

Panorama  
Risque Pays

## SOMMAIRE

- /02 Le rebond britannique : miracle ou mirage**  
Par Paul Chollet,  
Julien Marcilly,  
Khalid Ait Yahia,  
Bruno Fernandes et  
Antoine Comps
- /16 Evaluations risque pays, et argumentaires**
- /18 Guide Coface risque pays Actualisation premier semestre 2014**
- Algérie
  - Allemagne
  - Brésil
  - Espagne
  - France
  - Inde
  - Italie
  - Kenya
  - Nigéria
  - Russie

Ce panorama contient tout d'abord une étude sur la solidité du rebond britannique. Grâce à une croissance vigoureuse depuis le second trimestre 2012, nous estimons que l'économie du pays retrouvera son niveau d'avant crise au troisième trimestre 2014. Les bonnes nouvelles conjoncturelles, comme le dynamisme de l'investissement des entreprises soutenues par la politique flexible de la banque centrale, nous ont conduits à relever l'évaluation du risque britannique en A2. Une appréciation confortée par les récentes décisions des autorités monétaires pour ralentir la frénésie immobilière.

Nous entrons ensuite dans le détail des secteurs, avec une analyse du directeur de l'arbitrage des risques de Coface au Royaume-Uni. Proche du terrain, il est globalement optimiste quant à leurs évolutions, mais note que d'importantes faiblesses de l'économie britannique subsistent, comme l'endettement du secteur privé et le déficit courant persistant. Après une désindustrialisation préoccupante, l'étude s'intéresse au renouveau de l'industrie, dans des secteurs qui connaissent déjà des succès impressionnants : automobile, aéronautique et pharmacie. Portés par de considérables investissements en R&D et de remarquables innovations, ces secteurs sont composés d'entreprises compétitives devenues en relativement peu de temps des leaders mondiaux.

Enfin, nous présentons dans ce panorama les dernières modifications de nos évaluations pays (qui mesurent le risque d'impayés des entreprises d'un pays donné) ainsi qu'une actualisation de notre analyse pour certains pays sous le feu de l'actualité tels que la Russie, le Brésil, l'Italie, l'Inde ou l'Algérie.

## 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'assurera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

# Le rebond britannique : miracle ou mirage

Paul Chollet, Julien Marcilly, Khalid Ait Yahia, Bruno Fernandes and Antoine Comps  
direction de la recherche économique groupe

Achévé de rédiger le 04 juin 2014

L'économie britannique enregistre depuis le second semestre 2012 une croissance vigoureuse, qui permettra à la production de retrouver enfin en 2014 son niveau d'avant crise. Le dynamisme actuel de la croissance et la précocité de la reprise étonnent, tant ils contrastent avec profondeur de la récession qui touchait le pays il y a à peine 3 ans. Pour expliquer ce paradoxe apparent, nous nous interrogeons d'abord sur les caractéristiques de cette reprise et sur les raisons de ce rebond plus précoce qu'attendu, en insistant particulièrement sur le rôle de la politique monétaire ultra-expansionniste de la banque centrale ainsi que celui de la relative

résilience de l'emploi, même en plein cœur de la crise. Malgré ces bonnes nouvelles conjoncturelles, nous soulignons ensuite que toutes les faiblesses structurelles de l'économie britannique n'ont pas disparu. En particulier, l'endettement du secteur privé constitue toujours un frein à l'investissement des entreprises. La détérioration récente des comptes extérieurs fragilise également le rebond. Au-delà de ce contexte macroéconomique contrasté, nous nous intéressons enfin aux secteurs qui caractérisent le renouveau de l'industrie britannique, en insistant particulièrement sur l'automobile, l'aéronautique et le secteur pharmaceutique.

## 1 / UNE REMARQUABLE SORTIE DE CRISE

### Les symptômes de la crise

Le Royaume-Uni, dont l'économie avait connu un déclin économique relatif jusqu'à la fin des années 1970, a rattrapé une grande partie de son retard à partir de 1979. Alors que cette année-là, son PIB par tête était inférieur de 10% à celui de la France et de 14% à celui de l'Allemagne, il avait rattrapé les niveaux de ces deux économies en 2007. Avec un taux de croissance du PIB par habitant (en parité de pouvoir d'achat) de près de 2% par an sur la période 1980-2012, le Royaume-Uni a connu la plus forte croissance des pays industrialisés du G7<sup>(1)</sup>. La crise de 2007-2008 marque toutefois une rupture dans cette trajectoire de croissance et met fin à cette convergence avec les autres grandes économies avancées.

La performance britannique est le fruit d'une forte hausse de la productivité apparente du travail (particulièrement marquée sur la période 1997-2007, où le PIB par heure travaillée a progressé de 2,4% par an) combinée à un nombre d'heures travaillées par habitant stabilisé à un haut niveau, supérieur à celui des grands pays d'Europe continentale (803,7 heures/habitant, soit 92,4% du niveau américain, contre 72,3% en France et 80% en Allemagne en 2007). Le tableau 1 présente cette décomposition de la croissance économique sur la période prospère d'avant-crise :

TABLEAU 1 : Décomposition de la croissance du PIB/habitant, 2001-2007

Contribution à la croissance du PIB/habitant (points de pourcentage)	Evolution du PIB par tête	PIB par heure travaillée	Heures travaillées par habitants
France	1,1%	1,5	-0,4
Allemagne	1,4%	1,6	-0,2
Pays-Bas	1,6%	1,8	-0,1
Italie	0,5%	0,2	0,3
<b>Royaume-Uni</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5</b>	<b>0,1</b>
États-Unis	1,7%	2,1	-0,4

Sources : Coface, Centre pour la croissance et le développement de Groningen

L'analyse des évolutions de la productivité par facteur de production et par secteur suggère que les performances britanniques d'avant crise n'ont pas reposé principalement sur l'intermédiation financière ou sur une bulle immobilière. Selon les calculs du CEP<sup>(2)</sup> fondés sur la base KLEMS<sup>(3)</sup>, l'intermédiation

(1) G7 : États-Unis, Canada, Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie, Japon.

(2) Center for Economic performance, cf. "UK economic performance since 1997", D. Corry, A. Valero & J. Van Reenen, CEP Special report, November 2011, p. 1 à 17.

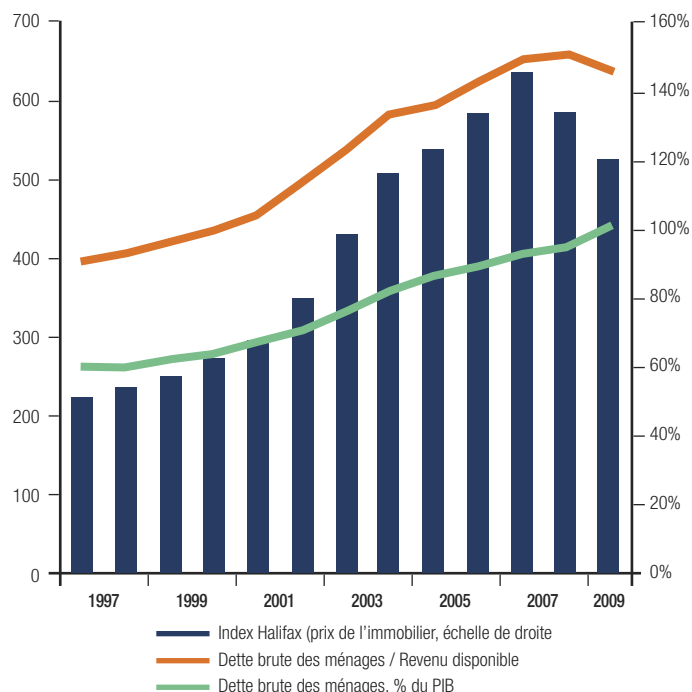
(3) La base européenne KLEMS (<http://euklems.net/>) fournit des données détaillées et harmonisées sur la productivité par pays et par secteur.

financière aurait contribué à seulement 14% de la progression de la productivité britannique sur la période 1997-2007, contre environ 28 % pour les services aux entreprises et 25 % pour la distribution. L'analyse des facteurs de production met en valeur, aux côtés de la traditionnelle productivité totale des facteurs (résidu de Solow<sup>(4)</sup>), le rôle moteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) et de la progression des qualifications dans les gains de productivité sur la période. Par exemple, la part des diplômés de l'enseignement supérieur dans la population en âge de travailler est passée de 23% en 1997 à 33 % en 2008, soit davantage qu'en France et en Allemagne.

Malgré ces performances remarquables en matière de productivité, des déséquilibres majeurs se sont créés dans les années 2000. Ils ont contribué à la sévérité de la crise de 2008-2009 au Royaume-Uni.

• **La dette des ménages Britanniques est passée de 60% du PIB en 2000 à 101% en 2009** (+41 points), contre une progression de 15 points pour la zone euro (de 49% à 64% du PIB). Cette envolée de l'endettement reflète principalement l'essor du crédit immobilier (86% de la dette des ménages fin 2011). Les prix immobiliers ont ainsi triplé entre 1997 et 2007. Nourrie par des fondamentaux favorables (offre de logements rigide, préférence des britanniques pour la propriété, faibles taux d'intérêt), la tendance haussière a été entretenue par une plus grande accessibilité des crédits (moindre sélectivité des banques) et la hausse des ratios d'endettement (voir graphique 1).

**GRAPHIQUE 1**  
Bulle immobilière et endettement des ménages



Sources : Halifax house price index, Eurostat (Dette brute/RDB), Bank of England et OCDE (Dette des ménages, PIB)

• **Les parts de marché britanniques à l'exportation se sont dégradées** (Celle des exportations britanniques dans les exportations mondiales est passée de 5,2% à 4,2% sur la période

2002-2007) et en conséquence le déficit courant (-3,3% en 2006) s'est creusé, malgré l'essor des exportations de services (dégageant un excédent de 3% du PIB en 2007), notamment de services financiers (entre 1/5<sup>ème</sup> et 1/3 des exportations de service).

• **Le secteur financier est devenu hypertrophié.** Alors que le ratio de levier<sup>(5)</sup> des institutions financières (901 % en 2007) était l'un des plus élevés d'Europe, la dette privée consolidée avoisinait 180 % du PIB en 2007 (contre 157% en 2002, soit +23 points en 5 ans), dans le contexte d'une régulation prudentielle insuffisante.

Dès août 2007, les banques britanniques, plus dépendantes du marché de gros de la liquidité (wholesale funding) que leurs homologues des autres pays européens et très exposées au risque hypothécaire américain, augmentent leur volume de refinancement auprès de la banque centrale. En septembre 2007, le prêteur hypothécaire Northern Rock est victime d'une fuite des déposants, qui retirent 2 Mds GBP de dépôts en quelques jours. Fragilisée par sa forte dépendance aux financements de marché à court terme et à la titrisation de crédits hypothécaires devenus douteux (en raison de la crise des subprime, et du retournement du marché immobilier local dès mi-2007), la banque sera maintenue à flots par les autorités jusqu'à sa nationalisation en février 2008. Les pertes considérables du secteur bancaire (estimées entre 2 et 4,8% du PIB par la Banque d'Angleterre) causent un credit crunch, (arrêt soudain des financements bancaires) ; les ménages, qui subissent un effet de richesse négatif du fait de la baisse de la valeur des actifs immobiliers et financiers, réduisent leur consommation. Selon une étude de l'IFS sur la réaction des ménages anglais<sup>(6)</sup> de plus de 50 ans à l'érosion de leur patrimoine pendant la crise financière, l'ajustement de la consommation aurait représenté 2,1 % de l'évolution du patrimoine chaque année.

Sous l'effet d'un fort repli de la consommation des ménages et de l'investissement, le Royaume-Uni connaît une récession plus violente que la majorité des pays européens (-5,2% du PIB en 2009, le point bas étant atteint au premier trimestre). La préservation du système financier a également requis l'intervention vigoureuse des autorités, via la fourniture de liquidités et le rachat de certains actifs, mais aussi la recapitalisation directe de plusieurs banques, notamment RBS et Lloyds Banking group, pour environ 70 Mds GBP. Au total, le coût net du soutien direct au secteur financier britannique, estimé à 6% du PIB de 2010 par le FMI, est l'un des plus élevés de l'Union européenne (après l'Irlande et l'Allemagne).

## Les facteurs du rebond

La dégradation des finances publiques a été l'une des plus fortes des pays de l'OCDE, avec un déficit du secteur public de près de 11,4% du PIB en 2009 (contre 5,3% en France). L'ampleur de la dette publique en 2009 (67,1% du PIB) a conduit les autorités à prendre des mesures d'ajustement budgétaire. Il s'en est suivi deux années de contraction de la demande interne. Pour autant, la crise de 2008 n'a pas conduit à une forte montée du chômage comme lors des crises passées (voir encadré 1, page 6).

(4) Le résidu de Solow (aussi appelé productivité totale des facteurs) représente la croissance qui ne s'explique pas par l'accumulation de facteurs de production (accumulation de capital, croissance de la population ou hausse du nombre d'heures travaillées). La principale explication qui nourrit le résidu de Solow est le progrès technique.

(5) Dette/Fonds propres, cf. MIP Database : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/economic\\_reforms/eip/sba/index.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/eip/sba/index.cfm)

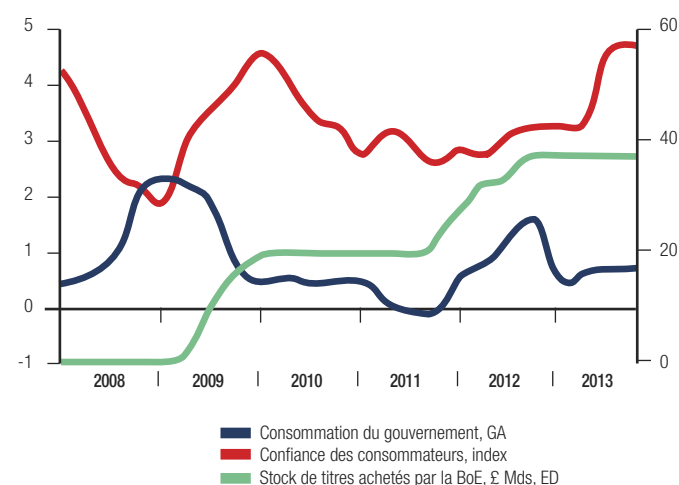
(6) Cf. The effect of the financial crisis on older households in England, IFS Working paper W12/09, Crawford and al, pages 7-8 and 22-23-24, Octobre 2013.

L'ajustement s'est fait par les salaires (le salaire annuel brut moyen, dans les services et l'industrie, était de 36 386 € en 2009 contre 40 171 € en 2008 selon Eurostat) et la durée du temps de travail hebdomadaire (31,3 heures en avril 2011 contre 32,2 heures en février 2008 selon l'ONS). Un tournant a eu lieu, lorsque la consommation privée (+0,6%, T/T) a pris le relai des exportations nettes comme locomotive de la croissance au quatrième trimestre 2011.

### 2012, une année de relance charnière

En 2012, l'ampleur de l'ajustement budgétaire s'est tout d'abord réduit, les dépenses publiques contribuant alors positivement à la croissance. Le gouvernement a augmenté ses dépenses de consommation finale<sup>(7)</sup>. En outre, la Banque d'Angleterre (BoE) a décidé une seconde vague de rachats massifs de titres (corporate éligibles et emprunts d'Etats «gilts») à travers le programme «Asset Purchase Facility» (APF) afin d'augmenter les liquidités disponibles dans l'économie britannique. A fin 2012, la BoE a injecté 375€ Mds dans l'économie. Il en a résulté un rebond de la confiance des ménages et une reprise de la consommation.

GRAPHIQUE 2  
2012, Politique expansionniste



Sources : Coface, BoE, ONS

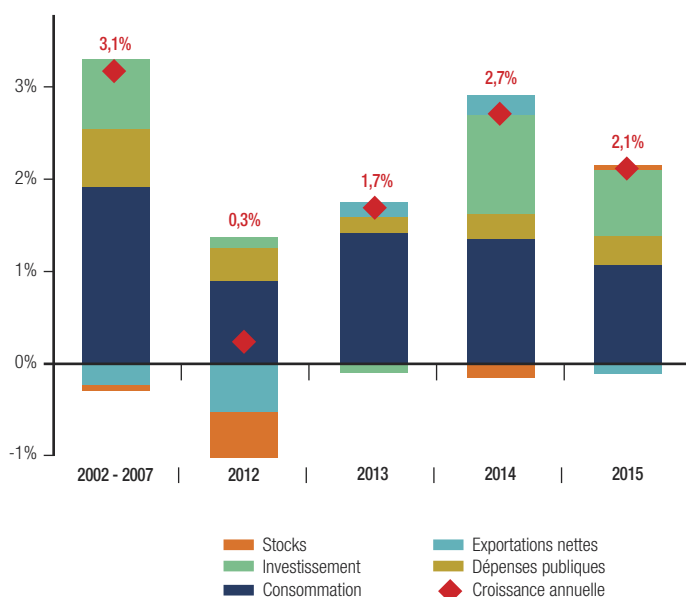
### 2013 et 2014, deux années de croissance vigoureuse

Cette confiance s'est renforcée en 2013 grâce à une diminution du taux de chômage (-0,7 point sur un an) et un assouplissement des conditions de crédit. Corollaire de la baisse du chômage, la fin anticipée par les marchés de la politique monétaire ultra-accommodante (baisse des montants d'achat de titres et hausse du taux directeur) de la BoE a fait réagir les ménages qui ont anticipé une hausse du coût des crédits à la consommation.

TABEAU 2 : Décomposition de la croissance du PIB/habitant, 2001-2007

	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Croissance PIB (%)	0,3	1,7	2,7	2,1
Inflation (moyenne annuelle) (%)	2,8	2,6	1,8	1,8
Solde budgétaire / PIB (%)	-6,1	-5,8	-5,4	-4,9
Solde courant / PIB (%)	-3,7	-3,3	-2,7	-2,9
Dette publique / PIB (%)	88,6	92,1	92,5	91,8

GRAPHIQUE 3  
UK, contributions à la croissance



Sources : Coface, ONS

Par ailleurs, le gouvernement et la Banque d'Angleterre ont mis en place des mesures destinées à relancer le secteur de la construction (Funding for lending et Help to buy<sup>(8)</sup>). Il s'en est suivi une augmentation des prix immobiliers en 2013. Les ménages britanniques bénéficiant d'un patrimoine net<sup>(9)</sup> élevé (700% du revenu annuel) dont la valeur profite de la hausse des prix de l'immobilier (+8% à fin décembre 2013 par rapport à décembre 2012), cette progression des prix a eu un effet positif sur la consommation privée. D'après l'étude de Crawford and al<sup>(10)</sup>, l'impact d'une hausse des prix annuels réels de l'immobilier de 2,5% sur un an, génère un revenu réel équivalent à 17,5% du PIB (effet de richesse) qui contribue à un accroissement de 0,4 point de % de la consommation.

Le PIB a ainsi progressé de 1,7% en 2013 et Coface prévoit que la croissance sera encore plus vigoureuse en 2014 (+2,7%), les indicateurs de confiance des ménages et des entreprises étant bien orientés à fin mai 2014. La consommation est d'ailleurs soutenue par une baisse du taux d'épargne qui a diminué de 2,2 points de revenu disponible (RD) en 2013 (5,1% du RD contre 7,3 en 2012). En outre, le RD des ménages tend à augmenter sur les premiers mois de l'année (+3,3% au T1 2014 par rapport au T4 2013). Après la consommation, l'investissement devrait être le second moteur de la croissance en 2014.

(7) Les dépenses de consommation finale du gouvernement comprennent toutes les dépenses courantes du gouvernement pour des achats de biens et services (y compris la rémunération des employés).

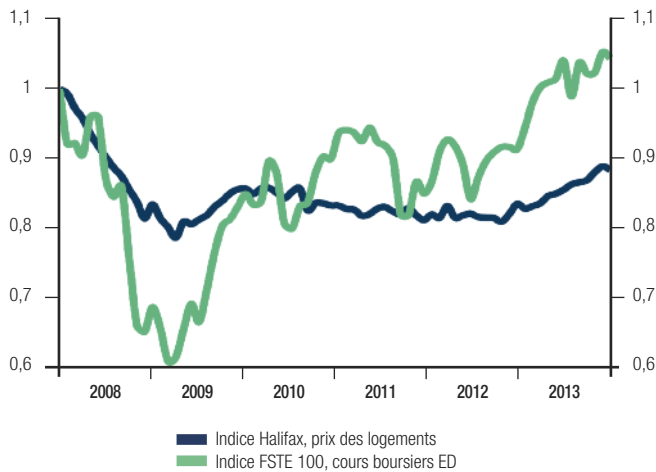
(8) Le Funding for Lending Scheme (FLS) a été mis en place le 1<sup>er</sup> août 2012 et court jusqu'au 31 janvier 2015. Il permet aux banques d'obtenir de la liquidité à moindre coût auprès de la BoE. En échange les banques doivent accroître leur volume de prêts au secteur privé et notamment aux PME.

