédoise ont conduit la devise à se déprécier face à l'euro et au dollar. Entre 2009 et 2013 la monnaie s'était appréciée de 25% en termes réels, mais depuis mars 2013, elle s'est ajustée de 9%. Ce gain de compétitivité enregistré depuis 2013 profite aux secteurs exportateurs que sont la mécanique, l'électronique, l'automobile et les produits chimiques. Du côté des importations, la hausse du pouvoir d'achat des suédois et la croissance de l'investissement favoriseront l'arrivée de produits étrangers. Coface constate ainsi une légère dégradation de l'excédent courant en 2014. Par ailleurs, le pays attire de nombreux investissements étrangers qui favorisent le développement de l'économie.

### Des risques pèsent sur le système bancaire

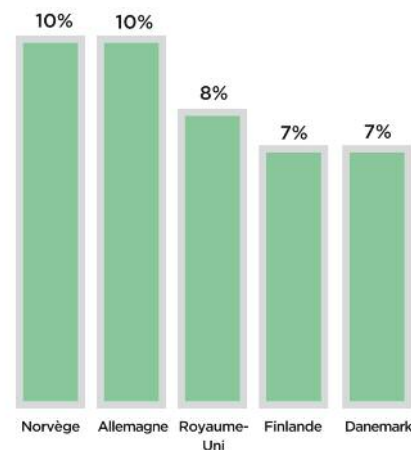
Bien qu'elles soient très bien capitalisées, des facteurs de risques pourraient fragiliser les banques suédoises. La taille du secteur bancaire et sa concentration constituent une vulnérabilité. En effet, leurs actifs représentent 400% du PIB et seules 4 banques s'en partagent 85%. 80% des crédits accordés sont à destination de la Suède et des pays voisins (Danemark, Finlande et Norvège). Le niveau des prêts représente 200% des dépôts ce qui oblige les banques à recourir à des financements extérieurs, majoritairement en devises étrangères (euro, dollar). Le fort endettement des ménages (180% du revenu disponible), notamment en raison des prêts hypothécaires et de la faiblesse des taux d'intérêt, demeure risqué pour le système bancaire. Les autorités privilégient le renforcement des règles prudentielles pour lutter contre le risque de défaut des ménages et des banques prêteuses.

### Une coalition fragile

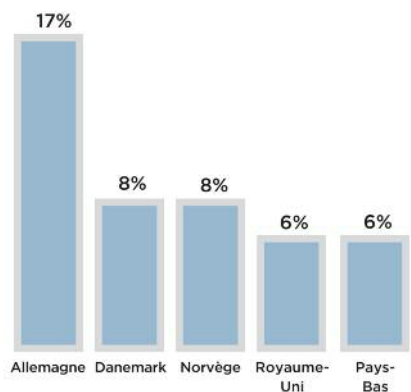
Les élections législatives de septembre 2014 ont été remportées par les sociaux-démocrates (centre gauche). Le nouveau Premier ministre, Stefan Löfven, a dû constituer une fragile coalition avec le parti écologiste et des partis minoritaires aux idées divergentes. En effet, les trois partis de centre gauche possédaient seulement 158 sièges sur les 349 du parlement (45%). Le parti de centre droit, au pouvoir depuis 12 ans, a subi une défaite historique et a perdu un tiers de ses électeurs. Le parti d'extrême droite, les Démocrates de Suède, ont gagné de nombreuses voix après une campagne anti-immigration. Ils auront 49 représentants. La Suède fait partie des pays d'Europe qui accueille le plus d'immigrés (environ 10 pour 1000 habitants contre 4 en France et 6 en moyenne pour l'ensemble des pays de l'Union européenne selon Eurostat). Dans ce contexte de majorité fragile, le pays sera difficile à gouverner et des élections anticipées pourraient avoir lieu en 2015.