Le dispositif Help to buy permet à un acheteur, dont l'apport représente au moins 5% du montant de l'opération, de bénéficier d'un prêt du gouvernement pouvant aller jusqu'à 20% de sa valeur. L'acheteur est exonéré d'intérêts durant les cinq premières années.

(9) Patrimoine ajusté de la valeur de leur dette.

(10) The effect of the financial crisis on older households in England, IFS Working paper W12/09, Crawford and al, pages 7-8 and 22-23-24, Octobre 2013.

**GRAPHIQUE 4**  
Evolution des prix de l'immobilier et des cours boursiers, 2008 = 100



Sources : Coface, Halifax, FTSE

Avec un taux élevé d'utilisation des capacités de production (82%), le renouvellement du capital fixe soutiendra l'activité. Un accès plus facile au crédit pour les entreprises le facilitera. Le programme d'aide «funding for lending» était constitué de deux volets, prêts aux PME et hypothécaires. Or la BoE a décidé de cibler les prêts aux PME en 2014 en stoppant le programme de ceux liés à l'immobilier. En outre, le taux d'imposition sur les sociétés diminuera à nouveau d'un point (20%) au 1<sup>er</sup> janvier 2015 afin d'améliorer la compétitivité des entreprises britanniques. Pour rappel ce taux était de 28% en 2010.

## En 2015, les politiques monétaires arbitres de la croissance ?

Si les politiques mises en place portent leurs fruits, le Royaume-Uni abordera 2015 avec un rythme de croissance soutenu (après +2,7% attendus en 2014) avec une inflation supérieure à 1,5%. Cette dynamique favorable poussera les autorités à diminuer les rachats d'actifs et à relever, courant 2015, le principal taux directeur de la Banque centrale. Coface estime que la croissance au Royaume-Uni sera de +2,1% en 2015. En effet, les ménages ralentiront légèrement leurs achats (contribution de 0,8 point de %) en lien avec une hausse du coût des crédits à la consommation. Du côté des investissements (contribution de 1,1 point de %), la rénovation des équipements continuera et nous estimons que le Funding for Lending Scheme sera reconduit une année supplémentaire. En outre, la nouvelle baisse de l'impôt sur les sociétés attirera d'autres entreprises étrangères intéressées par la fiscalité britannique et la proximité du marché européen.

Mais la politique monétaire de la Banque centrale européenne pèsera sur l'économie britannique. En effet, on peut s'attendre à ce que le taux de change réel du Royaume Uni s'apprécie, en lien avec le resserrement monétaire de la BoE conjugué à une politique expansionniste de la BCE. En conséquence, si la croissance de l'offre de produits britanniques participera à une légère augmentation des exportations en 2014, celle des importations la surpassera. Les exportations nettes contribueront alors négativement à la croissance (-0,1 point de %).

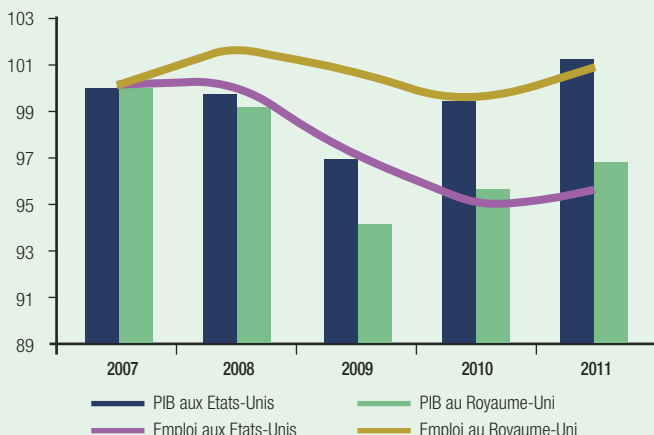
Malgré le léger ralentissement de la croissance attendue en 2015, la bonne tenue des investissements marquera le virage nécessaire vers une croissance potentielle plus élevée. Toutefois, le poids de la dette privée freine la reprise et constitue une fragilité importante au Royaume-Uni.

### Encadré 1

## LE MARCHÉ DU TRAVAIL BRITANNIQUE EST-IL RÉELLEMENT RÉTABLI ?

Selon les dernières estimations, le taux de chômage au Royaume-Uni (6,8% au 1<sup>er</sup> trimestre 2014) a baissé d'un point depuis un an et est passé sous le seuil de 7% pour la première fois depuis fin 2009. L'emploi a particulièrement bien résisté pendant la crise au vu de l'ampleur de la récession en 2009 (contraction du PIB de 5,2%) : le taux de chômage a atteint un pic de 8,5% seulement fin 2011. Ainsi, malgré une récession plus sévère que les Etats-Unis, le déclin de l'emploi a été bien moins prononcé (voir graphique 5) :

**GRAPHIQUE 5**  
Evolution des indices du PIB et de l'emploi au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, 2007 = 100



Sources : International labor statistics, BLS ; OCDE, Comptes nationaux

En baisse depuis cette date, le taux de chômage était inférieur à la moyenne de l'UE15 (Europe occidentale) de 3,5 points en 2013 (7,5% contre 11,9% pour l'UE15). Parallèlement, le taux d'emploi est remonté depuis 2011 et serait proche de son maximum d'avant crise, à 72,7% des 16-64 ans. Depuis plusieurs années, il est nettement supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE (65,3%) et de l'UE (64,2%).

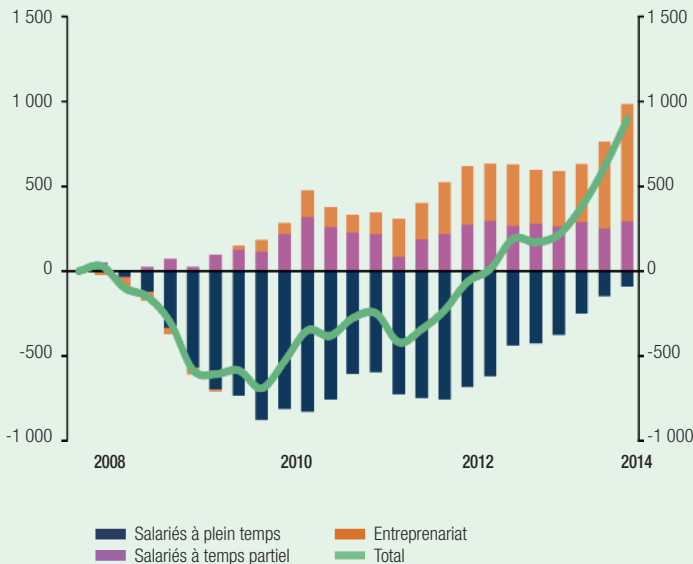
L'impact positif de cette reprise de l'emploi sur la consommation des ménages et sur la croissance doit cependant être nuancé. Tout d'abord, on assiste à un essor du travail à temps partiel, des contrats temporaires (interim) et surtout de l'entrepreneuriat, tandis que le nombre de salariés à temps plein est encore légèrement en dessous de son niveau de 2008 (voir graphique 6). Plus du quart des travailleurs (25,5%) britanniques sont à temps partiel, une proportion plus grande que dans le reste de l'Europe occidentale (22,8% pour l'UE à 15). Une partie croissante d'entre eux (4,7% de l'emploi total) sont à temps partiel contraint : cette proportion demeure toutefois inférieure à celle observée en France (5,4% de l'emploi total). Ces contrats précaires se traduisent par une augmentation du nombre des travailleurs pauvres <sup>(11)</sup>.

(11) Les taux historiquement élevés de temps partiels contraints et de salariés sur contrats temporaires à la recherche de contrats permanents (40% des salariés sur contrat temporaire) sont des indices du sous-emploi.



Toutefois, depuis un an, la croissance de l'emploi à temps complet (+ 2,6 %) a été supérieure à celle de l'emploi à temps partiel (+1%). La poursuite de cette dynamique permettrait une amélioration plus généralisée et plus solide du marché du travail.

**GRAPHIQUE 6**  
Contribution au changement du niveau d'emploi



Sources : Coface, ONS

Les travailleurs à temps partiel, dont la rémunération horaire est généralement plus faible (travail peu qualifié), gagnent en moyenne le tiers du salaire des travailleurs à temps complet. Ces travailleurs précaires sont souvent de jeunes adultes, dont l'insertion sur le marché du travail est délicate : le taux de chômage des jeunes (21% pour les 16-24 ans) n'a baissé que d'un point depuis son maximum de 2011, et la proportion de jeunes au chômage (12%, nombre de jeunes chômeurs rapporté à l'ensemble des jeunes) était supérieure à la moyenne européenne (10%) en 2013.

La baisse du nombre de chômeurs se conjugue également à un recul des salaires réels (les salaires nominaux progressent nettement moins vite que l'inflation) depuis 2008. Ce repli

concerne l'ensemble des salariés (à l'exception des très hauts revenus), mais est particulièrement marqué pour les rémunérations modestes et les jeunes travailleurs de 18 à 29 ans. Ainsi, depuis 2008, le salaire médian a baissé de 10% en termes réels. Certains économistes, comme les professeurs Blanchflower et Machin<sup>(13)</sup>, estiment que la reprise actuelle de l'économie n'entraînera pas automatiquement un redécoupage des salaires réels, du moins autour du salaire médian. La refonte de la «forward guidance» de la Banque d'Angleterre, qui estime que la reprise est encore fragile et que les pressions inflationnistes sont inexistantes malgré la baisse du taux de chômage en deçà du seuil de 7%, suggère également l'existence du sous-emploi et l'absence de pressions à la hausse sur les salaires.

L'essor du travail temporaire et à temps partiel et la baisse des salaires réels contribuent au maintien du taux de pauvreté<sup>(14)</sup> à un niveau relativement élevé (environ 10%). En conséquence, le Royaume-Uni est un des pays les plus «inégalitaires» d'Europe, avec un coefficient de Gini<sup>(15)</sup> (0,36 en 2011) supérieur à la grande majorité des pays européens (par exemple, le coefficient est de 0,31 en France et 0,29 en Allemagne en 2011). Les revenus du travail ont largement contribué à cette montée des inégalités de revenus : le salaire réel horaire a augmenté de 3% par an pour les 10% des salariés les mieux payés entre 1985 et 2005, contre 1,8% pour les 10% des salariés en bas de l'échelle des rémunérations. Les revenus des ménages modestes, très soutenus par les prestations sociales pendant les années de crise, devraient souffrir de leur réduction programmée. Alors que le taux marginal d'imposition des plus hauts revenus est passé de 50% à 45% en 2013, réduisant l'impact redistributif du système socio-fiscal.

(12) Les 18-25 ans sont la seule catégorie pour laquelle le taux de pauvreté relative a augmenté entre 2007 et 2010.

(13) Pour un résumé didactique voir «falling real wages», Cf. Center for economic performance, Center piece Spring 2014 <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cp422.pdf>

(14) Part de la population dont le revenu par unité de consommation est inférieur à 50% du revenu médian. Source : OCDE, Base de données sur la distribution des revenus, 2010. Le taux de pauvreté après coût du logement est estimé par l'Institute of fiscal studies, cf. «Living standards, Poverty and inequality in the UK 2013», IFS Report R81, partie 4.

(15) Le coefficient de Gini est un indicateur synthétique d'inégalités de revenus. Il varie entre 0 et 1. Il est égal à 0 dans une situation d'égalité parfaite où tous les revenus seraient égaux et à 1 dans la situation la plus inégalitaire possible, où tous les revenus sauf un seraient nuls. Entre 0 et 1, l'inégalité est d'autant plus forte que l'indice de Gini est élevé.

## 2/ MENACES SUR LA REPRISE

Si l'économie britannique est bien orientée, elle semble cependant plus vulnérable que lors des sorties de crises passées.

**TABLEAU 3 : UK, sorties de crises**

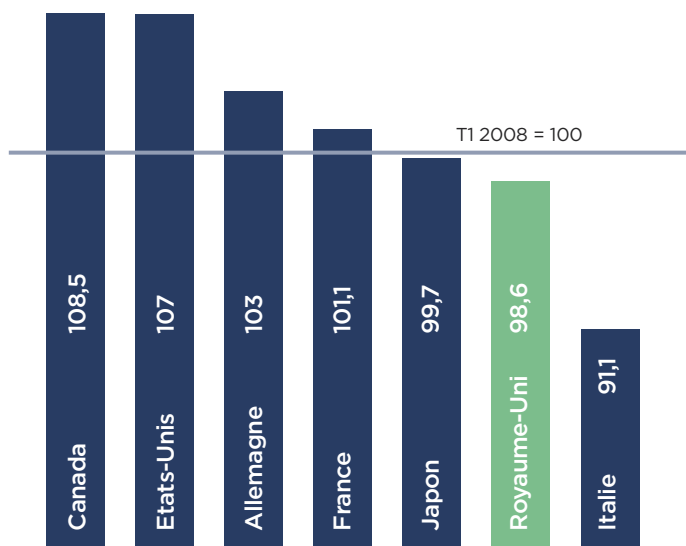
Crises	Nombre de trimestres pour retrouver la production d'avant crise
T2 1973	11
T4 1979	13
T1 1990	10
T2 2008	26 (estimé Coface)

Tout d'abord, bien que connaissant un rythme de croissance élevé depuis le second semestre 2012, le Royaume-Uni n'a toujours pas rattrapé le niveau de production d'avant crise. Jamais, le pays n'a mis autant de temps à se remettre d'une crise (voir tableau 3).

Nous estimons que le rattrapage aura lieu au 3<sup>e</sup> trimestre 2014, soit 6 ans et demi après le début du choc sur l'économie britannique.

Parmi les économies du G7, seule l'Italie accuse un retard plus important dans son processus de reprise. Certes, le taux de chômage britannique a bien résisté comparativement aux autres économies européennes mais l'ajustement s'est fait par une compression des heures de travail et une réduction des salaires alors que les inégalités sont toujours très fortes au Royaume-Uni (cf. encadré 1).

GRAPHIQUE 7  
Le G7 et la sortie de crise, PIB au T4 2013

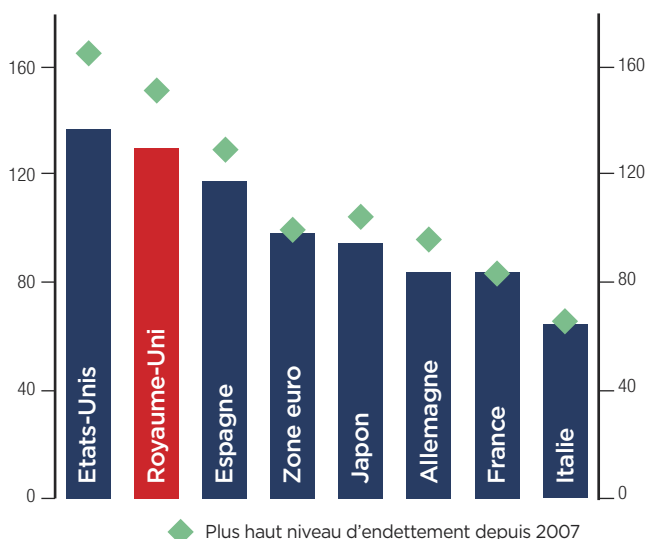


Sources : Coface, Statistiques nationales

### Une colossale dette privée

La confiance retrouvée des ménages est suffisante pour générer de la consommation. Cependant, elle est en partie due à des effets de richesse (cf. partie précédente). La montée des prix des actifs immobiliers et financiers doit en effet être contrôlée. Elle consolide les écarts de richesses entre propriétaires et locataires et renforce l'appétit au crédit hypothécaire. En effet, selon de Council of Mortgage Lenders (CML), le nombre de prêts immobiliers a augmenté de 33% entre février 2013 et février 2014. Des risques de bulles immobilières apparaissent. En effet, les ménages britanniques demeurent très endettés (129,9% du revenu disponible (RD) au T3 2013). Parmi les économies avancées du G7, seuls les ménages nord-américains connaissent un niveau de dette plus élevée (137% du RD aux Etats-Unis). En outre, malgré la croissance de 3,4% au premier trimestre 2014 du RD par rapport au quatrième trimestre 2013, la tendance est bien au ralentissement depuis 2008 contrairement à la période 1990-2007. Ce constat pénalise la capacité des ménages à se désendetter rapidement au regard de leur revenu.

GRAPHIQUE 8  
Dette des ménages, % RD



Sources : Coface, Banque de France

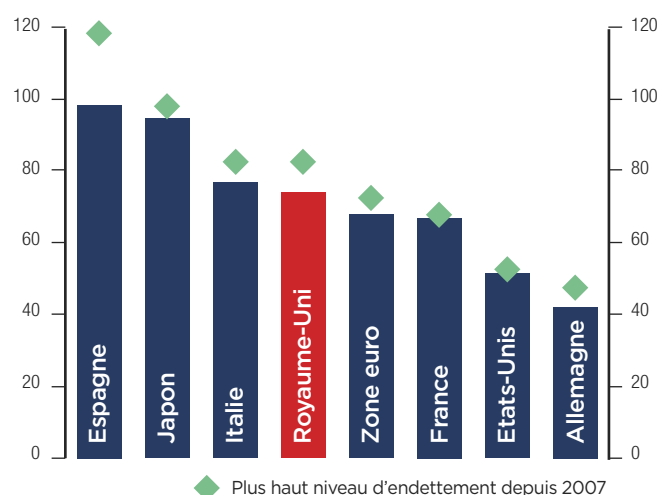
Confiants, les ménages ajustent donc leur épargne à la baisse pour consommer davantage. Les taux d'intérêt ont atteint un niveau historiquement bas et permettent aux ménages et aux entreprises de se désendetter, en renégociant leurs prêts (voir graphiques 8 et 9).

### Bientôt, la fin de la politique monétaire ultra-expansionniste

Une remontée des taux liée à un taux de chômage bas et une inflation dans la cible de 2% fixée par la BoE constitue un risque majeur. En effet, la courbe de confiance des agents pourrait rapidement s'inverser rattrapés par le poids de la dette privée (165% du PIB en 2013). En outre, le recul de l'épargne rapportée au revenu disponible pourrait pénaliser les comptes extérieurs à moyen terme en contraignant l'investissement.

L'investissement des entreprises constitue un autre point de fragilité. En effet, si les grandes entreprises ont facilement accès aux marchés financiers et peuvent ainsi se financer en émettant de la dette, les PME souffrent comme les ménages d'un niveau d'endettement élevé et, pris individuellement, d'un poids marginal dans l'économie pénalisant leur capacité de financement hors recours au crédit. Si la BoE cherche à stimuler le crédit aux entreprises via le «funding for lending», l'encours de crédit aux entreprises non financière continue de diminuer (-4,1% en mars 2014 sur 12 mois et pour les seules PME de -3%).

GRAPHIQUE 9  
Dette des sociétés non financières, % PIB



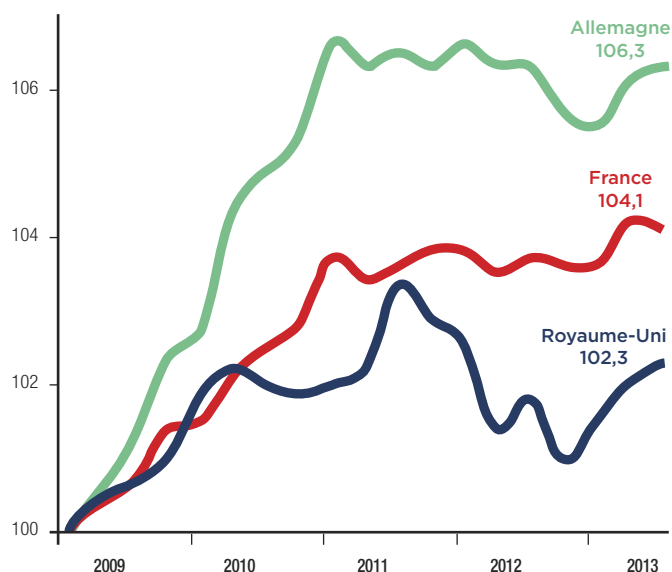
Sources : Coface, Banque de France

### Une faible productivité

Du côté de la demande de crédit, le taux de marge<sup>(16)</sup> des sociétés non-financières (32%) demeure inférieur à la moyenne de la zone euro (37,5%) en 2013 et n'incite pas les entreprises à investir. Pourtant, malgré une dette élevée, le risque à investir pour les entreprises ne semble pas très important. En effet, l'économie britannique souffre d'un niveau de productivité inférieur aux autres économies développées (voir graphique 10). Après avoir rattrapé son retard dans les années 90, l'écart s'est creusé de nouveau avec la France et l'Allemagne entre 2009 et 2012. Ces lacunes en matière de productivité traduisent notamment un sous-investissement des entreprises britanniques. Le taux d'utilisation des capacités de production est élevé (82% à fin 2013), reflet d'une tension entre offre et demande.

(16) Pour une entreprise le taux de marge est le rapport de l'excédent brut d'exploitation avec la valeur ajoutée de l'entreprise.

**GRAPHIQUE 10**  
Productivité par travailleur, IT 2009 = 100



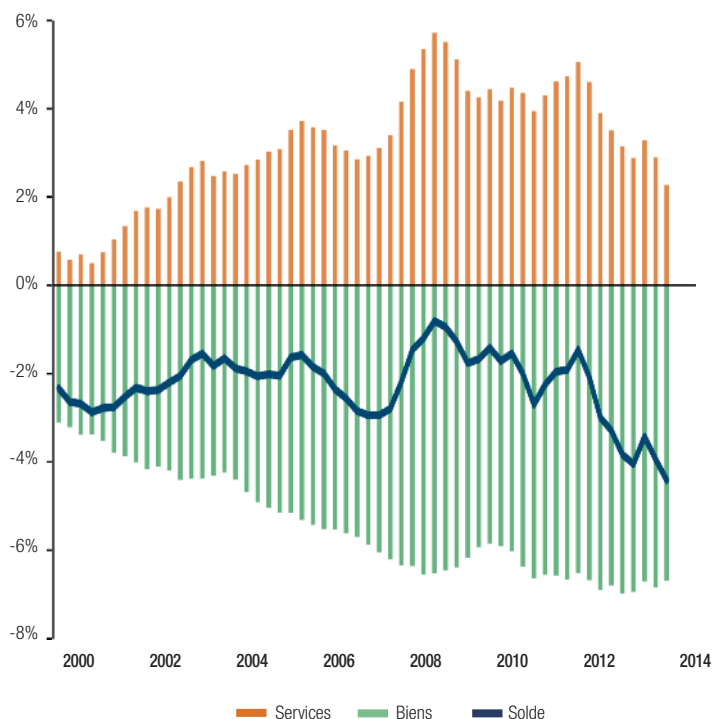
Sources : Coface, Eurostat

Les dernières tendances sont toutefois positives. En effet, la croissance de la productivité par travailleur a été plus importante en 2013 au Royaume-Uni qu'en France et en Allemagne. La dynamique de l'investissement est forte depuis le second semestre 2013 (+4,1% d'investissement en machines et biens d'équipement au 3e trimestre 2013 par rapport au second trimestre) et permet d'accroître sensiblement la productivité. Cet accroissement devra permettre une réduction du déficit commercial à moyen terme. La croissance de l'offre de produits manufacturés diminuera les importations si elle concerne les biens communs à forte compétitivité prix. Mais, elle peut également profiter aux exportations, si à l'exemple de l'automobile, elle se spécialise dans des secteurs à forte valeur ajoutée ou dans des niches. Afin d'avoir un effet de levier plus important, les entreprises britanniques et les laboratoires devraient augmenter leurs dépenses en matière de recherche et développement. En effet, comparés aux autres pays du G7, seules l'Italie (1,2% du PIB) et le Canada (1,7%) dépensent moins que le Royaume-Uni (1,8%). L'Allemagne et les Etats-Unis consacrent un point de PIB supplémentaire (2,8%) dans la recherche à l'innovation.

### Un déficit courant persistant

La balance commerciale est traditionnellement déficitaire au Royaume-Uni. Ce déficit était proche de 2% entre le début des années 2000 et 2008, la dégradation de la balance des biens étant compensée par une progression de l'excédent de la balance des services en partie liée au secteur financier (voir graphique 11). Les exportations de services financiers expliquent 46% de l'excédent de la balance des services en 2013. Après s'être partiellement résorbé en 2009 et 2010, le déficit s'est nettement dégradé à partir de 2012, principalement en raison de moindres exportations de services, pour atteindre 4,4% à fin 2013. Symbole de cette situation contrastée, le Royaume-Uni est passé de 5<sup>ème</sup> exportateur mondial de biens en 1990 à 11<sup>ème</sup> en 2012 (derrière la Belgique notamment), tandis qu'il est le 2<sup>ème</sup> exportateur mondial de services derrière les Etats-Unis.

**GRAPHIQUE 11**  
Balance des biens et services du Royaume-Uni (en % du PIB)



Sources : Coface, ONS

Les origines de ces lacunes en matière d'exportations de biens sont diverses. Elles proviennent d'abord des problèmes classiques dont ont souffert les principales économies développées dans la décennie 2000, à savoir des pertes de parts de marché à l'exportation au bénéfice des pays émergents. Entre 2000 et 2011, la part des exportations britanniques dans les exportations mondiales est passée d'environ 5% à moins de 4%. La tendance et les niveaux sont identiques pour la France. Elle est comparable aux Etats-Unis, au Japon et en Italie. Seule l'Allemagne n'a pas souffert (environ 8% en 2000 comme en 2011).

Mais au-delà de ces tendances communes, les exportations britanniques ont aussi pâti de lacunes plus spécifiques, comme en atteste la croissance totale des exportations depuis le début des années 2000. Avec une augmentation de 85% depuis 2001, le Royaume-Uni fait nettement moins bien que l'Allemagne (+140%), les Etats-Unis (+115%) et l'Espagne (+181%). Mais c'est un niveau légèrement supérieur à celui du Japon et de la France.

Les exportations souffrent en particulier de la faible orientation du commerce du Royaume-Uni vers les pays émergents : la part des exportations destinées au Brésil, à la Chine, à l'Inde et à la Russie (BRIC) dépassait à peine 5% en 2011, soit un niveau plus faible que tous les autres pays du G7 <sup>(17)</sup>.

Mais entre 2007 et 2011, la croissance des exportations britanniques vers les BRIC a été en moyenne plus de deux fois inférieures à celle des Etats-Unis, du Japon ou encore de l'Allemagne. Les piètres performances du Royaume-Uni en matière d'exportations ne proviennent donc pas seulement d'une structure plus défavorable de leur commerce qui est davantage orienté vers les économies avancées à plus faible croissance. Elles s'expliquent aussi par des problèmes de compétitivité.

(17) Fonds monétaire international, rapport article IV 2013 du Royaume-Uni.

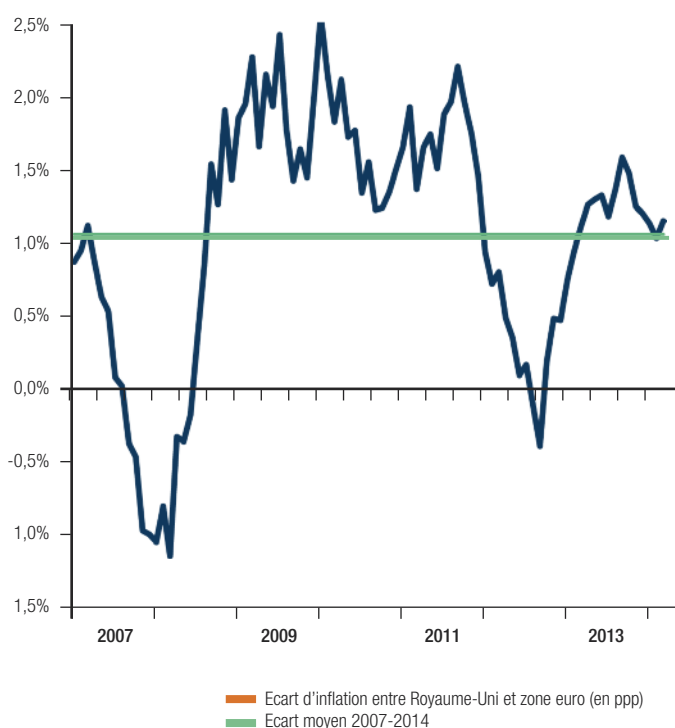


## La nette progression des coûts unitaires du travail dans les années 2000...

Les exportateurs britanniques sont en effet pénalisés par la forte augmentation des coûts unitaires du travail (+33% entre 2001 et le 3<sup>ème</sup> trimestre 2013). Cette progression est plus marquée qu'aux Etats-Unis (+17%), qu'en Allemagne (+11%), qu'au Japon (-16%) et même qu'en France (+26%). Seule l'Italie fait moins bien sûr la même période (+34%).

Cette augmentation des coûts unitaires du travail reflète une inflation structurellement plus élevée que dans les autres économies avancées : l'indice des prix à la consommation a progressé de 3,0% par an en moyenne depuis début 2007, soit environ un point de plus que la zone euro (*voir graphique 12, inflation moyenne à 1,9% depuis 2007*) et que les Etats-Unis (2,1% en moyenne sur la même période).

**GRAPHIQUE 12**  
Ecart d'inflation entre le Royaume-Uni et la zone euro  
(en point de %)

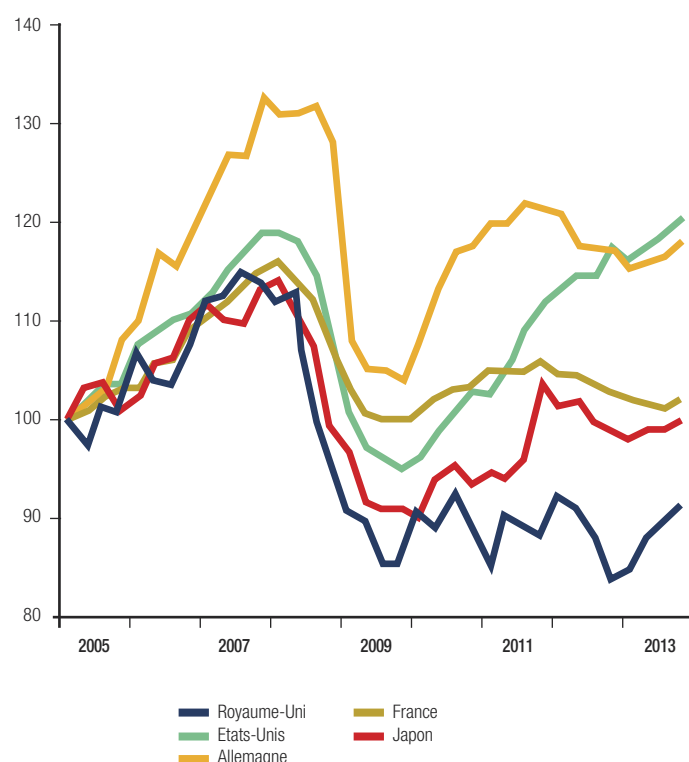


Sources : Coface, Banques centrales

Certes, des facteurs temporaires comme des augmentations de TVA décidées dans le cadre de programmes de baisses de dépenses publiques ou les hausses des prix importés de l'énergie ont joué un rôle dans ce niveau élevé d'inflation. Mais ils n'expliquent pas cet écart de niveau avec la zone euro. L'écart entre l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et alimentation, moyenne du Royaume-Uni entre début 2007 et mars 2014 et celle de la zone euro est même plus élevé (2,6% contre seulement 1,4% en zone euro, soit 1,2 point de différence). Même après la crise de 2008-2009, l'inflation sous-jacente a peu baissé : elle est restée proche de 3% tout au long des années 2010 et 2011. Or dans tout marché, le prix reflète l'équilibre entre l'offre et la demande. Une inflation forte traduit ainsi un niveau trop faible de la première relativement à la seconde. Ce niveau relativement élevé de l'inflation hors énergie et alimentation traduit donc en partie des insuffisances en matière d'offre et donc de capacités de production.

La dynamique de l'investissement en capital fixe (c'est-à-dire hors construction) depuis une dizaine d'année le confirme. Il a baissé de 9% en termes réels depuis début 2005 au Royaume-Uni, tandis que dans le même temps il progressait nettement aux Etats-Unis et en Allemagne (respectivement +20% et +18%) et était quasi stable en France et au Japon (respectivement +2% et 0%). Ce sous-investissement chronique des entreprises en équipement a des origines diverses : encours de prêts des banques davantage orientés vers la construction, volonté des entreprises d'épargner et de se désendetter, profondeur de la crise de 2008-2009, ... Quelles qu'en soient les raisons, il explique en partie ce déséquilibre entre offre et demande et donc l'inflation relativement élevée. Dit autrement, le stock de machines est vieillissant et ne se renouvelle pas assez rapidement, ce qui pèse sur les capacités de production et sur la compétitivité des entreprises locales.

**GRAPHIQUE 13**  
Investissement en capital fixe (T1 2005 = 100)



Sources : Coface, sources nationales

## ... n'explique pas tout

L'évolution récente de la structure des exportations de biens confirme la perte de compétitivité de secteurs dont les produits ont une élasticité prix relativement élevée : les biens électroniques ne représentent plus que 8% des ventes totales à l'étranger à fin 2013, contre 14% huit ans auparavant. Ce déclin a été compensé par l'aéronautique (dont la part dans le total est passée de 6 à 9%) ainsi que par les ventes de véhicules (de 10 à 12%). Ce sont justement deux des trois secteurs qui font l'objet d'un focus dans la partie suivante.

Mais malgré cette inflation relativement élevée, le taux de change effectif réel s'est déprécié depuis 2005 (-16%), soit davantage que celui des Etats-Unis (-13%), de l'Allemagne (-10%), de l'Espagne (-9%), de la France (-2%) et de l'Italie (+1%). Seul le yen a perdu plus de valeur au cours de la même période (-31%).

Cette dépréciation de la livre n'a pourtant pas eu d'effet significatif sur la balance commerciale, son déficit étant stable (au-dessus de 6%) depuis presque 6 ans. Cela implique que d'autres variables que le prix sont à l'origine de ce déficit. Les effets positifs de cette dépréciation sur les exportations semblent ainsi avoir été compensés par ceux négatifs liés au renchérissement des importations (notamment de pétrole qui contribue à plus de 11% au déficit total).

Enfin, le dynamisme de la demande interne et notamment de la croissance du crédit avant la crise de 2008 et depuis 2012

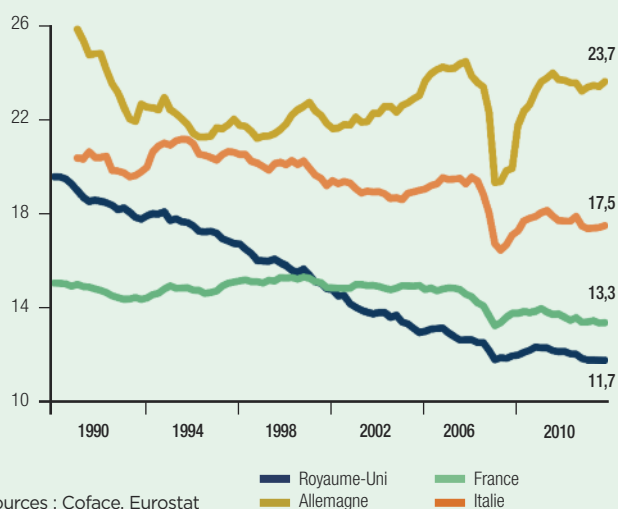
peuvent aussi avoir eu un effet positif sur les importations. Au final, la dynamique et la structure du commerce extérieur du Royaume-Uni confirment à la fois les forces et les faiblesses structurelles de son économie. La balance commerciale reflète les déséquilibres internes du pays (insuffisance de l'investissement notamment), même si sa structure met en exergue les avantages comparatifs du Royaume-Uni que sont les services et des industries à forte valeur ajoutée comme les véhicules ou encore l'aérospatiale.

## Encadré 2

### LA DÉSINDUSTRIALISATION BRITANNIQUE : QUELLE AMPLEUR ?

Le poids décroissant du secteur industriel est un phénomène commun aux pays avancés depuis les années 1970. Dans le cas du Royaume-Uni, ce poids de la production manufacturée s'est toutefois plus rapidement contracté au regard des principales économies européennes.

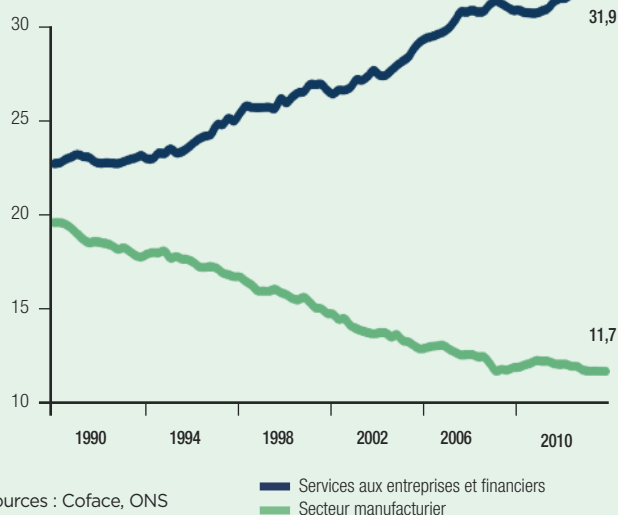
**GRAPHIQUE 14**  
Secteur manufacturier, % PIB



Sources : Coface, Eurostat

En effet, la valeur ajoutée générée par le secteur des services financiers et des services aux entreprises s'est très largement substituée au déclin de l'industrie. Si la contribution du secteur manufacturé dans la valeur ajoutée totale déclina de 8 points de pourcentage entre 1990 et 2013, celle des services financiers et des affaires augmenta de 10 points.

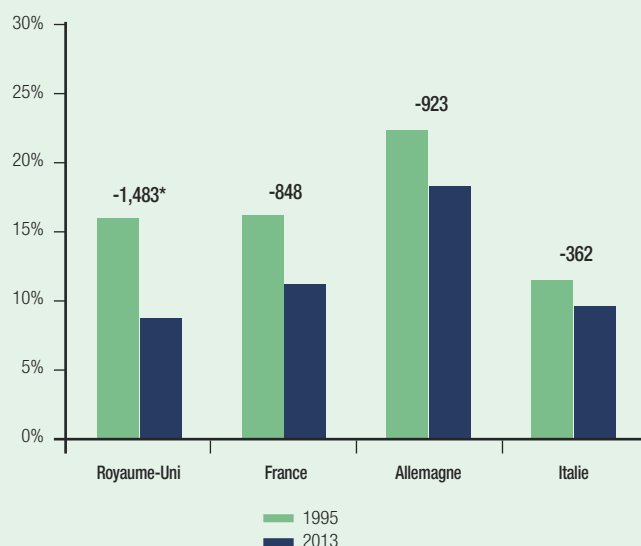
**GRAPHIQUE 15**  
Contributions dans le PIB, p%



Sources : Coface, ONS

Ce changement, s'il a globalement profité à l'économie britannique du fait d'une croissance exceptionnellement élevée entre 1990 et 2007 (+2,9% par an), a détruit un nombre d'emplois sans pareil en Europe. En effet, 1,5 million de postes ont été supprimés dans le secteur de l'industrie, dont plus de 400 000 dans le secteur du textile, autant pour la métallurgie et environ 200 000 dans le secteur de la chimie.

**GRAPHIQUE 16**  
Emplois dans l'industrie, % total



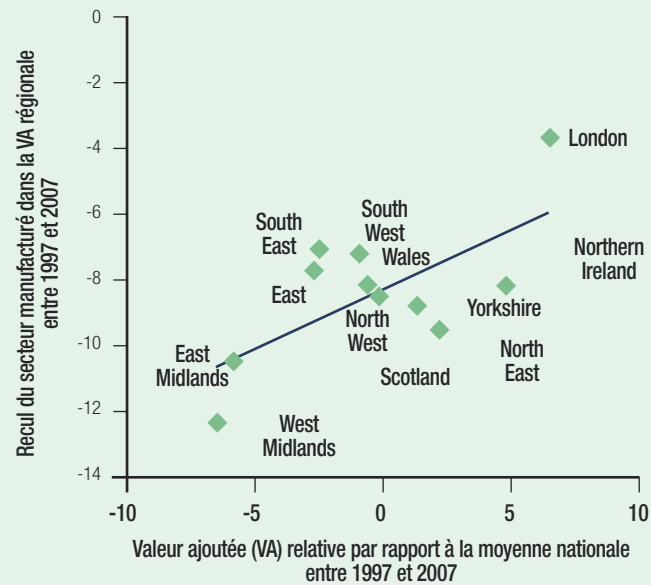
\* 1 483 mille emplois supprimés entre 1995 et 2013

Sources : Coface, Eurostat

Bien que ces suppressions n'aient pas eu d'impact majeur sur le taux de chômage au niveau national en raison du dynamisme de la croissance, il existe une grande disparité entre les régions. Une étude réalisée par Natixis en 2012 (Les migrations de l'industrie européenne : une illustration par la cartographie) mettait en évidence les migrations de l'industrie européenne. Ainsi l'industrie du textile a quitté les East and West Midlands pour se redéployer en Bulgarie, en Italie et en Grèce. Les régions du West Midlands et le Yorkshire ont également été affectées par le recul de la métallurgie. Une partie de l'industrie chimique a migré du Cheshire, du Derbyshire et de Londres pour l'Allemagne. Malgré un enrichissement sur la période, de nombreux ménages des anciennes grandes régions industrielles (Midlands) constatent un écart grandissant entre leur revenu et le revenu moyens des ménages britanniques.