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



## Points forts

- Économie ouverte, diversifiée et compétitive
- Spécialisation dans les produits à haute technologie et l'économie verte
- Finances publiques solides
- Consensus politique autour du modèle scandinave
- Processus d'allègement de la fiscalité
- Secteur bancaire résistant

## Points faibles

- Chômage des jeunes élevé
- Vieillesse de la population
- Endettement des ménages significatif

# TURQUIE

## ÉVALUATIONS COFACE

B

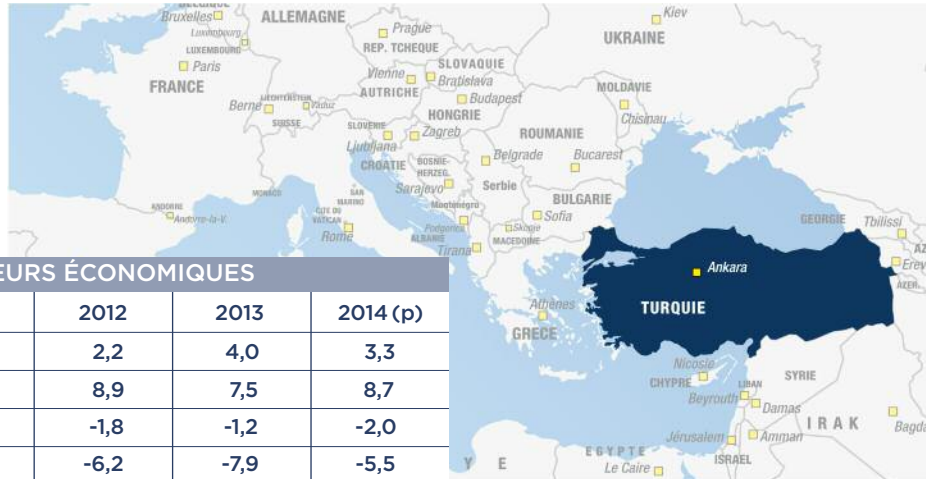
Pays

A4

Environnement  
des affairesRISQUE  
MODÉRÉCotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	8,8	2,2	4,0	3,3
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,5	8,9	7,5	8,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,6	-1,8	-1,2	-2,0
Solde courant / PIB (%)	-9,7	-6,2	-7,9	-5,5
Dette publique / PIB (%)	39,1	36,2	36,3	34,1



(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

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

En 2014, la consommation des ménages, principal moteur de la croissance (70% du PIB), subit les effets de la dépréciation de la livre turque, d'une inflation forte (9,5% en août) et de taux d'intérêts élevés. Dans ce contexte de ralentissement de la croissance, le chômage peine à se réduire et a touché 9,1% de la population active en juin. La livre turque a quant à elle poursuivi sa dépréciation (-11,8% sur un an au mois de septembre et -22,7% depuis janvier 2013). Certes cette dépréciation contribue fortement à l'augmentation de l'inflation mais elle bénéficie également aux secteurs exportateurs à haute valeur ajoutée et aux services associés au tourisme, secteur qui a enregistré en juin sa meilleure performance depuis un an. Dans un contexte de reprise de la demande extérieure, notamment provenant d'Europe de l'ouest (40% des exportations de biens), la hausse des exportations aux deux premiers trimestres 2014, combinée à la réduction des importations, a contribué à la diminution de moitié du déficit courant en moins d'un an. Le secteur bancaire demeure correctement capitalisé et présente des prêts non-performants s'élevant à moins de 3% des prêts totaux. Les taux d'intérêts, même s'ils ont été abaissés à trois reprises en 2014, restent élevés et pèsent sur l'investissement privé ainsi que sur l'offre de crédit aux ménages.

### Un taux de change vulnérable

La gestion des finances publiques demeure conservatrice, avec un solde primaire (hors paiements des intérêts sur la dette) en excédent. Le niveau de dette publique n'est pas inquiétant, continue de baisser et ne devrait pas être compromis par un déficit budgétaire, moins élevé que ce qu'anticipait le gouvernement. Et même si habituellement ce dernier se creuse surtout en fin d'année, la cible de 2% devrait être atteinte en 2014.