GRAPHIQUE 17

La région centre souffre du recul de l'industrie



Sources : Coface, ONS

Si le Royaume-Uni a souffert d'une moindre compétitivité coût vis-à-vis des économies d'Europe centrale ou asiatiques, cette faiblesse n'est pas suffisante pour expliquer l'ampleur du déficit commercial extérieur. En effet, un second aspect fragilise l'économie britannique. Il s'agit de la compétitivité hors coûts. Elle symbolise la capacité à monter en gamme via l'innovation et la recherche et développement. Entre 1989 et 2007, selon Kitson et Michie<sup>(18)</sup>, les actifs (équipements et structures) des entreprises manufacturières ont augmenté de 0,8% par an contre 1,9% aux Etats-Unis, 3,4% au Japon, 1% en Allemagne et 1,1% en France. En outre, le manque de main-d'œuvre qualifiée disponible dans des secteurs aussi différents que la construction ou la santé pèse sur la capacité du pays à se réindustrialiser et à diminuer son déficit vis-à-vis de ses partenaires. En effet, selon la UKCES<sup>(19)</sup> (UK Commission for Employment and Skills), un poste, nécessitant des qualifications ou de l'expérience, sur cinq peines à être pourvu faute de compétence en 2013 contre un sur six en 2011.

(18) Kitson et Michie «the deindustrial revolution : the rise and fall of UK manufacturing, 1870-2010», oct 2012

(19) UK Commission's Employer Skills Survey 2013: UK Results

### 3/ QUEL RENOUVEAU INDUSTRIEL ?

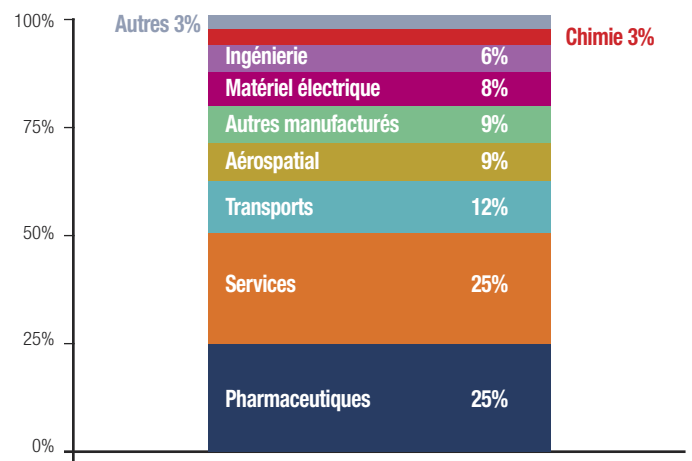
Bien que la balance commerciale britannique soit largement déficitaire (-6,5% du PIB au 4<sup>ème</sup> trimestre 2013 si l'on ne tient pas compte des services), certains secteurs de pointe parviennent à tirer leur épingle du jeu, comme l'aérospatial, l'industrie pharmaceutique ou l'automobile. Portés par une innovation ininterrompue, permise par des investissements en R&D considérables, ces secteurs restent compétitifs et font office de leaders mondiaux. Nous développerons le cas de l'industrie pharmaceutique, de l'aérospatial et du secteur de la défense afin de mieux appréhender leurs spécificités. Par ailleurs, certaines entreprises réussissent à créer des niches d'innovation dans des secteurs pourtant très concurrentiels, comme Dyson dans les biens durables (cf. encadré). Focus sur ce Royaume-Uni qui innove.

#### L'industrie pharmaceutique, leader en Europe

Le Royaume-Uni est à la pointe de l'industrie pharmaceutique. Environ 15% des médicaments les plus utilisés dans le monde aujourd'hui proviennent des centres de recherche britanniques. Seuls les centres de recherche pharmaceutiques américains peuvent se targuer de faire mieux. Selon l'Association of the British Pharmaceutical Industry (ABPI), le secteur, plus que n'importe quel autre, dégage un excédent commercial annuel supérieur à 6 milliards d'euros. Cette position de premier contributeur au commerce extérieur matérialise le dynamisme de la filière, qui était seulement le cinquième contributeur en 1975 et le troisième en 1990.

L'industrie pharmaceutique britannique est également celle qui investit le plus en R&D avec près de 6 milliards d'euros par an (selon l'ONS), soit un quart des dépenses totales en la matière en 2012. Ce montant est en forte croissance, puisqu'il a progressé de quasiment 50% depuis 2005. A titre de comparaison, l'industrie pharmaceutique investit autant en R&D que l'ensemble du secteur tertiaire.

GRAPHIQUE 18 Répartition de la R&D au Royaume-Uni

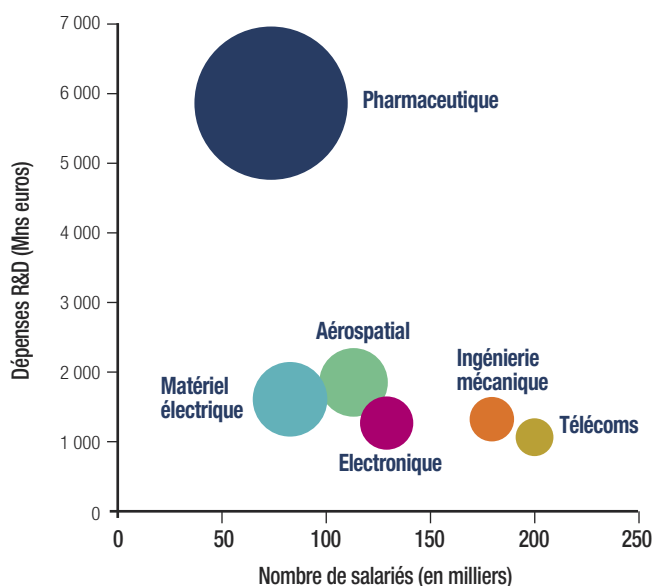


Sources : Coface, ONS

A l'échelle de l'Europe, l'industrie pharmaceutique fait office de leader en la matière, avec environ 10% des dépenses totales mondiales (selon l'ABPI), devant ses homologues allemand (7%) et français (6,5%).

Bien que l'industrie finance elle-même ses dépenses en R&D à hauteur de 65%, le rôle des autorités britanniques n'est pas négligeable. Entrée en vigueur en avril 2013, la «Patent Box» est une loi réduisant le taux d'imposition sur les bénéfices de 21% à 10% pour les produits brevetés dans le pays. Elle profite donc largement à l'industrie pharmaceutique. De plus, l'industrie travaille en étroite collaboration avec les universités, et finance notamment plus de 600 doctorants chaque année (ABPI).

**GRAPHIQUE 19**  
R&D et nombre de salariés (taille = R&D par salarié en milliers EUR)

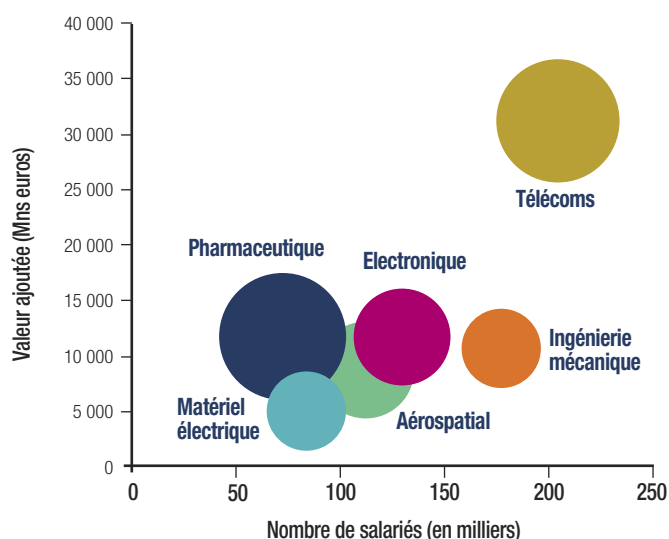


Sources : Coface, ONS, ADS

Par ailleurs, elle emploie directement près de 73 000 salariés (0,26% de la main-d'œuvre totale) dans le pays, 23 000 d'entre eux à des postes hautement qualifiés. Aussi, plus de 60% des investissements en R&D du secteur concernent les salaires (selon l'ABPI).

Enfin, elle génère près de 10 milliards d'euros de valeur ajoutée, soit un niveau similaire à l'électronique ou aux transports dont les effectifs sont nettement supérieurs (selon l'ABPI). La productivité de l'industrie pharmaceutique britannique est donc extrêmement élevée.

**GRAPHIQUE 20**  
Valeur ajoutée et nombre de salariés (taille = valeur ajoutée par salarié en milliers EUR)



Sources : Coface, ONS, ADS

Le secteur est fragmenté au niveau mondial. Ainsi, la part de marché du leader mondial, le Suisse Novartis, était de 5,8% en 2013. Deux groupes britanniques, dont les parts de marché dépassent 3,5%, se démarquent sur la scène internationale :

GlaxoSmithKline (6<sup>ème</sup> au niveau mondial en 2013) et AstraZeneca (8<sup>ème</sup>). Présents dans plus de 100 pays, ils ont réalisé respectivement des chiffres d'affaires de 23,7 et 22 milliards d'euros, et investi chacun près de 5 milliards d'euros en R&D dans le monde. Ils sont, entre autres, à la pointe de l'innovation en matière de traitement des cancers, des maladies respiratoires, cardiovasculaires et du système nerveux. Ces deux groupes produisent également certains des principaux blockbusters (médicaments générant plus d'un milliard de dollars par an), comme le Crestor (cholestérol) et le Nexium (maux d'estomac) pour AstraZeneca ou le Seretide (asthme) pour GSK.

La volonté de rachat d'AstraZeneca par l'Américain Pfizer illustre l'attractivité de l'industrie pharmaceutique britannique. Le déplacement du siège social de Pfizer au Royaume-Uni, où l'impôt sur les sociétés est de 21%, contre 35% aux Etats-Unis, est une des raisons évoquées. Toutefois, l'intérêt porté par Pfizer à son homologue britannique ne peut être expliqué exclusivement par des raisons fiscales. Il résulte également de la bonne santé financière d'AstraZeneca et du développement de produits innovants absents de la gamme de Pfizer, le britannique ayant un pipeline plus fourni que son homologue américain dans certaines aires thérapeutiques, comme l'oncologie.

### Un savoir-faire civil et militaire exceptionnel

L'industrie aérospatiale et le secteur de la défense britanniques sont parmi les plus performants du monde. Seuls les Etats-Unis affichent de meilleures performances en la matière. D'après Aerospace, Defence and Security (ADS), l'association professionnelle des industries aéronautiques britanniques, avec 17% de parts de marché, l'industrie aérospatiale britannique est la plus importante en Europe, à l'instar de la défense, qui concentre un cinquième des exportations mondiales.

L'aérospatial emploie directement 113 000 personnes, soit 0,40% de la main-d'œuvre totale. Ce chiffre s'élève à près de 250 000 si l'on prend en compte les emplois indirects (selon l'ADS). L'industrie aérospatiale est duale : elle peut être militaire ou civile. La branche civile ne cesse de progresser au Royaume-Uni, avec une croissance remarquable de 28% en 2013. Au total, près de 1 300 avions neufs ont été livrés, et plus de 3 000 commandes ont été reçues au cours de l'année. Les exportations d'aérospatial civil s'élèvent à plus de 12 milliards d'euros, permettant de dégager un excédent commercial de près de 3 milliards d'euros (selon l'ADS). L'augmentation de la demande en la matière des pays émergents comme l'Inde ou la Russie, laisse entrevoir une croissance durable dans le secteur.

A l'image de l'industrie pharmaceutique, l'aérospatial est particulièrement intensif en R&D. L'innovation doit en effet être constante afin de rester compétitif. Ainsi, plus de 1,7 milliard d'euros sont investis chaque année en R&D dans le secteur au Royaume-Uni (selon l'ADS). Par ailleurs, le gouvernement soutient considérablement l'industrie, notamment à travers The Aerospace Growth Partnership (AGP) créé en 2012. Le but de ce partenariat entre l'industrie et les autorités publiques est d'établir une stratégie globale de long terme, afin de permettre à l'aérospatial britannique de conserver son leadership. A cet égard, plus de 2,5 milliards d'euros devraient être investis à l'horizon 2020 via l'AGP.

Le poids du secteur de la défense est encore plus important en termes d'effectifs : plus de 155 000 personnes sont concernées de façon directe et près de 300 000 au total (selon l'ADS). Le chiffre d'affaires annuel du secteur est estimé à 27 milliards de dollars. En dépit des coupes budgétaires, le gouvernement britannique en est le principal client, dépensant plus de 16 milliards d'euros par an en défense. Les exportations, qui constituent le reste de l'activité du secteur, ont dépassé les 10 milliards d'euros en 2012, en hausse de 62% (selon l'ADS).

Les investissements en R&D sont, là encore, cruciaux et substantiels : ils s'élèvent à plus de 4 milliards d'euros par an. Le ministère de la défense britannique en réalise la moitié. A l'instar de l'aérospatial, un partenariat a été établi entre l'industrie et le gouvernement sous le nom de The Defence Growth Partnership (DGP).

Le secteur de la défense compte plus de 9 000 entreprises, dont essentiellement des PME. A titre de comparaison, le Royaume-Uni compte plus de PME dans ce secteur que la France, l'Espagne, l'Italie, l'Allemagne et la Norvège réunis. Toutefois, elle possède également plusieurs grands groupes, parmi les plus importants au monde. BAE Systems est ainsi le troisième groupe le plus important au monde dans le secteur de la défense, derrière les Américains Lockheed Martin et Boeing. Né en 1999 du rapprochement de Marconi Electronic Systems et British Aerospace (coréalisateur du Concorde), son chiffre d'affaires s'élevait à 21,2 milliards d'euros en 2011. Ses effectifs dépassent 88 000 salariés, dont près de 35 000 au Royaume-Uni. Il produit, entre autres, des avions militaires, des chars de combat et des porte-avions. Autre géant britannique, le groupe Rolls-Royce est le deuxième producteur mondial de moteurs d'avions (civils et militaires), derrière l'Américain General Electric Aircraft Engines. Il fabrique également des moteurs pour navires et pour générateurs électriques. Son chiffre d'affaires a atteint 19 milliards d'euros en 2013, contre moins de 7 milliards d'euros dix ans auparavant. Il emploie plus de 55 000 salariés, dont 24 800 au Royaume-Uni. Par ailleurs, les groupes Airbus et Boeing ont également plusieurs sites de production dans le pays, signe de son attractivité. Ainsi, entre 20% et 25% de la valeur de chaque avion est produite sur le sol britannique. Cette proportion atteint même 40% pour les Airbus A380, dont les moteurs sont fabriqués par Rolls-Royce.

### Développements récents du marché automobile britannique

Le marché automobile au Royaume-Uni est une singularité en Europe de l'Ouest. En effet, il connaît depuis deux ans une hausse ininterrompue des ventes de voitures neuves. Ce dynamisme résulte notamment de la réorientation de sa production vers les modèles premium, qui en fait un des secteurs les plus dynamiques à l'exportation.

### Une industrie qui a réussi sa réorientation

La santé de l'industrie automobile britannique tranche de celles de ses voisins continentaux (Allemagne exceptée). Entre 2012 et 2013, la production de voitures particulières s'est accrue de 3,1%, soit la quatrième année consécutive de hausse (taux de croissance respectivement de 9%, 5,8%, et 27% entre 2012 et 2010).

Cette réussite actuelle tranche avec les difficultés passées, illustrées par la faillite de Rover Group en 2005. Comme ses homologues d'Europe du Sud, les constructeurs automobiles britanniques avaient une offre orientée vers le marché domestique de masse, qui a su se muer en une offre premium tournée vers l'exportation. Près de 77% de la production de véhicules (voitures et utilitaires) est ainsi exportée. L'Union européenne représente près de 49% des véhicules exportés, témoignant de la dépendance de cette industrie avec ses voisins. Paradoxalement, le Royaume-Uni importe 80% des véhicules neufs vendus chaque année sur son territoire, principalement des modèles moyens de gamme.

Néanmoins, selon KPMG <sup>(20)</sup>, le solde commercial du Royaume-Uni sur ce segment est positif en 2013 de 70 millions de Livres. Ce qui induit, toujours d'après les calculs de KPMG, que le prix des véhicules exportés est de 20 600 Livres contre 13 000 Livres pour ceux importés, renforçant ainsi l'idée du succès de la «premiumisation» de cette filière. Il suffit de penser au renouveau (et succès) que connaissent les constructeurs MINI et Land Rover, résolument exportateurs, et tous deux propriétés de groupes étrangers (BMW et Tata Motors respectivement). Cette montée en gamme fut rendue possible par la présence des plus grands équipementiers mondiaux, ainsi que par le travail de concert effectué dans le domaine de la R&D entre ces derniers et les constructeurs. Cette implication commune permet le développement d'innovations dans des domaines tels la réduction des émissions de particules des moteurs thermiques, la voiture intelligente et connectée, l'allègement du poids des véhicules, les véhicules électriques et hybrides, etc. L'Etat fut aussi moteur dans ces évolutions. Ainsi, l'instauration du susmentionné Patent Box en avril 2013 a considérablement réduit le taux d'imposition sur les bénéfices (de 23% à 10%) engendrés par une innovation brevetée au Royaume-Uni ou dans un pays de l'Union européenne.

Ensuite, l'injection de fonds pour la formation de techniciens ou d'ingénieurs en apprentissage, qui s'additionne à la mise en place conjointe entre le secrétariat du commerce, de l'Innovation et des compétences, et les grands groupes de la filière automobile. L'Advanced Propulsion Centre est institué en 2014 afin de développer, commercialiser et faciliter la production de technologies de propulsion avancées. Le capital de départ de cette initiative conjointe est de 1 milliard de livres, apporté à égalité par l'Etat britannique et les industriels du secteur.

De plus, l'industrie automobile britannique est singulière par d'autres aspects : tous les fleurons sont désormais intégrés dans de larges multinationales. Après les déboires du groupe Rover durant les années 1990, et la disparition en 2005 de la seule marque Rover, le fabricant Jaguar - Land Rover a été repris par Tata Motors en 2008, le sauvant ainsi de la faillite. Il en fut de même pour la marque MINI, rachetée par BMW en 1994.

Enfin, l'attractivité de l'ensemble de la filière automobile britannique est soulignée par l'implantation des grands groupes japonais : Toyota, Honda, et Nissan. Ce dernier, membre de l'alliance avec Renault, dispose par exemple d'une usine à Sunderland (Nord Est du Royaume-Uni). Près de 500 000 véhicules en sortent chaque année, grâce à 7 300 employés, ce qui en fait l'une des usines les plus productives de l'Alliance et du continent.

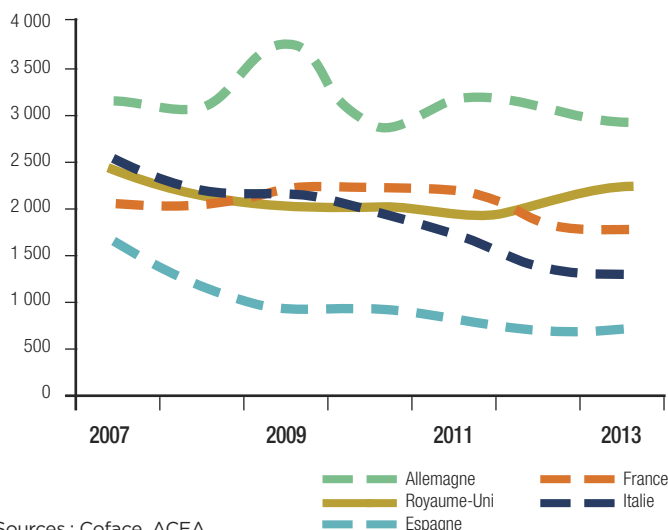
(20) KPMG, SMMT, cf «The UK Automotive Industry and the EU», avril 2014.



## Des ventes domestiques en constante progression

Les ventes automobiles britanniques ont connu des évolutions positives ces deux dernières années. En effet, contrairement aux difficultés rencontrées par les pays d'Europe continentale, la demande britannique a permis aux constructeurs de compenser en partie les pertes qu'ils y ont subies. Ainsi, alors qu'entre 2007 et 2013 les principaux marchés continentaux se sont effondrés, celui du Royaume-Uni a repris des couleurs à partir de 2012, et lui a permis d'occuper la seconde place en Europe de l'Ouest (voir graphique 21).

**GRAPHIQUE 21**  
Evolutions des immatriculations de voitures neuves dans les principaux pays européens, en milliers d'unités



Sources : Coface, ACEA

## Quelles peuvent être les causes de cette reprise ?

L'environnement macroéconomique plus favorable est la première d'entre elles : l'afflux de liquidités, associé à des taux d'intérêt bas, permet aux consommateurs de se voir financer leur automobile à des conditions favorables. Ainsi, une grande partie des consommateurs profitent d'une forme attractive de location moyenne durée (3 ans en moyenne). Ce phénomène est couplé avec un regain de la confiance des ménages et d'un chômage en recul.

A cela s'ajoute l'arrivée de nouveaux modèles, moins gourmands en énergie. La sortie de ces nouveaux modèles permet de renouveler le parc automobile vieillissant après plusieurs années de difficultés dues à la crise, et de ce fait compenser les prix élevés du carburant.

Enfin, et ceci se retrouve aussi sur le continent, les consommateurs britanniques ont pu profiter de rabais consécutifs sur un marché très concurrentiel.

En dépit des indéniables difficultés qu'elle rencontre, l'économie britannique regorge d'un savoir-faire remarquable, quasiment unique dans certains segments. Les secteurs mis en lumière sont le symbole de l'industrie britannique de pointe attractive et dynamique, qui ne doit être occultée.

### Encadré 3

## DYSON, L'INNOVATION AU QUOTIDIEN

L'aspirateur sans sac Dyson est actuellement la référence absolue en la matière. L'entreprise portant le nom de son fondateur, l'inventeur James Dyson, symbolise la réussite britannique dans les secteurs innovants. Fondée en 1992, Dyson est présente dans 45 pays et emploie 4 500 salariés, dont plus de 1 500 ingénieurs, 850 d'entre eux travaillant au siège social à Malmesbury, dans le sud-ouest du Royaume-Uni. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de près de 1,5 milliard d'euros en 2012, en progression de 20%, et des bénéfices d'environ 450 millions d'euros. Dyson a, par ailleurs, connu une internationalisation exceptionnelle : la part de ses ventes à l'étranger est passée de 30% en 2007 à 85% aujourd'hui. Dyson vend désormais plus d'aspirateurs que son concurrent Hoover aux États-Unis. La success story Dyson n'a toutefois pas été immédiate. En 1978, James Dyson remarque que lorsque qu'il passe l'aspirateur, le sac se bouche avec la poussière et que l'aspirateur perd en puissance. Pendant six ans, l'inventeur britannique tente alors sans relâche de créer un aspirateur sans sac, réalisant pas moins de 5 127 prototypes (tous numérotés). Cependant, l'aspirateur G-Force ne rencontre pas le succès escompté. Les multinationales sont réticentes à l'idée d'investir et de le breveter car cela signifierait la fin du très lucratif marché du sac de rechange. C'est finale-

ment au Japon que James Dyson s'associe avec un fabricant en 1986. Toutefois, son produit coûte 1 200 livres sterling et reste donc très haut de gamme, loin de l'idéal de son inventeur. S'en sont alors suivies de nombreuses procédures judiciaires contre d'autres fabricants d'aspirateurs pour contrefaçon. Ce n'est qu'en 1992 que Dyson décide alors de commercialiser lui-même son aspirateur sans sac en créant son entreprise. Le succès est alors quasi-immédiat : deux ans plus tard, il devient l'aspirateur balai le plus vendu en Grande-Bretagne. James Dyson décide alors d'adapter sa technologie Dual Cyclone aux aspirateurs traîneaux, plus modernes. En 1998, les aspirateurs Dyson représentent alors 20 à 30% du marché britannique. La part de marché de l'entreprise y a atteint 65% en 2013. Ce formidable développement, tant au niveau local qu'à l'étranger, s'explique par l'effort constant d'innovation qui caractérise Dyson. La raison de ce succès pour son fondateur ? Les investissements massifs en R&D. Dyson avait ainsi réinvesti 36% de ses bénéfices de l'année 2011 en R&D. Aujourd'hui spécialisée dans les ventilateurs, les chauffages et les sèche-mains, en plus des aspirateurs, l'entreprise a déposé plus de 1 900 brevets et inventé plus de 300 produits innovants. Dyson promet d'être pour longtemps encore un des fleurons de l'innovation britannique.

## INTERVIEW

### GRANT WILLIAM, directeur de l'arbitrage des risques à Coface UK

**Comment se profile la reprise économique au Royaume-Uni pour Coface ? Y a-t-il un impact sur les sinistres et sur le volume des contrats d'assurance-crédit souscrits ?**

Il y a 18 mois, l'économie britannique tournait au ralenti : nous percevons maintenant un léger mieux, mais notre activité reste stable pour le moment. Les sinistres déclarés par les exportateurs vers le Royaume-Uni se sont stabilisés à un niveau très bas, et nous enregistrons très peu de défaillances. Toutefois, les exportations britanniques sont toujours décevantes, en particulier vers les marchés d'Europe du Nord et de l'est.

**Quels sont les secteurs les plus prospères en Grande-Bretagne actuellement, et au contraire, dans quels secteurs trouve-t-on les entreprises les plus fragiles ?**

Le secteur le plus dynamique est sans conteste celui des services financiers, que ce soit les banques ou les compagnies d'assurance. Les services financiers représentent environ 3,5% des emplois britanniques, soit plus d'un million de personnes. La construction semble avoir rebondi, et nous observons de meilleures performances dans ce secteur, tant en termes d'infrastructures que d'immobilier résidentiel. Le commerce, qui est généralement un bon baromètre de la confiance des consommateurs, se porte mieux : la tendance générale y est à l'amélioration des résultats financiers, bien que certains acteurs aient annoncé des résultats décevants et des marges dégradées. L'ingénierie de pointe et les secteurs de haute technologie ont toujours d'excellents résultats à l'exportation. Et le secteur pharmaceutique a été au centre de toutes les attentions, avec notamment la tentative d'acquisition d'un acteur essentiel récemment.

Le secteur manufacturier reste généralement soumis à une intense pression concurrentielle exercée par les concurrents étrangers, et on note également que des investissements sont repoussés par certaines entreprises, mais également par des administrations publiques.

## Conclusion

Ce panorama montre à quel point la transformation d'une économie de service, essentiellement liée à la finance, vers une économie plus diversifiée reposant sur les services et une industrie spécialisée et compétitive est difficile. Pourtant, des secteurs clés tels que la pharmacie, l'automobile ou encore l'aéronautique participent à l'évolution de la spécialisation britannique, avec un poids croissant d'une industrie d'excellence. Par ailleurs, l'exemple d'une entreprise comme Dyson, montre que des leviers existent dans des secteurs aussi concurrentiels que les biens d'équipements. Il faudra encore d'autres exemples pour que le redressement de l'industrie britannique soit plus ample. Toutefois, les investissements (en équipements) dynamiques depuis 2013 participent à l'accroissement de la productivité et de la croissance potentielle de l'économie. Selon les dernières estimations du FMI, l'écart de productivité séparant le potentiel de l'économie britannique de son niveau réalisé devrait être comblé dès 2019. C'est également le scénario retenu par Coface. C'est pourquoi le risque de pays britannique tel que Coface l'évalue (qui mesure le comportement de paiement à court terme des entreprises d'un pays) est, au printemps 2014, reclassé en A2 <sup>(21)</sup>.

**Y a-t-il actuellement une bulle immobilière au Royaume-Uni ? N'y a-t-il pas un trop-plein de sociétés actives dans le secteur ?**

Certains craignent que la forte croissance des prix immobiliers enregistrée ces derniers mois ne provoque une surchauffe du marché, avec toutes les conséquences néfastes que nous connaissons pour l'économie et pour les acquéreurs. En ce sens, le programme gouvernemental de l'année dernière visant à faciliter les crédits hypothécaires et à soutenir les acquéreurs a réussi à ranimer le marché immobilier au-delà de toutes les attentes. Ce phénomène a conduit à un resserrement des conditions d'éligibilité aux crédits immobiliers, dans le but de ralentir la progression des prix. Le marché de l'immobilier demeure très fragmenté en termes géographiques : la hausse des prix n'est pas de la même ampleur dans toutes les régions.

S'agissant des entreprises du bâtiment, ce secteur est extrêmement diversifié, avec de nombreux sous-secteurs. Le risque actuellement est la sous-facturation des contrats par les PME qui tentent ainsi de décrocher des contrats alors même que les prix de leurs matières premières varient. Les risques sont donc concentrés à la fin des projets immobiliers, et portent sur les petites entreprises qui réalisent l'équipement intérieur et les finitions. Ces entreprises sont particulièrement exposées si des projets prennent du retard ou si les budgets prévisionnels s'avèrent insuffisants.

**Quels sont les principaux freins au développement des entreprises, notamment dans l'industrie ?**

C'est bien sûr, en premier lieu, l'accès aux financements : tout au long de 2012-2013, les banques ont cherché à renforcer leur bilan et réduit leur exposition aux entreprises et aux particuliers. Ce sont les PME qui en ont le plus souffert. Plusieurs initiatives ont tenté de relancer les crédits aux PME, mais elles prennent beaucoup de temps à porter leurs fruits. L'accès aux financements est donc actuellement le principal obstacle au développement des entreprises industrielles.

Dans certains secteurs industriels et certaines spécialités manuelles, les licenciements et la baisse des salaires avaient incité les travailleurs à changer de profession, et aujourd'hui il y a des postes vacants et un manque de main-d'œuvre qualifiée. Ces tensions sont parfois aggravées par le fonctionnement du marché immobilier, qui tend à réduire la mobilité de la main-d'œuvre.

Ajoutons que le gouvernement et les autorités monétaires ont mis en place des politiques incitatives, tant du côté de l'offre que de la demande de crédit, indispensables pour relancer l'investissement à court terme, si bien que les taux d'intérêt resteront bas en 2014, avant un probable durcissement de la politique monétaire à partir de 2015. Ainsi, les risques conjoncturels n'ont pas disparu : une hausse des taux d'intérêt pourrait affecter l'activité dans un contexte de poids de la dette privée élevé. En effet, elle impacte la capacité des ménages à emprunter et des entreprises à se refinancer. Le gouvernement et les autorités financières ont toutefois pris une série de mesures (Fin du funding for lending destinées aux prêts hypothécaires et calcul des capacités d'emprunts à partir des dépenses des particuliers et non plus sur la base des seuls revenus) qui devrait permettre un atterrissage en douceur de la frénésie immobilière.

(21) Coface assesses a country's average credit risk.

# MODIFICATIONS DES ÉVALUATIONS PAYS ET D'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

## Reclassements, levées des surveillances négatives ou mises sous surveillance positive

### EVALUATION RISQUE PAYS

Pays	Ancienne évaluation	Nouvelle évaluation
Allemagne	A2↗	A1
Autriche	A2↗	A1
Royaume-Uni	A3↗	A2
Espagne	B	B↗
Kenya	C↗	B
Sri Lanka	C	C↗
Nigéria	D↗	C
Rwanda	D↗	C

#### Allemagne : A1

- Confiance élevée des ménages et des entreprises ;
- Dépenses des ménages portées par la hausse des revenus et de l'emploi ;
- Logement et travaux publics soutenus par les faibles taux d'intérêt et la bonne santé financière des collectivités locales ;
- Demande extérieure accrue : accélération américaine et britannique, embellie en zone euro ;
- Confirmation de la reprise de l'investissement des entreprises confortée par la confiance et le retard pris ;
- Comptes publics équilibrés permettant une politique budgétaire légèrement accommodante ;
- Bas niveau des impayés depuis plusieurs mois ;
- Poursuite du recul du nombre de faillites.

#### Autriche : A1

- Confiance élevée des chefs d'entreprises ;
- Accélération de la demande extérieure sur principaux marchés (Allemagne, Etats-Unis, Italie, France) ;
- Faible coût du crédit et trésorerie élevée des entreprises ;
- Progression de l'emploi ;
- Redémarrage de la demande intérieure : consommation et investissement ;
- Si on fait abstraction de la faillite d'Alpine, due essentiellement à des erreurs de gestion et à des marchés extérieurs, les impayés et les faillites reculent depuis plusieurs mois.

#### Royaume-Uni : A2

- Révision à la hausse des prévisions de croissance, attendue à 2,7% en 2014 et 2,1% en 2015 ;
- La confiance des ménages et des entreprises est bien orientée ;
- Le niveau de chômage a décliné selon les dernières données de mai à 6,8%. De plus, l'emploi à temps complet a retrouvé son niveau de 2008 ;
- La consommation des ménages est le principal moteur de la croissance (+2,2% sur un an en 2013 et +2,1% en 2014) ;
- Les mesures de la Banque d'Angleterre favorisant le crédit aux PME contribuera à l'accélération de la croissance de l'investissement en capital fixe ;
- Le niveau d'utilisation des capacités de production est élevé (82%) est un autre facteur explicatif de la croissance des investissements en capital fixe entamée depuis 9 mois. L'investissement sera ainsi le second moteur de la croissance en 2014 et 2015.

#### Espagne : B↗

- La demande intérieure montre des signes de rétablissement et contribué désormais positivement à la croissance ;
- Les exportations de biens ont progressé de plus de 7% en 2013. Afin de faire face à une conjoncture particulièrement défavorable, les entreprises espagnoles ont réduit leurs coûts de main-d'œuvre afin de regagner en compétitivité (les réductions d'effectifs ont entraîné une baisse du coût unitaire du travail de 6,1% en 2012-2013) ;
- La situation financière des entreprises s'améliore : le taux de marge (environ 45%) et le taux d'autofinancement (supérieur à 100%) ont augmenté. Aussi, malgré l'assèchement du crédit, les entreprises sont en mesure de se remettre à investir. Les indices de confiance des entreprises, bien que toujours relativement pessimistes, ne cessent de s'améliorer ;
- Les investissements directs étrangers ont augmenté de 8,8% en 2013. Cette évolution illustre le retour de la confiance des investisseurs étrangers, essentiellement de la zone euro, en l'Espagne.

#### Kenya : B

- La croissance du PIB demeure soutenue et résistante (nous prévoyons 5,6% en 2014) sur la base d'une démographie dynamique et de l'émergence d'une classe moyenne ;
- Malgré les attentats récents, les flux d'investissement ne faiblissent pas. En outre, le niveau des réserves de change est relativement élevé (4,4 mois d'importations) ;
- Le secteur de l'agriculture est diversifié ;
- Les déficits jumeaux (courant et public) restent élevés mais devraient se réduire à moyen terme avec l'extraction de pétrole ;
- Mais, il y a toujours un manque d'expérience qui pourrait impacter l'efficacité et les coûts de l'extraction du pétrole brut découvert.

## Sri Lanka : C↗

- La croissance économique du pays accélère et le pays bénéficie d'un potentiel de croissance élevé : le PIB a crû de 7,3% en 2013 et de 8,2% au premier trimestre 2014 par rapport à la même période l'année précédente ;
- Depuis la fin de la guerre civile en 2009, les investissements directs étrangers sont en progression continue ;
- Le secteur du tourisme et une production agricole diversifiée sont les principaux atouts du potentiel économique du pays ;
- La consommation privée (70% du PIB) reste le principal moteur de la croissance grâce notamment à la forte progression des revenus et aux transferts des sri-lankais expatriés ;
- Le déficit courant se réduit graduellement, le déficit commercial est en partie compensé par les revenus du tourisme, qui sont en augmentation constante, et les transferts privés.

## Nigéria : C

- Première économie africaine (devant l'Afrique du Sud) depuis le changement d'année de référence comme base de calcul du PIB, conduisant à la réévaluation de 270 Mds\$ à 510 Mds\$ ;
- Au-delà l'«artifice» statistique, confirme que l'économie est tirée par le dynamisme du secteur des services (finance, télécom) qui contribue à plus de 50% du PIB et non par le secteur des hydrocarbures (14% du PIB) ;
- La demande des ménages reste porteuse ;
- La production de pétrole reste entravée par les vols et les pertes de production liés au sabotage des pipelines ;
- La sécurité, en particulier dans le Nord du pays, est un défi fondamental pour le gouvernement, tout comme la lutte contre la corruption.

## Rwanda : C

- Rebond de la croissance attendue en 2014 (6%) grâce à la reprise des flux d'aide et l'amélioration (même modeste) de la situation économique dans la zone euro dont dépend le Rwanda pour ses marchés exportation ;
- L'activité sera soutenue par le dynamisme des services (commerce, finance, télécom), l'agriculture et les programmes d'investissement public ;
- Le crédit au secteur privé augmente (13% en mars 2014/mars 2013) ;
- Les finances publiques et les comptes extérieurs restent très dépendants des dons : hors dons les déficits courant (-14% du PIB en 2014) et budgétaire (-11,5% du PIB prévu 2014) se stabilisent mais restent néanmoins élevés ;
- D'importantes réformes ont permis une réelle amélioration de l'environnement des affaires (notamment concernant la lutte contre la corruption et la qualité de la réglementation).

## Déclassements, levées des surveillances positives ou mises sous surveillance négative

### EVALUATION RISQUE PAYS

Pays	Ancienne évaluation	Nouvelle évaluation
Lettonie	B↗	B

### Lettonie : B

- Les perspectives économiques restent favorables ;
- Le contexte géopolitique en Russie et Ukraine dégrade notre appréciation du risque ;
- Le pays dépend de la Russie pour l'intégralité de son approvisionnement en gaz et pour 10% de ses exportations ;
- Nous ne pouvons exclure le risque de nouvelles sanctions envers la Russie et donc de perturbations sur le marché du gaz russe. Dans cette hypothèse, la Lettonie pourrait se tourner vers d'autres fournisseurs, tels que la Norvège, mais cela induirait un surcoût pesant sur la compétitivité des entreprises lettones.

## Évaluations Coface

**A4**

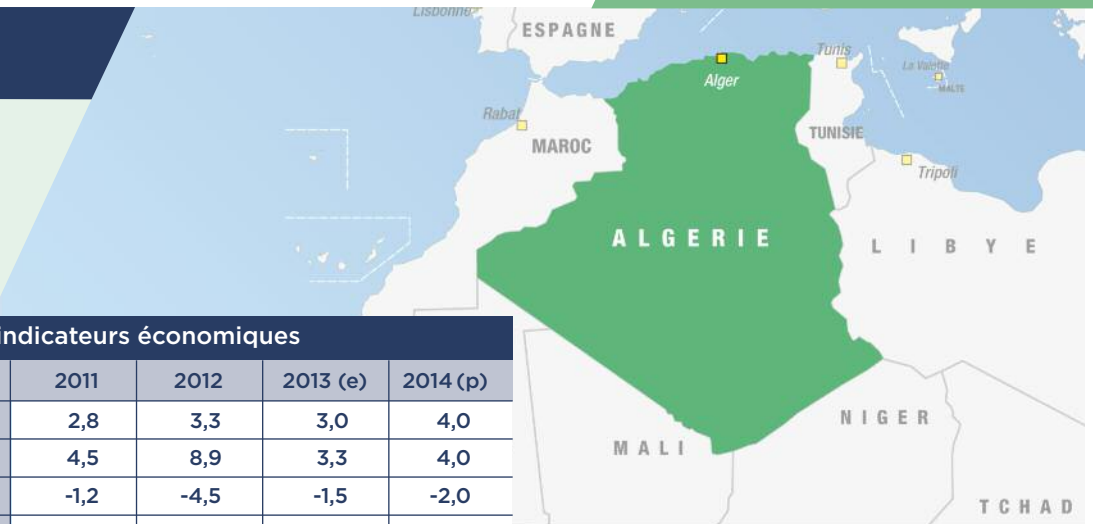
Pays

**B**

Environnement  
des affaires

**RISQUE  
ASSEZ FAIBLE**

Cotation  
moyen terme



### Principaux indicateurs économiques

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

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Rebond de la croissance, toujours tiré principalement par le secteur des hydrocarbures et la dépense publique

La croissance a été moins élevée que prévu en 2013, du fait principalement d'une baisse de la production d'hydrocarbures, en raison notamment de l'impact négatif de l'attaque terroriste contre une importante installation gazière mi-janvier 2013.

Elle va rebondir en 2014, grâce à une augmentation modérée de la production d'hydrocarbures et au programme d'investissements publics couvrant la période 2010-2014 (construction de logements, de routes et de voies ferrées). Toujours soutenue par les hausses des salaires du secteur public ainsi que par le subventionnement des produits de base, la consommation privée pourrait également être dopée par un éventuel assouplissement des conditions de crédit, de même que l'investissement privé.

L'inflation devrait rester modérée grâce à une politique monétaire prudente, au plafonnement des prix des produits alimentaires, à une baisse des droits de douane sur ces produits et à une meilleure gestion de leur distribution.

### Faible endettement public et solide position financière extérieure

La dépendance des comptes publics aux hydrocarbures perdure, puisqu'ils représentent environ 70% des recettes de l'Etat. Avec la tenue de l'élection présidentielle, l'année 2014 devrait se traduire par une légère augmentation du déficit budgétaire. En tout état de cause, les revenus des hydrocarbures mis en réserve dans le Fonds de Régulation des Recettes permettent de financer ce déficit et le pays bénéficie d'un faible endettement public.