Malgré la récente amélioration, le déficit courant demeure élevé et le pays reste vulnérable à la volatilité des capitaux, dont dépend fortement le financement de l'économie. Les autorités turques resteront particulièrement attentives au resserrement monétaire progressif de la Réserve Fédérale américaine (le QE3 prenant fin en octobre 2014), qui ont déjà généré, dans un passé proche, des retraits de capitaux importants. La livre turque reste donc sous pression et une volatilité importante du taux de change est en effet à prévoir d'ici la fin 2014 en raison de la sensibilité de la livre turque au niveau toujours élevé du déficit extérieur et surtout au manque de visibilité autour du calendrier des prochaines hausses des taux américains. La banque centrale, qui a baissé ses taux à trois reprises en 2014, malgré une inflation élevée, compte poursuivre son objectif de stabilité des prix mais cherchera

également à préserver la croissance. La dépréciation de la livre a pu être propice au commerce extérieur, ce qui a permis d'accumuler des réserves de change, qui sont remontées à 112 milliards d'USD (hors or) après avoir enregistré un affaiblissement fin 2013. Elles demeurent néanmoins à un niveau convenable, légèrement supérieur à 5 mois d'importations.

### Un contexte politique tendu

Malgré des tensions sociales persistantes l'ancien premier ministre M. Erdoğan a été élu Président au suffrage universel dès le premier tour, en récoltant 52% des votes le 10 août 2014. Les pouvoirs du président, actuellement limités, devraient être prochainement étendus via un amendement constitutionnel afin que M.Erdoğan maintienne un certain contrôle sur le gouvernement. Néanmoins, ces évolutions pourraient raviver les tensions au sein de la population. L'AKP affirme sa position dominante sur l'échiquier politique turque, après avoir déjà remporté les élections locales fin mars 2014.

La scène politique interne reste tendue: purges au sein de la police, de la magistrature ou de la confrérie Gülen ou encore processus de paix précaire avec le parti des travailleurs du Kurdistan (PKK). Dans le contexte électoral, M.Erdoğan a multiplié les gestes d'apaisement envers l'électorat kurde pour pouvoir modifier la constitution, mais des incertitudes subsistent sur ce rapprochement au vu des tensions régionales. Le 23 septembre 2014, la Turquie a fini par exprimer la volonté de prendre part militairement et/ou logistiquement à la coalition internationale contre Daech. Néanmoins, Ankara craint qu'une alliance avec le Gouvernement Régional du Kurdistan (KRG), dans le nord de l'Irak, alimente les revendications d'indépendance d'une partie de la population kurde locale et puisse à terme renforcer le PKK. Le pays doit également trouver des solutions pour les 1,4 millions de réfugiés en provenance de Syrie et maintenant d'Irak, rendant cette zone frontalière sujette à une très forte instabilité.

## Points forts

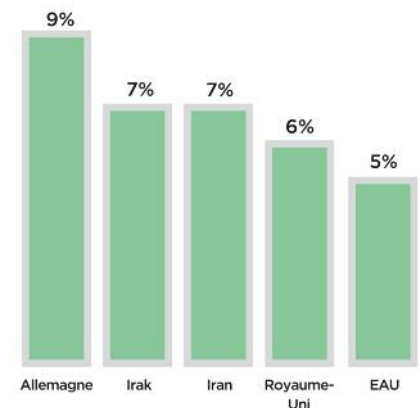
- Finances publiques maîtrisées
- Secteur bancaire résilient
- Vitalité démographique et qualité de la main-d'œuvre
- Position régionale pivot qui renforce l'attractivité du marché turc

## Points faibles

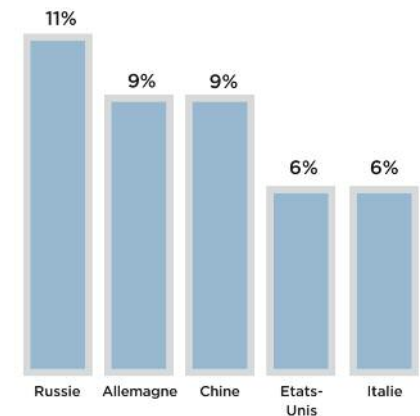
- Épargne domestique insuffisante, déficit courant substantiel et forte dépendance aux capitaux étrangers
- Endettement extérieur des entreprises croissant qui accentue l'exposition au risque de change
- Instabilité politique récurrente
- La question kurde demeure une source d'instabilité sociale et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