L'excédent commercial doit connaître un nouvel effritement en 2014, malgré les exportations d'hydrocarbures - représentant 97% des recettes en devises - et des cours devant rester robustes. Ces exportations sont soutenues par la mise en service en 2013 du site de production de gaz de Menzel Ledjmet Est et du champ gazier et pétrolier d'El Merk, ainsi que par celle, en 2014, de deux nouveaux terminaux de gaz naturel liquéfié à Arzew et Skikda. L'Algérie reste, néanmoins, assez largement tributaire de l'Europe pour son commerce extérieur et les perspectives moroses dans cette zone risquent de freiner les ventes algériennes. De plus, les achats d'hydrocarbures par les Etats-Unis seront limités par le développement sur place de l'exploitation du gaz et du pétrole de schiste.

Par ailleurs, les importations resteront contraintes par les mesures restrictives prises par les autorités depuis 2009, en dépit d'importants achats de blé, dont l'Algérie est l'un des plus gros importateurs au monde, et de biens d'équipement liés au développement des infrastructures.

Dans ce contexte, la balance courante sera tout juste excédentaire, son fléchissement étant aussi imputable à une hausse du déficit des revenus et à une diminution des transferts nets.

Toutefois, d'importantes réserves de change (un peu moins de trois ans d'importations) confortent une situation financière extérieure déjà solide. En outre, la politique active de désendettement extérieur, via notamment l'interdiction pour les entreprises d'emprunter à l'étranger, maintiendra le ratio dette/PIB à un niveau très faible (moins de 3%).

### Des défis dans les domaines politique, social, sécuritaire et des affaires

Après quinze ans à la tête de l'Etat, le président Abdelaziz Bouteflika, âgé de 77 ans, a été réélu mi avril 2014 pour un quatrième mandat de cinq ans.

Au regard des soulèvements intervenus depuis début 2011 dans d'autres pays arabes, le pouvoir a pris des mesures destinées à lutter contre le chômage des jeunes et à augmenter les logements sociaux, afin de désamorcer la contestation politique et sociale.

Si la situation sécuritaire semble s'être relativement améliorée, l'activisme de groupes islamistes radicaux s'est intensifié aux frontières sud du pays, comme l'illustre l'attaque terroriste, mi-janvier 2013, de l'important site gazier d'In Amenas. Cela accroît donc la prudence de certaines firmes étrangères.

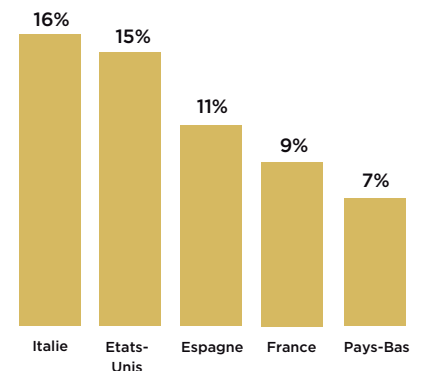
Par ailleurs, des restrictions visant les importations et les investissements étrangers - dans le but de protéger l'économie locale et de promouvoir les industries nationales - ont été introduites par la loi de finances complémentaire de 2009. Le cadre légal des affaires reste ainsi peu propice à l'expansion du secteur privé et des investissements étrangers, hormis le secteur des hydrocarbures et des cas particuliers comme l'usine automobile Renault en construction à Oran. Toutefois, des mesures d'assouplissement ont été introduites par la Loi de finances 2014. Les procédures d'agrément des projets d'investissements directs étrangers ou d'investissements en partenariat avec des capitaux étrangers sont allégées. En outre, alors que depuis 2009 le crédit documentaire était devenu le seul moyen de paiement des importations, cette loi rétablit le paiement avec remise documentaire.

### Points forts

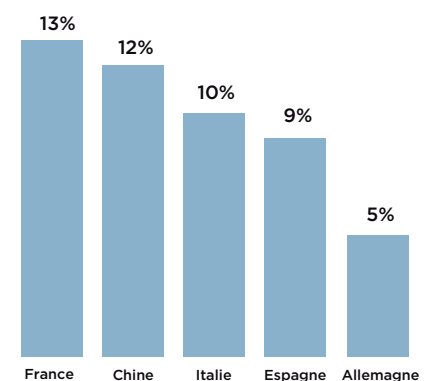
- Importantes réserves de pétrole et de gaz.
- Potentiel dans les domaines des énergies renouvelables et du tourisme.
- Solide situation financière extérieure (très faible endettement extérieur, énormes réserves de change).
- Politiques publiques visant une diversification économique.

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

- Forte dépendance aux hydrocarbures et problèmes d'utilisation de cette rente.
- Lignes de fracture entre le pouvoir et la population.
- Taux de chômage élevé des jeunes.
- Poids excessif du secteur public.
- Lourdeurs bureaucratiques et environnement des affaires problématique.



## Évaluations Coface

A1

Pays

A1

Environnement  
des affaires



(e) : estimation  
(p) : prévision

### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	3,3	0,7	0,4	2,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,1	2,0	1,6	1,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,8	0,1	0,0	0,1
Solde courant / PIB (%)	6,2	7,0	7,5	7,2
Dettes publiques / PIB (%)	80,0	81,2	78,3	76,0

## Appréciation du risque

### Approfondissement de la reprise

La reprise gagnera en vigueur en 2014 avant de se stabiliser à un bon niveau. Elle reposera, de nouveau, sur la consommation des ménages et, élément novateur, sur le redémarrage de l'investissement des entreprises. La contribution des échanges extérieurs à la croissance sera encore légèrement négative, les importations augmentant un peu plus rapidement que les exportations. La consommation des ménages profitera d'une nouvelle progression de l'emploi. Immigration et augmentation de l'emploi des femmes permettront à la population active de croître. Le revenu disponible devrait progresser de près de 3% (presque 2% inflation déduite) grâce aux augmentations salariales obtenues dans les négociations de branches et la fonction publique, à celle des pensions de retraite, mais aussi en raison de la suppression du forfait de consultation chez le médecin, de l'augmentation du seuil de non-imposition et de l'abattement pour enfant à charge. L'investissement en équipement des entreprises devrait reprendre progressivement après trois années atones. Les décideurs sont rassurés par l'amélioration de la conjoncture générale et profiteront de conditions de crédit toujours favorables. Les travaux publics devraient enregistrer une vive reprise grâce à la bonne santé financière de la plupart des collectivités locales. La construction de logements devrait rester bien orientée, notamment dans les grandes métropoles et les régions attirant le plus les immigrés comme la Bavière, le Bade-Wurtemberg, la Hesse ou Berlin. Les exportations qui constituent plus de la moitié du PIB devraient profiter de la consolidation de la reprise nord américaine (8% des ventes) et des pays européens non-membres de la zone euro (20%), ainsi que de la résilience de l'Asie émergente (10%). Les biens d'équipement et les produits intermédiaires constituent respectivement 45 et 30% des exportations, la Chine absorbant 10% des premiers et 5% des seconds. Beaucoup dépendra donc du contenu en investissement de la croissance mondiale et de l'évolution de l'économie chinoise. De plus, il ne faut pas attendre une forte progression dans la mesure où la zone euro qui absorbe encore 37% des exportations ne devrait bénéficier que d'une timide reprise.

### Des comptes publics et extérieurs solides

Malgré l'allègement des prélèvements et l'augmentation des transferts sociaux, les recettes progresseront plus rapidement que les dépenses. L'accélération de la croissance les augmentera mécaniquement, tandis qu'elle réduira les prestations versées aux chômeurs. De plus, le bas niveau des taux servis sur la dette allemande allège aussi la dépense. Un léger excédent des comptes publics est attendu et la dette diminuera en proportion du produit intérieur. Cependant, un allègement de la dette grecque et/ou une aide supplémentaire à des banques en difficulté remettraient en cause ces prévisions. Mais, d'ores et déjà, l'objectif d'assainissement des comptes publics fédéraux (déficit structurel maximal de 0,35%) contenu dans le dispositif de «Schuldenbremse»

ou frein à l'endettement intégré à la Constitution en 2009 est déjà atteint.

Le compte courant restera largement excédentaire grâce au massif excédent commercial (5 à 6% du PIB). La balance des services est équilibrée, le déficit touristique étant compensé par l'excédent sur les services aux entreprises. La balance des revenus est légèrement excédentaire, les revenus tirés des investissements à l'étranger dépassant les transferts des immigrés et des investisseurs étrangers vers leurs pays d'origine. Dix années successives d'excédent courant proche ou supérieur à 6% ont permis au pays d'accumuler des actifs extérieurs dépassant largement les engagements extérieurs du pays.

### Des entreprises en bonne santé dans un contexte politique favorable

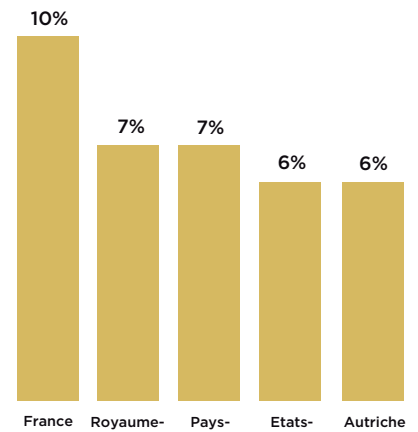
Les entreprises profitent depuis le printemps 2013 d'une conjoncture externe et interne en amélioration. Les impayés devraient donc encore diminuer en 2014. Par ailleurs, la nouvelle grande coalition menée par la chancelière Angela Merkel (CDU) depuis les élections de septembre 2013, avec Sigmar Gabriel (SPD) comme vice-chancelier et ministre de l'économie et de l'énergie, s'est saisi de divers problèmes. En plus des enjeux européens, on peut citer la solidarité financière entre les Länder, la baisse de la population, l'insuffisance des structures dédiées à la petite enfance, et la dégradation des infrastructures et de l'enseignement au détriment de la productivité. Le financement du passage de 25 à 80% d'énergie renouvelable d'ici 2050 avec, d'ici là, la sortie du nucléaire en 2022 et la modernisation des centrales à charbon, et l'introduction d'un salaire minimum de 8,5 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2015, alors que les emplois peu payés et précaires représentent un quart du total sont les sujets les plus controversés. L'évolution de la situation en Ukraine et des relations avec la Russie, avec toutes les répercussions économiques négatives qu'engendrerait leur détérioration, s'ajoute à l'agenda gouvernemental.

### Points forts

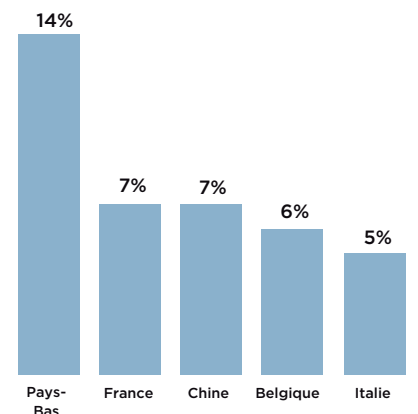
- Solide base industrielle (1/4 du PIB)
- Haute qualité contribuant à la compétitivité et à la rentabilité
- Diversification géographique des exportations
- PME (Mittelstand) exportatrices à assise familiale et régionale
- Intégration de l'Europe centrale et orientale dans le processus productif
- Importance des ports de Hambourg, Bremerhaven et Kiel
- Système institutionnel favorisant la représentativité et le consensus

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

- Vieillesse des infrastructures
- Déclin démographique partiellement compensé par l'immigration
- Manque d'ingénieurs et de capital-risque
- Forte dépendance aux marchés mondiaux, notamment européens
- Poids majeur de l'industrie automobile
- Retard persistant, mais se comblant, des Länder orientaux
- Coût élevé de l'énergie

## Évaluations Coface

A4

Pays

A4

Environnement  
des affaires

RISQUE

ASSEZ FAIBLE

Cotation  
moyen terme

### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	2,7	0,9	2,3	1,3
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,5	5,8	5,8	6,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,6	-2,5	-3,2	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-2,1	-2,4	-3,6	-3,6
Dettes publiques / PIB (%)	68,0	68,0	67,0	67,0

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Ralentissement marqué de la croissance

En 2014, la croissance sera faible. Longtemps source principale de croissance, la progression de la consommation devrait être décevante. Les créations d'emplois sont moins nombreuses. Le crédit, carburant essentiel de la consommation, ralentit du fait de la circonspection des banques et des ménages endettés (le service de leur dette représente 21% de leur revenu), confrontés au relèvement des taux d'intérêt. L'investissement est susceptible de pâtir du report de plusieurs grands projets (concessions), sachant que la tenue des élections en octobre 2014 a plongé les décideurs dans l'expectative. La construction devrait encore bénéficier du financement public du logement social et de l'achèvement des équipements sportifs. Les exportations profiteront de la reprise des Etats-Unis (11% des exportations) et de la reprise en zone euro (16%) mais souffriront de la récession en Argentine (8%) et de la décelération de la croissance chinoise (17%). Les exportations pétrolières augmenteront avec la mise en exploitation de nouveaux gisements. Cependant, la stabilisation des prix des matières premières (50% des ventes à l'export avec le fer, le soja, les céréales, le café et le sucre) ne permet pas d'espérer une franche reprise. La dépréciation du real en 2013 ne redonnera de la compétitivité-prix qu'aux exportations de biens manufacturés comme l'automobile, l'avionique, l'acier, la pâte à papier, le jus d'orange ou la viande.

### Un resserrement des politiques budgétaire et monétaire en 2015 ?

Face à la dégradation des comptes publics et aux interrogations des investisseurs, un resserrement de la politique budgétaire se profile en 2015 : il devrait intervenir après les élections d'octobre 2014, pour lesquelles la présidente Dilma Rousseff du Partido dos Trabalhadores est encore favorite, bien qu'elle ait perdu du terrain dans les enquêtes en avril-mai, ce qui augmente la probabilité d'un second tour. Le gouvernement devra toutefois tenir compte des promesses (investissements dans la santé, les transports publics et l'éducation) faites lors des manifestations de la mi-2013. Les dépenses courantes, l'essentiel du budget, avec les salaires et les allocations sociales indexées sur l'inflation, continuent d'augmenter. En outre, suite à la sécheresse, qui cause une utilisation accrue de centrales thermiques onéreuses au détriment des centrales hydroélectriques, et à un report de la hausse annoncée des prix de l'électricité en 2015, l'Etat devra soutenir le secteur de l'énergie à hauteur d'environ 0,3% du PIB en 2014. La politique budgétaire devrait donc être légèrement expansive en 2014, l'excédent primaire se situant probablement en-deçà de l'objectif gouvernemental de 1,9% du PIB. Ce solde primaire excédentaire permettra cependant de maintenir la dette publique (surtout libellée en real et dont la part extérieure est faible) stable (67% du PIB en brut, mais 34% en net). A la différence de la politique budgétaire, la politique monétaire a été mise à contribution (hausse du taux directeur à 11% en avril, soit une hausse de 3,75 points depuis 1 an) pour lutter contre les tensions inflationnistes. La Banque centrale est également intervenue sur le marché des devises afin d'atténuer la dépréciation du real susceptible de les renforcer : ceci a contribué à l'appréciation du

real de 8% par rapport au dollar entre février et mai 2014. Cependant, les causes structurelles de l'inflation limitent l'efficacité de cette politique : le taux d'inflation reste proche de 6,5%, soit la limite supérieure de la zone cible de la Banque centrale (2,5% - 6,5%). Si dans l'immediat, la Banque centrale devrait marquer une pause dans le cycle de hausse des taux, ces pressions inflationnistes plaident pour un nouveau resserrement monétaire en 2015.

### Des comptes extérieurs solides, une légère reprise des exportations

La dépréciation du real en 2013 a stoppé le creusement du déficit courant, qui restera stable à 3,6% du PIB en 2014. L'excédent commercial, en diminution depuis 2008, au point de presque disparaître en 2013 (0,1% du PIB), retrouve des couleurs avec des exportations manufacturières progressivement dynamisées, malgré la faiblesse des exportations vers l'Argentine, en récession. Les échanges de services et de revenus (tourisme, dividendes, intérêts) resteront largement déficitaires. Le déficit courant sera financé à 40% par les investissements directs étrangers, le solde par les investissements étrangers dans la dette brésilienne. Le poids de la dette extérieure atteint 33% du PIB. La part des débiteurs publics (15%) s'est nettement réduite au profit du secteur privé. Son service, ainsi que le déficit courant, sont largement couverts par les réserves de change qui représentent un an et demi d'importations.

### Un potentiel de croissance obéré par les carences structurelles

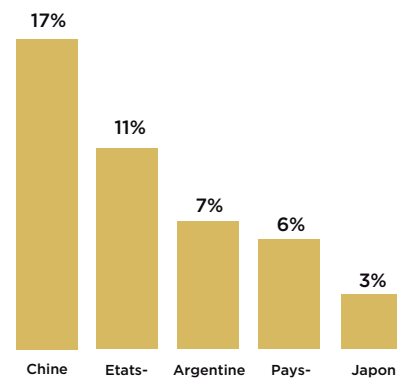
Le Brésil bénéficie de ressources abondantes et d'une industrie diversifiée, mais dont l'exploitation est entravée par le manque d'infrastructures et de main-d'œuvre qualifiée, l'interventionnisme étatique et la bureaucratie. Ces facteurs pèsent sur l'offre : les coûts des entreprises augmentent plus rapidement que leur productivité, les contraignant à augmenter leurs prix, au détriment de leur compétitivité. Des mesures protectionnistes et fiscales ont été adoptées afin de les soulager. La pression fiscale demeure toutefois forte (les dépenses publiques représentent 37,2% du PIB, une proportion très élevée en Amérique latine). Le ralentissement de la consommation fragilise les industries et le commerce qui en dépendent : électroménager, électronique, automobile, ... La dépréciation du real en 2013 pèse aussi sur les entreprises dont l'endettement en devises s'est accru.

### Points forts

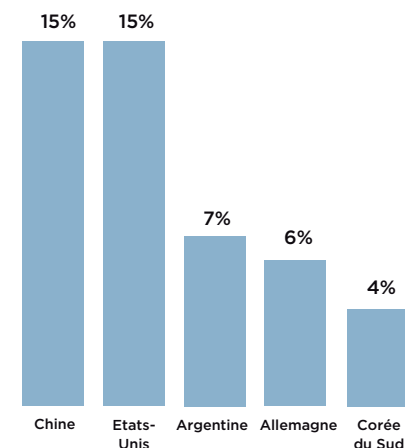
- 6<sup>ème</sup> économie mondiale
- Population active croissante
- Ressources minérales et agricoles variées
- Industrie manufacturière de pointe : aéronautique, chimie, pharmacie, ingénierie pétrolière
- Résistance aux chocs exogènes : position extérieure créditrice, réserves considérables
- Maintien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

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

- Manque de main-d'œuvre qualifiée / système éducatif lacunaire
- Carences dans les infrastructures (transport, énergie)
- Insuffisance de l'investissement (18% du PIB)
- Coûts de production (salaires, énergie, logistique, crédit) élevés
- Dépense publique élevée et peu efficiente
- Dette publique et service de la dette élevés
- Corruption prospérant sur inégalités

## Évaluations Coface

**B**

Pays

**A1**

Environnement  
des affaires

### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	0,1	-1,6	-1,2	1,2
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,1	2,4	1,5	0,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6
Solde courant / PIB (%)	-3,8	-1,1	0,7	0,8
Dettes publiques / PIB (%)	70,5	85,9	93,9	100,2



(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Accélération de la reprise tirée par les exportations

L'Espagne a émergé de la récession au second semestre 2013, grâce à une accélération des exportations, tirant profit des gains de compétitivité réalisés du fait de la réduction des coûts salariaux et du regain de la demande extérieure. Le solde de la balance courante est ainsi redevenu positif. Cette reprise a été confirmée au premier trimestre 2014 avec une croissance de 0,4%, plus haut niveau constaté depuis 2008. La progression du PIB s'accroîtra au cours de l'année, toujours tirée par le dynamisme du commerce extérieur. La demande intérieure devrait retrouver progressivement un certain dynamisme et contribuer positivement à la croissance. Le chômage, certes toujours très élevé (26% de la population active), semble marquer le pas et la faiblesse de l'inflation devrait renforcer le pouvoir d'achat des ménages. La vigueur des exportations et le besoin de renouvellement du parc existant devraient se traduire par une remontée de l'investissement en équipements. Toutefois, l'activité restera freinée par la poursuite de l'ajustement budgétaire, des conditions de crédit toujours restrictives et le désendettement des ménages. Par ailleurs, l'investissement en logements demeurera déprimé malgré l'ajustement continu des prix de l'immobilier.

### Les entreprises retrouvent progressivement compétitivité et confiance

Dans le contexte de contraction du marché intérieur, les entreprises espagnoles ont été contraintes de rechercher de nouveaux débouchés à l'international, capitalisant sur d'importants gains de productivité. Le secteur exportateur tire donc son épingle du jeu. Par ailleurs, le poids du lourd endettement des entreprises a commencé à s'alléger, leur dette passant de 119% à 98% du PIB entre 2010 et 2013. En outre, leur situation financière s'est assainie. Les indices de confiance des entrepreneurs, bien que toujours assez pessimistes, s'améliorent. Toutefois, la situation des entreprises tournées vers le marché intérieur reste précaire. En lien avec l'amélioration de la conjoncture, le nombre de faillites s'est réduit au premier trimestre 2014. Les secteurs les plus touchés restent la construction (25% des entreprises défaillantes) et les services (20%). Les PME (6,1% du tissu entrepreneurial) sont largement surreprésentées puisqu'elles concernent 36,7% des cas.

### Un secteur bancaire assaini qui émerge lentement de la crise

Grâce à l'aide fournie par la zone euro pour la recapitalisation des banques, la situation du secteur bancaire s'est améliorée. Les banques fragiles ont été restructurées et leurs actifs immobiliers toxiques ont été transférés dans une structure de défaisance. Le nombre d'établissements bancaires est passé de 45 avant la crise à une douzaine actuellement. Le système bancaire est désormais mieux capitalisé, plus liquide et les pertes mieux provisionnées, alors que les tests de résistance des banques européennes se profilent à l'automne 2014.

Cependant, les prêts non-performants continuent à augmenter (13,5% du total en janvier 2014). Les progrès sont néanmoins palpables et l'Eurogroupe a approuvé, en novembre 2013, la fin du plan d'assistance mis en place en juin 2012 pour stabiliser le secteur. Le pays n'aura tiré que 41 Mds € sur les 100 Mds mis à sa disposition. Deux des quatre banques nationalisées en 2012 ont été privatisées, et la privatisation progressive de Bankia a débuté en mars 2014.

### Une dette publique en progression

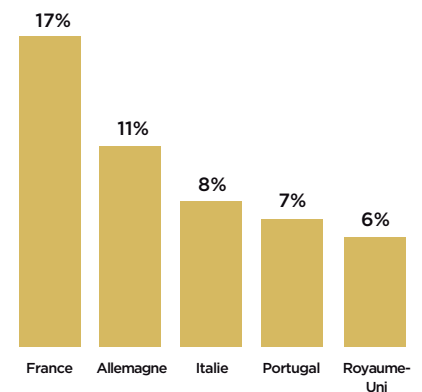
L'ajustement budgétaire se poursuit en 2014, à un moindre rythme qu'en 2013. En dépit du retour de la croissance, les cibles budgétaires resteront difficiles à atteindre et la dette publique continuera à croître. Les finances publiques demeureront grevées par le coût du soutien bancaire et la situation financière précaire de certaines communautés autonomes. Les coûts d'emprunt se sont réduits sur le marché obligataire mais la viabilité de la dette devrait demeurer un sujet de préoccupation. Cependant, l'Etat espagnol n'a jamais perdu l'accès aux marchés et n'a donc pas été contraint de recourir à l'aide européenne pour stabiliser ses finances.

### Un contexte politique difficile

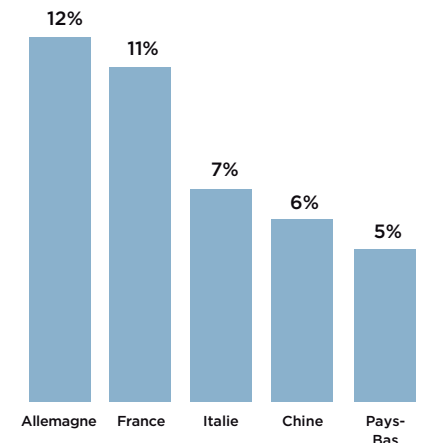
En dépit d'une confortable majorité au Parlement, le gouvernement de Mariano Rajoy est fragilisé. Il doit faire face à la fois à un scandale de corruption présumée impliquant de nombreux responsables du Parti populaire et à la recrudescence des revendications indépendantistes. La classe politique en ressort décrédibilisée et le risque d'une sécession de la Catalogne n'est pas totalement à écarter, bien que Madrid juge illégale la tenue d'un référendum sur la question. En avril dernier, le parlement a rejeté, avec une écrasante majorité (299 voix contre 47), la demande de tenue d'un référendum sur l'indépendance catalane le 9 novembre.

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points forts

- Regain de compétitivité et renforcement des secteurs exportateurs
- Grands groupes à présence internationale
- Liens étroits avec l'Amérique latine
- Développement des énergies éolienne et solaire ; infrastructures de transport de qualité
- Important potentiel touristique
- Situation financière des entreprises (taux de marge, taux d'autofinancement) assainie, mais leur dette reste élevée

### Points faibles

- Secteur de la construction sinistré
- Lourde dette privée
- Secteur bancaire fragilisé par la crise immobilière et la récession
- Détérioration de la situation financière de l'Etat
- Taux de chômage très élevé, notamment des jeunes



## Évaluations Coface

A3

Pays

A1

Environnement  
des affaires

### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	2,1	0,4	0,4	0,8
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,3	2,2	1,0	0,9
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,1	-4,8	-4,2	-4,0
Solde courant / PIB (%)	-1,8	-2,2	-1,3	-1,1
Dettes publiques / PIB (%)	84,4	88,7	91,8	94,5

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### La reprise reste fragile, contrainte par le niveau élevé du chômage, la poursuite de l'ajustement budgétaire et le manque de compétitivité

La consommation a fait preuve, jusqu'ici, d'une certaine résistance du fait de l'existence de « stabilisateurs automatiques » et de la rigidité des salaires, mais ce traditionnel soutien à la croissance française peine à se redresser. La consommation privée a même fortement reculé au 1<sup>er</sup> trimestre 2014 même s'il convient de préciser que cela est en partie dû à des phénomènes exceptionnels (douceur des températures hivernales, hausse du malus écologique et de la TVA en janvier 2014). Plus généralement, les dépenses des ménages restent contraintes par le niveau élevé du chômage (10,4% en mars 2014 soit le même niveau qu'il y a un an). L'austérité budgétaire, jusqu'ici modérée mais qui devrait s'accroître cette année, n'est pas non plus de nature à relancer l'activité. Parallèlement, l'investissement des entreprises demeure à un faible niveau en dépit de conditions de crédit plus favorables que dans bien d'autres pays de la zone euro. Cependant, les entreprises peinent à restaurer leurs marges, qui se situent parmi les plus faibles de la zone euro, et, de ce fait, retardent leurs projets de développement. Tirée par la demande extérieure, les exportations devraient connaître une accélération mais elles demeureront handicapées du fait d'un manque de compétitivité.

### Des entreprises insuffisamment armées et des faillites qui se maintiennent à un niveau élevé

La capacité de rebond des entreprises françaises est relativement faible en raison du niveau peu élevé de leurs marges bénéficiaires (29,5%) et de leur taux d'autofinancement (76,3%). De taille insuffisante, comparées à leurs homologues allemandes, elles demeurent globalement peu innovantes et ne se sont pas assez tournées vers l'exportation. Elles sont trop peu présentes sur les marchés émergents à forte croissance. Leurs coûts de production dans le milieu et bas de gamme sont trop élevés, comparés à la concurrence, et la montée en gamme de leur production est insuffisante. Le nombre des défaillances d'entreprises reste à un niveau élevé (un peu plus de 64 000 cas en un an à fin avril 2014), supérieur au pic atteint en 2009. Cependant, celles d'entreprises de taille intermédiaire sont devenues moins nombreuses, ce qui fait baisser les coûts financiers supportés par les fournisseurs. Bien qu'elles aient été moins nombreuses en début d'année, les défaillances devraient encore dépasser les 63 000 en 2014. Si la construction concentre toujours le plus grand nombre de défaillances, les secteurs actuellement les plus pénalisés sont les services aux entreprises et aux collectivités locales, l'agro-alimentaire, le papier bois et le transport.

### Un effort d'ajustement difficile

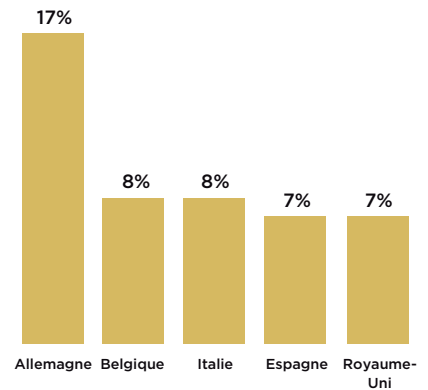
En dépit des faiblesses de l'économie et de la progression de la dette publique, les investisseurs ont conservé jusqu'ici leur appétit pour la dette française, qui se négocie toujours, fin mai 2014, à des taux historiquement bas. Le déficit budgétaire se résorbe lentement. Cependant, le poids des dépenses publiques demeure l'un des plus élevés de la zone euro (57% du PIB), ce qui se traduit par une forte pression fiscale, largement supérieure à la moyenne européenne. Le poids des prélèvements fiscaux et sociaux et la rigidité des salaires continuent de peser sur la profitabilité et le développement de l'offre des entreprises. Les autorités espèrent toutefois renforcer durablement l'offre productive grâce à la mise en œuvre du Pacte de responsabilité et de solidarité qui, avec le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), devrait permettre de faire baisser le coût du travail grâce à un allègement important des cotisations sociales sur les bas salaires. Les entreprises devraient également bénéficier d'une diminution progressive de leur fiscalité et d'une simplification des procédures administratives. Cependant, les marges de manœuvre du gouvernement se sont fortement réduites depuis la défaite cinglante du Parti socialiste et la montée du Front National aux élections municipales et européennes, ce qui pourrait freiner la mise en œuvre du Pacte et n'incitera guère les autorités à entreprendre de profondes réformes de structure.

### Points forts

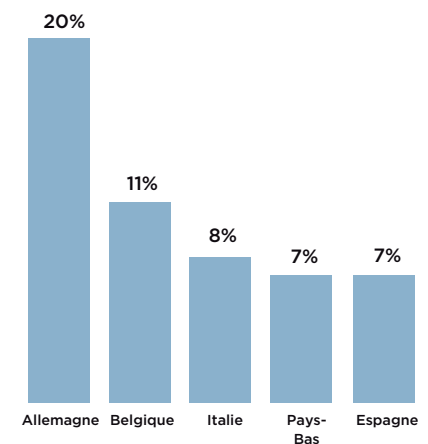
- Qualité des infrastructures et des services publics
- Main-d'œuvre qualifiée et productive, démographie dynamique
- Groupes internationaux compétitifs (énergie, aéronautique-spatial, environnement, pharmacie, luxe, agroalimentaire, distribution)
- Destination touristique de premier plan, puissance agricole mondiale
- Niveau élevé d'épargne, faible taux d'endettement des ménages

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total

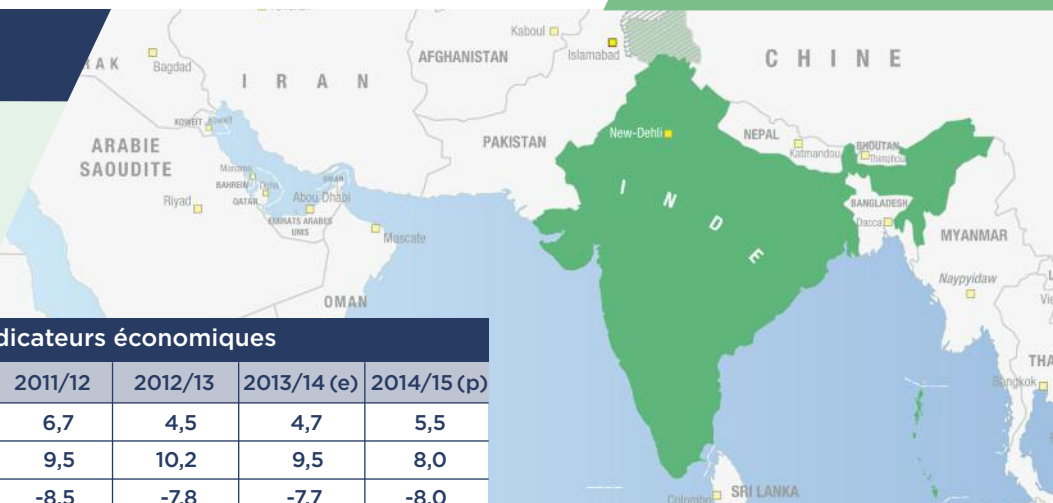


### Points faibles

- Nombre insuffisant d'entreprises exportatrices, perte de compétitivité et de parts de marché
- Effort d'innovation insuffisant, faible niveau de gamme
- Faible taux d'emploi des jeunes et des travailleurs âgés
- Endettement public élevé

## Évaluations Coface

<b>A4</b>	Pays
<b>B</b>	Environnement des affaires
<b>RISQUE ASSEZ FAIBLE</b>	Cotation moyen terme



### Principaux indicateurs économiques

	2011/12	2012/13	2013/14 (e)	2014/15 (p)
Croissance PIB (%)	6,7	4,5	4,7	5,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	9,5	10,2	9,5	8,0
Solde budgétaire / PIB (%)*	-8,5	-7,8	-7,7	-8,0
Solde courant / PIB (%)	-4,2	-4,7	-2,0	-2,4
Dettes publiques / PIB (%)*	67,0	67,6	66,7	65,3

(e) : estimation  
(p) : prévision  
\* Comprend dette publique fédérale et des collectivités locales  
Année fiscale : avril - mars

## Appréciation du risque

### Reprise modérée de la croissance

L'année fiscale 2013-2014 a été marquée par un nouveau ralentissement de la croissance sous l'effet du tassement de la demande interne et d'une baisse des exportations. En 2014-2015, le dynamisme des services servira toujours la croissance, notamment dans la haute technologie. De plus, les exportations bénéficieront d'une légère reprise mondiale et de la faiblesse de la roupie. Bien que la devise indienne se soit appréciée de 14% depuis son plus bas en août 2013, la roupie s'est dépréciée de plus de 8% face au dollar depuis mai 2013. Enfin, la consommation, principal moteur de la croissance devrait continuer à croître à un rythme modéré grâce à l'augmentation du revenu disponible des ménages. De plus, le BJP a annoncé des mesures sociales dans la lignée de celles initiées par le Parti du Congrès et notamment un système de santé et des subventions dans le domaine de l'habitat. En 2014-2015, la possible mise en place d'importantes réformes structurelles grâce à l'arrivée au pouvoir de Narendra Modi (BJP) laisse entrevoir de meilleures perspectives. En effet, son programme était axé sur le développement économique et l'amélioration de la gouvernance. Afin de favoriser les investissements, il est prévu la mise en place d'un mécanisme simplifié d'approbation notamment dans le domaine de l'énergie et de l'environnement. Par ailleurs, il s'est engagé à créer 10 millions d'emploi par an et prévoit d'importants programmes d'infrastructures (réseau de train à grande vitesse, construction de 100 nouvelles villes et de nouvelles zones industrielles).

Par ailleurs, l'inflation a ralenti en 2013 grâce aux cours modérés des produits manufacturés et du pétrole et au durcissement de la politique monétaire à partir de septembre 2013. Elle restera cependant à un niveau élevé en 2014 notamment en raison des mauvaises récoltes agricoles.

### Persistance des déficits jumeaux

Le déficit budgétaire reste important au niveau local et fédéral malgré la volonté d'assainissement des comptes publics. En effet, le montant des subventions devrait rester élevé. Cependant, le programme fiscal du nouveau gouvernement prévoit une rigueur fiscale plus importante, une uniformisation au niveau fédéral de la TVA et une baisse des subventions notamment sur les commodités.

S'agissant des comptes extérieurs, les politiques mises en œuvre pour enrayer la baisse de la roupie à l'été 2013 (hausse des taux directeurs, taxes sur les importations de métaux...) ont porté leurs fruits et le déficit courant se stabilise autour de 2,5%. Bien que l'importance des importations de pétrole, d'or et de charbon empêche la résorption complète du déficit courant, la balance des services et des transferts limitent son ampleur.

Par ailleurs, les banques publiques, qui représentent les 3/4 de l'actif bancaire et portent le financement des

secteurs non profitables, affichent une détérioration de la qualité de leurs actifs. Enfin, la dépréciation de la roupie pèse sur les entreprises endettées en devise et risque également de peser sur la qualité des actifs bancaires.

### Victoire du BJP aux élections législatives d'avril - mai 2014

Les élections législatives de 2014 ont vu la victoire du BJP (Bharatiya Janata Party). Avec 282 sièges sur 543 à la Lok Sabha (chambre basse du parlement), le parti obtient la majorité absolue. Pour la première fois depuis 25 ans, Narendra Modi - ancien Ministre en chef de l'Etat du Gujarat - pourra former un gouvernement sans coalition. De telles conditions seront favorables à la mise en place des réformes annoncées dans son programme. Néanmoins, le succès qu'il a obtenu au Gujarat sera difficilement applicable à l'échelle nationale. En effet, le système fédéral complique l'adoption de réformes et son style de leadership risque de se heurter au fonctionnement national. De plus, certaines réformes nécessitent une modification de la Constitution. Par ailleurs, le bilan de N. Modi au Gujarat est entaché par les violences de 2002 lors desquelles des milliers de musulmans sont morts. Il devra dépasser les suspicions sur son rôle dans ces événements et prendre des mesures pour prévenir les violences interethniques.

En dépit des réformes attendues, l'environnement des affaires continuera de pâtir de lacunes persistantes : corruption élevée, approvisionnement énergétique déficient. Les entreprises souffrent de contraintes structurelles et réglementaires.

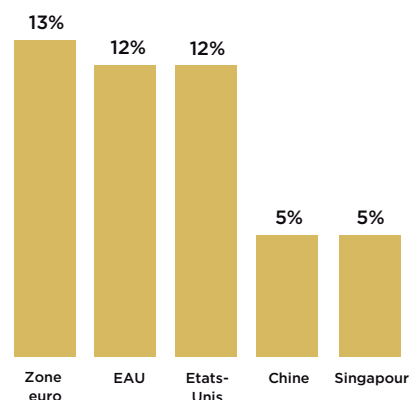
Enfin, la présence du premier ministre pakistanais à l'investiture du premier ministre Modi marque le début d'une amélioration des relations entre les deux pays.

### Points forts

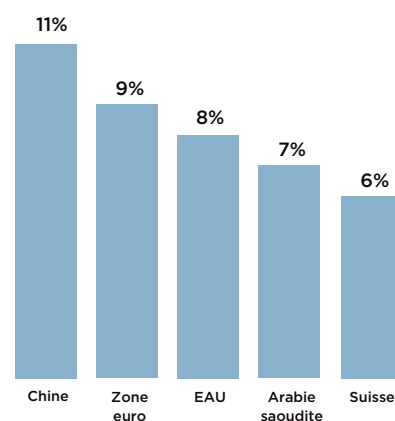
- Moteurs de la croissance diversifiés
- Fondamentaux solides : épargne et investissement élevé
- Secteur privé performant dans les services
- Dette extérieure modérée et réserves de change confortables

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points faibles

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



## Évaluations Coface

**B**

Pays

**A2**

Environnement  
des affaires

### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	0,6	-2,4	-1,8	0,2
Inflation (moyenne annuelle, %)	2,9	3,3	1,3	0,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-3,7	-3,0	-3,0	-3,0
Solde courant / PIB (%)	-3,1	-0,4	0,9	1,5
Dettes publiques / PIB (%)	120,7	127,0	132,6	136,0



(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Une faible reprise tirée par les exportations

L'Italie peine à sortir de la récession. Le PIB réel s'est en effet à nouveau légèrement contracté en début d'année 2014, après une faible reprise au dernier trimestre 2013, la seule observée en deux ans. Sur l'ensemble de l'année, le résultat devrait être malgré tout légèrement positif grâce à la bonne performance des exportations et au redressement de l'investissement productif. Cependant, l'activité sera freinée par la faiblesse de la consommation intérieure. Le taux de chômage, qui s'est maintenu depuis la fin de 2013 autour de 12,7%, restera élevé. Un assouplissement progressif des conditions d'octroi des crédits par les banques est attendu, qui devrait permettre une lente inversion de la courbe du crédit, jusque-là décroissante, et favoriser un raffermissement de l'investissement. Cette éclaircie concernera principalement les firmes exportatrices, dont l'activité sera stimulée par l'accélération de la demande extérieure. La stagnation du coût unitaire du travail permettra un léger regain de compétitivité et le pays devrait tirer parti, notamment dans les pays émergents, de son fort positionnement dans la mécanique et la métallurgie transformée. L'inflation sera en recul du fait de la faiblesse des coûts salariaux, en dépit du coup de pouce octroyé aux bas salaires, via un allègement de la fiscalité, dans le cadre du plan Renzi. Etant donné le peu de dynamisme de la demande intérieure et l'accélération attendue des exportations, l'excédent de la balance courante devrait être en augmentation.