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



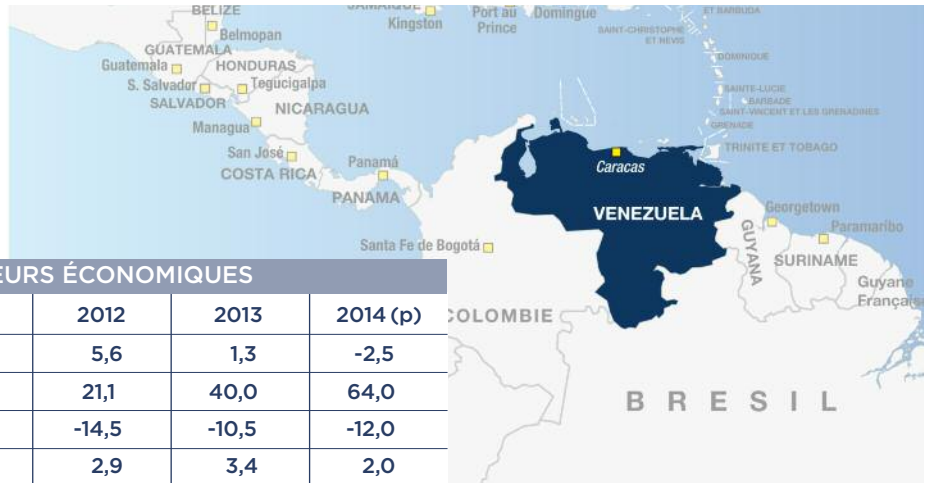
# VENEZUELA

## ÉVALUATIONS COFACE

D

Pays

D

Environnement  
des affairesRISQUE TRÈS  
ÉLEVÉCotation  
moyen terme

## PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,2	5,6	1,3	-2,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	26,1	21,1	40,0	64,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-11,5	-14,5	-10,5	-12,0
Solde courant / PIB (%)	7,7	2,9	3,4	2,0
Dette publique / PIB (%)	43,3	46,0	47,0	48,0

(p) : prévision

## APPRÉCIATION DU RISQUE

### Récession et hyperinflation

La faible croissance de 2013 a laissé place à la récession. En dépit d'aides sociales multiples et de prix imposés pour de nombreux biens de consommation ou d'équipement, la consommation privée recule. L'épisode électoral passé, la dépense publique a ralenti. Le repli de l'investissement des entreprises se poursuit. La détérioration de la situation économique, mais aussi politique et sociale n'incite pas les ménages à la dépense, ni les entreprises, locales ou étrangères, à investir. L'inflation restera très forte. Elle est nourrie par la pénurie de biens (automobile, produits d'hygiène et denrées alimentaires de base) engendrée par la décrépitude des secteurs agricole et industriel, le contrôle des prix au détail, la difficulté de se procurer les devises pour importer, ainsi que par le financement monétaire du déficit public.

### Un déficit budgétaire élevé financé par création monétaire et le pétrole

Le déficit budgétaire restera considérable. La plus grande partie est financée par création monétaire de la banque centrale, le solde par emprunt auprès des banques privées locales et de pays partenaires comme la Chine. Les dépenses publiques, parmi lesquelles les subventions, notamment sur le prix de l'essence, représentent le tiers, resteront soutenues. En face, les recettes, dont le tiers est constitué par le résultat opérationnel de PDVSA sont nettement insuffisantes. En outre, le financement par la compagnie pétrolière nationale PDVSA de certaines dépenses sociales dissimule une partie de la réalité de la situation des finances publiques. Pour avoir une idée précise de l'endettement public, il faut prendre en compte une partie de celui de PDVSA. L'utilisation des ressources de PDVSA, sans laquelle aucun nouveau projet d'extraction ne s'initie, se fait au détriment de ses investissements et du développement de sa production future, de laquelle dépend un quart de l'économie.

### Un excédent courant déclinant ne couvrant plus les sorties de capitaux

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

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

### Un environnement des affaires très difficile

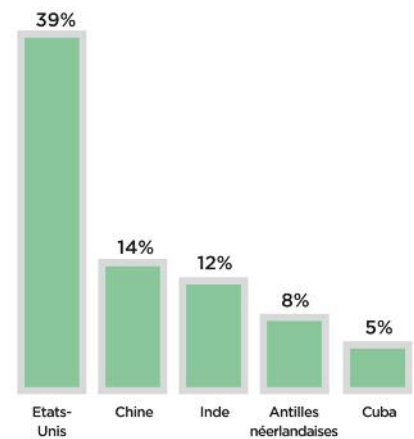
L'élection présidentielle d'avril 2013 a été remportée de justesse par Nicolas Maduro, candidat du PSUV (Partido Socialista Unido de Venezuela) et ex-vice-président du défunt Hugo Chavez. Cependant, début 2014, des manifestations étudiantes contre la forte criminalité se sont produites dans l'ouest du pays. Leur dure répression, au prix de nombreux morts et de nombreuses arrestations, a entraîné la radicalisation et une extension du mouvement à d'autres régions et couches de la population également mécontentes des pénuries, de la corruption, du népotisme, du patronage et de la mainmise des autorités sur les médias. Une partie de l'opposition politique a soutenu le mouvement, comptant que l'aggravation de la situation contraindrait le président au départ. Cependant, le gouvernement conserve le soutien de l'électorat populaire qui a bénéficié de la réduction de l'extrême pauvreté, de l'amélioration de l'hygiène et de l'augmentation de l'emploi dans le secteur public. Si les manifestations ont nettement perdu en fréquence et intensité, la situation restera précaire jusqu'aux législatives de septembre 2015. Les fournisseurs de l'Etat et du secteur pétrolier enregistrent d'importants retards de paiement. Les importateurs parviennent difficilement à obtenir des devises. Les entreprises étrangères implantées localement rencontrent le même problème, lorsqu'elles veulent rapatrier leurs bénéfices. Du fait de l'hyperinflation, du contrôle des changes et de la fuite devant le bolivar, un écart énorme est constaté entre le cours officiel, irréaliste malgré sa dévaluation épisodique, et celui pratiqué sur le marché parallèle, à l'inverse très sous-évalué. Les marchandises essentielles qui peuvent être importées au taux officiel font l'objet d'un trafic intense qui renforce la pénurie. Malgré le mécontentement social que cela susciterait, les autorités pourraient opter, à l'issue des élections de septembre 2015, pour un resserrement de la politique budgétaire et une politique de change plus proche de la réalité.

## Points forts

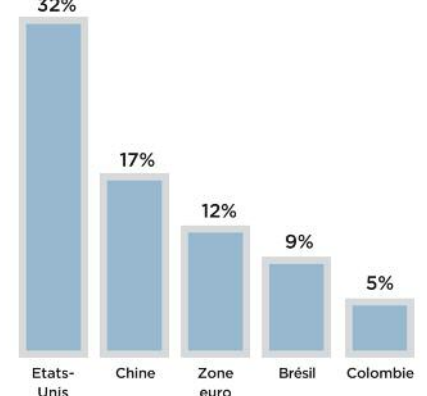
- Réserves considérables de pétrole le long du fleuve Orénoque et potentiel gazier offshore
- Proximité géographique avec les Etats-Unis, premier marché d'exportation de pétrole vénézuélien
- Influence dans la région caraïbe grâce à l'initiative PetroCaribe
- Actifs (y compris aux Etats-Unis) de la compagnie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

## ÉCHANGES COMMERCIAUX

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



## Points faibles

- Economie fortement dépendante des hydrocarbures
- Impéritie de la compagnie pétrolière nationale PDVSA
- Gestion opaque et discrétionnaire des revenus pétroliers
- Interventionnisme, corruption et insécurité
- Pénurie de devises et de biens
- Retards de paiement dans le commerce courant
- Polarisation de la vie politique

---

**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 : © Don Hammond/Design Pics/Corbis - Maquette : Les éditions stratégiques

**COFACE SA**

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