La situation des firmes italiennes ne s'améliorera que lentement. L'expérience de paiement de Coface demeure encore dégradée et plus détériorée que dans le reste de l'Europe. Cela reflète, outre la faiblesse de la croissance, le poids des petites entreprises, très fragiles sur le plan financier, et les retards de paiement pratiqués par la sphère publique, jusqu'ici bien supérieurs à la moyenne européenne. Cependant, la mise en œuvre du plan de paiement des arriérés dus par l'Etat au secteur privé (68 Mds € dont 33 Mds ont déjà été rendus disponibles), soit l'une des mesures phare du plan Renzi, devrait sensiblement soulager la trésorerie des entreprises.

### Un niveau de dette publique record

En dépit de la reprise de la croissance, la dette publique poursuivra sa tendance haussière et atteindra un nouveau pic en 2014, et ce, bien que les autorités soient parvenues à réduire le déficit budgétaire à 3% du PIB depuis 2012 (hors intérêts de la dette, le budget est même excédentaire depuis de nombreuses années). Les rendements des obligations souveraines se sont, certes, très fortement détendus sur les marchés financiers depuis l'annonce, en septembre 2012, du programme de rachat par la BCE d'obligations émises par les gouvernements de la zone euro (OMT), mais la solvabilité de l'Etat italien restera vulnérable à un choc de croissance et de taux d'intérêt. La situation politique

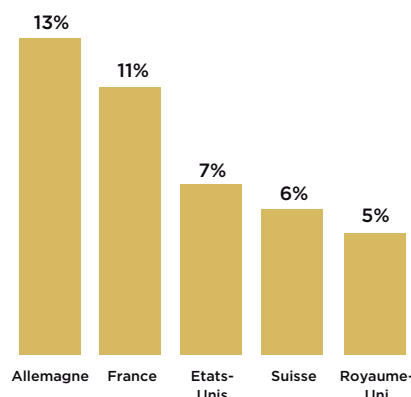
s'est stabilisée mais d'éventuelles déconvenues dans le secteur bancaire (progression continue du niveau de créances douteuses) pourraient à nouveau provoquer un stress sur les finances publiques.

### Un Premier ministre à la légitimité renforcée

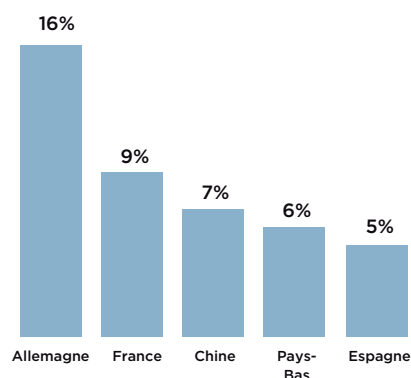
La situation politique a été particulièrement instable en 2013, menaçant la poursuite de l'effort de réforme engagé entre fin 2011 et fin 2012 par l'ancien Président du Conseil, Mario Monti, sur le plan des retraites et des marchés du travail et des biens et services. Les élections générales de février 2013 ont accouché d'une majorité introuvable et il aura fallu deux mois pour que l'Italie émerge de cette impasse, les trois principaux partis acceptant finalement la mise en place d'un exécutif de «large entente» dirigé par Enrico Letta, du Parti démocrate. Fin septembre, la démission des ministres du parti de Silvio Berlusconi (Peuple de la Liberté) a menacé une nouvelle fois la pérennité du gouvernement, avant que le Parlement ne lui confirme sa confiance. La scission du Peuple de la Liberté en deux mouvements, Forza Italia, le nouveau parti du «Cavaliere», et le Nouveau Centre Droit, qui a rejoint la majorité parlementaire, en novembre 2013, a débouché sur une coalition resserrée mais a priori plus stable. Cependant, en février 2014, mis en minorité au sein de son propre parti, Enrico Letta a été contraint d'abandonner le pouvoir au profit de son concurrent du Parti démocrate, Matteo Renzi, porteur d'un programme ambitieux visant à renouer avec la croissance et à accélérer les réformes économiques et institutionnelles. Certaines de ces réformes ont déjà été votées (marché du travail, élimination des gouvernements provinciaux), d'autres, moins aisées, restent à mener à terme (dont la révision de la loi électorale et l'élimination des pouvoirs du Sénat). Cependant, le Premier ministre peut désormais se targuer, suite à la large victoire de son parti aux élections européennes (41% des suffrages), d'une forte légitimité, ce qui devrait faciliter sa tâche.

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



### Points forts

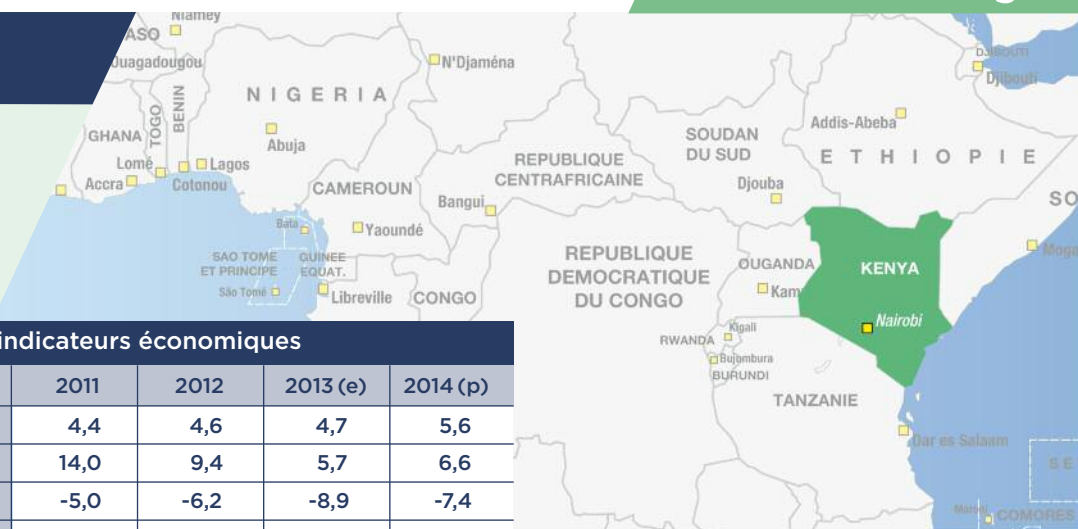
- Poids relativement élevé de l'industrie
- Montée en gamme de la production et niches à forte rentabilité (habillement de luxe, équipement de la maison, agroalimentaire, mécanique)
- Faible endettement des ménages et forte capacité d'épargne
- Richesse du patrimoine touristique

### Points faibles

- Dette publique élevée, évasion fiscale
- Nombre important de petites entreprises, fragiles sur le plan financier
- Baisse de la productivité
- Insuffisance de la recherche et de l'enseignement supérieur
- Retard de développement du Sud

## Évaluations Coface

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



### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,4	4,6	4,7	5,6
Inflation (moyenne annuelle, %)	14,0	9,4	5,7	6,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,0	-6,2	-8,9	-7,4
Solde courant / PIB (%)	-11,2	-10,4	-8,3	-9,6
Dettes publiques / PIB (%)	52,6	50,5	50,5	51,2

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Une croissance stimulée par la consommation privée

Le Kenya est la première économie d'Afrique de l'Est. En 2014, la croissance sera soutenue, notamment en raison des investissements liés à la découverte de pétrole et de gaz fin 2012. En outre, la construction d'une importante ligne ferroviaire reliant le port de Mombasa à Nairobi débutera. La consommation privée (79% du PIB), en lien avec le développement d'une classe moyenne, demeurera le principal moteur de la croissance sous réserve d'une inflation maîtrisée. Toutefois, les mauvaises conditions climatiques du printemps 2014 pourraient avoir un impact sur les productions alimentaires et hydroélectriques et ainsi conduire à une hausse de l'inflation. Dans ces conditions, la banque centrale ne devrait pas baisser ses taux en 2014. Par ailleurs, les nombreuses opportunités offertes (télécom, usines, exploitation des sols) font du Kenya le 2<sup>nd</sup> récipiendaire d'IDE d'Afrique subsaharienne; et le secteur des services, porté par les télécommunications et les services financiers, est l'un des plus dynamiques du continent. Concernant le secteur bancaire, la vague de violences au Sud Soudan de janvier 2014 qui a suivi le coup d'Etat manqué a causé des perturbations pour les banques kenyanes y investissant. De même, l'ordre de rapatriement à la frontière des réfugiés somaliens d'avril pourrait entraîner un retrait d'investissements somaliens. Le secteur touristique connaît de fait une année 2014 défavorable liée aux craintes d'attentats. Les derniers chiffres du tourisme démontrent en effet une importante réduction des arrivées (-11,1% en 2013 par rapport à 2012). Suite aux attaques de mai dans la capitale Nairobi, l'évacuation de plusieurs centaines de touristes et l'annulation de certains vols jusque fin octobre, devrait confirmer cette réduction à court terme.

### Un déficit budgétaire en diminution

Le déficit budgétaire s'est avéré élevé en 2013 du fait de l'augmentation récurrente des salaires et des investissements en infrastructures, mais devrait diminuer en 2014 suite à l'harmonisation de la TVA opérée en 2013 et à l'ambitieuse réforme fiscale prévue pour 2014 (hausse de la taxe sur les revenus du capital). Si, à la suite de plusieurs pays africains, le Kenya a prévu l'émission d'obligations de dette souveraine en 2014, celle-ci a toutefois été plusieurs fois reportée au cours des derniers mois, présageant à court terme une dépendance plus importante vis-à-vis des marchés domestiques. Le niveau de dette reste néanmoins soutenable, compte tenu du soutien accru des partenaires internationaux.

### Le développement du commerce régional participe à l'ajustement de la balance courante

Le déficit commercial du Kenya restera important tant que le pays n'aura pas entamé l'exploitation de ses gisements de titane, de pétrole et de gaz (2018-2020) et développé le secteur géothermique. Le poids de la facture énergétique reste considérable (10% du PIB).

Les exportations s'avèrent dynamiques, portées par les secteurs du thé et de l'horticulture qui profitent d'une demande asiatique croissante et des échanges au sein de la Communauté d'Afrique de l'Est. En outre, les IDE en constante augmentation permettent un financement stable du déficit courant. Conséquence de l'afflux d'investisseurs, les pressions à la baisse sur le shilling diminuent et les réserves de change augmentent.

### Les élections générales de mars 2013 ont été pacifiques

En décembre 2007, les élections présidentielles avaient conduit le pays au bord de la guerre civile, faisant 1 300 victimes. En août 2010, une nouvelle constitution a été mise en place afin d'affirmer une séparation des pouvoirs plus évidente, de renforcer le pouvoir des comités locaux et de garantir la transparence des élections futures. En mars 2013, les élections se sont déroulées pacifiquement. Uhuru Kenyatta a été élu Président dès le premier tour. Le pouvoir politique en place restera donc stable, la nouvelle constitution ne prévoyant pas de nouvelles élections avant 2017-18. Le président Kenyatta est toutefois sous le coup d'un procès de la Cour Pénale Internationale l'accusant de crime contre l'humanité pour avoir facilité les violences de 2007. Après de nombreux reports successifs, celui-ci est maintenant prévu pour octobre 2014.

### Risques d'attentats terroristes importants

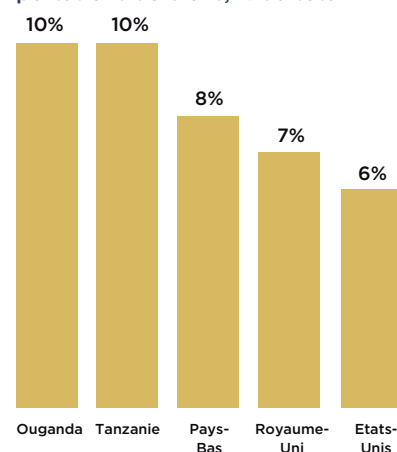
Sur le plan extérieur, le maintien de forces kenyanes dans le sud de la Somalie accroît le risque d'attaques terroristes sur le territoire kenyan malgré les progrès significatifs de l'offensive contre le groupe islamiste somalien al-Shabab. Le 21 septembre 2013, celui-ci avait perpétré une attaque armée dans le plus grand centre commercial de Nairobi, causant la mort de 67 personnes. Depuis mars, et ce malgré les nouvelles mesures de sécurité prises par le gouvernement, les explosions meurtrières se sont succédées à Nairobi et Mombasa.

### Points forts

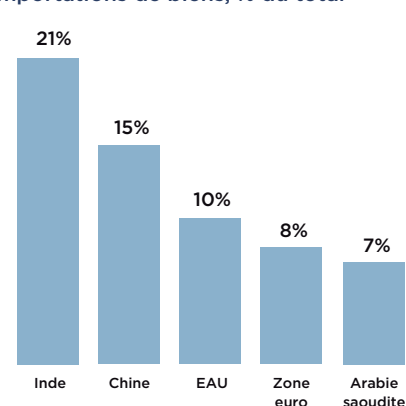
- Position stratégique entre l'Afrique de l'Ouest et l'Afrique de l'Est
- Rôle pivot dans la Communauté d'Afrique de l'Est, premier marché commun africain
- Agriculture diversifiée (maïs, thé, café, horticulture)
- Performance des télécommunications et des services financiers
- Dynamisme de la démographie et émergence d'une classe moyenne
- Adoption d'une nouvelle constitution en 2010

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total

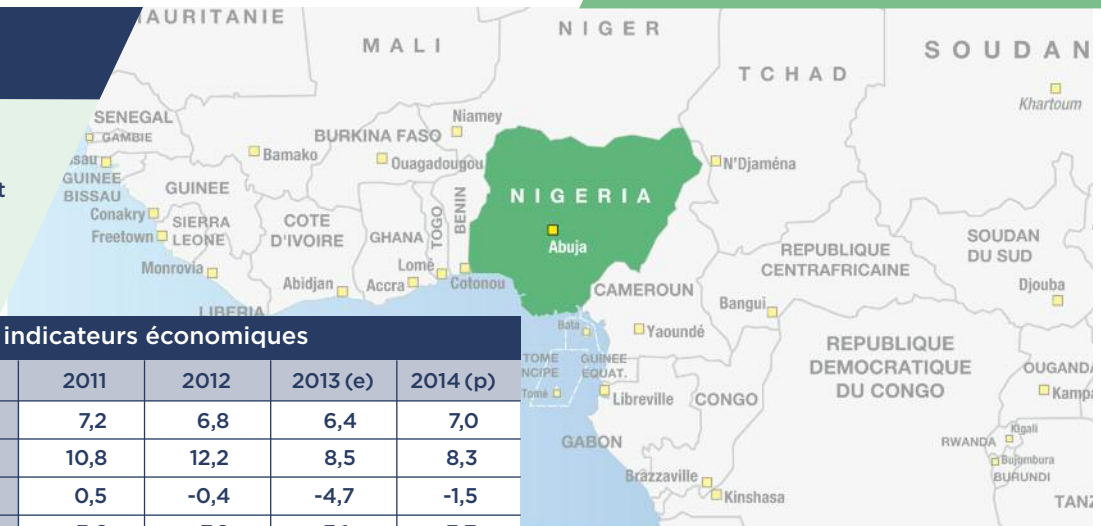


### Points faibles

- Forte dépendance de la production agricole aux conditions climatiques
- Infrastructures insuffisantes pour absorber le développement économique
- Pauvreté répandue
- Gouvernance en amélioration mais corruption persistante
- Risques terroristes importants car situation géopolitique difficile

## Évaluations Coface

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



### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	7,2	6,8	6,4	7,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	10,8	12,2	8,5	8,3
Solde budgétaire / PIB (%)	0,5	-0,4	-4,7	-1,5
Solde courant / PIB (%)	3,6	7,8	3,1	3,7
Dettes publiques / PIB (%)	17,3	18,4	19,0	10,0

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### La croissance désormais tirée par le secteur non pétrolier

Le Nigeria est devenu début avril 2014 la première puissance économique africaine en termes de PIB, devant l'Afrique du Sud, grâce au changement d'année de référence (2010 au lieu de 1990) comme base de calcul. Cet aménagement statistique a conduit à une ré-évaluation de près de 90% du montant du PIB (de 270 à 510 milliards d'USD) mais permet surtout d'établir que le secteur des services contribue davantage au PIB (52%) que celui des hydrocarbures (32%). Les secteurs hors pétrole (construction, télécom) continueront à tirer la croissance nigériane en 2014. L'industrie manufacturière (ciment) bénéficiera de la réalisation des projets d'infrastructure et d'une amélioration progressive de la fourniture d'électricité consécutive à la privatisation en cours de la compagnie nationale d'électricité (PHCN).

La production de pétrole continuera à souffrir des vols et du sabotage des installations. La nouvelle loi sur le secteur pétrolier (Petroleum Bill) ne devrait pas être adoptée avant les prochaines élections de 2015. L'absence de cadre juridique et les incertitudes relatives à cette réforme contribueront à ralentir les investissements et le développement des hydrocarbures.

La consommation privée (54% du PIB) restera soutenue par les dépenses sociales et la poursuite de la modération de la hausse des prix. Le ralentissement de l'augmentation des prix de l'énergie (électricité, essence) ainsi que de ceux des biens alimentaires, grâce à de meilleures récoltes, devraient en effet stabiliser l'inflation, la dépréciation du naira empêchant toutefois son recul.

### Un équilibre budgétaire fragile et un excédent courant qui tend à se réduire

Le solde budgétaire devrait rester déficitaire en 2014 mais le ratio par rapport au PIB devrait s'améliorer grâce à la réévaluation du PIB. Les dépenses sociales et les salaires devraient augmenter dans la perspective des élections de 2015. Le gouvernement pourra bénéficier de recettes liées à la privatisation de PHCN et à la progression des recettes fiscales hors pétrole. Les finances publiques restent cependant très dépendantes de recettes pétrolières (80% des recettes fiscales) qui seront contraintes par la faible progression des cours et de la production. Enfin, une nouvelle baisse des subventions sur les carburants paraît exclue un an avant l'échéance électorale.

Le solde des fonds de réserve s'est fortement réduit (de 11 à 3 milliards d'USD entre fin 2012 et fin 2013) en raison des recettes pétrolières plus faibles que prévu du fait, en particulier, des vols d'hydrocarbures, réduisant ainsi la marge de manœuvre de l'Etat pour la maîtrise des finances publiques.

L'excédent courant devrait continuer à s'éroder en 2014 sous l'effet de l'augmentation des importations, notamment de pétrole raffiné. Les exportations de pétrole (90% du total) seront handicapées par les problèmes structurels (vols, manque d'investissement) et le ralentissement de la demande des Etats-Unis (37% des ventes de pétrole nigérien) compte tenu du développement de la production de pétrole non conventionnel.

La dégradation du solde courant, conjuguée à une détérioration de la situation politique et sécuritaire ainsi que l'impact de la politique moins accommodante de la Réserve Fédérale américaine sur la liquidité des marchés, devrait continuer à peser sur le cours du naira. Les autorités devraient éviter une trop forte dépréciation pour limiter les pressions inflationnistes, grâce à des réserves qui restent confortables (6 mois d'importations) même si elles tendent à se réduire.

Le secteur bancaire bénéficie d'une capitalisation et d'un niveau de créances douteuses satisfaisants mais sa rentabilité reste faible.

### L'enjeu fondamental de la sécurité et de la gouvernance

La situation sécuritaire, toujours tendue dans le delta du Niger, zone de production de pétrole, s'est surtout très fortement détériorée dans le nord avec l'intensification des actions du mouvement islamiste radical Boko Haram. D'une manière générale, le chômage massif, la pauvreté et les inégalités régionales alimentent la violence et l'instabilité sociale. Le Président G. Jonathan devrait achever son mandat (2015), mais les fortes dissensions apparues au sein de son parti (Parti Démocratique Populaire), ainsi que les difficultés de l'actuel gouvernement à gérer les problèmes sécuritaires renforcent les risques de tensions à l'approche des élections.

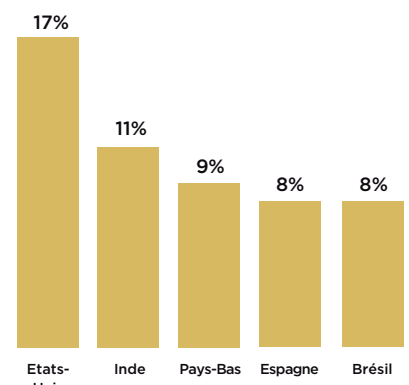
Le pays souffre de l'inefficacité de son administration et d'une corruption élevée, comme en témoignent les soupçons de détournement de 20 milliards d'USD par la compagnie pétrolière NNPC, au titre desquels la présidence nigériane a annoncé en mars 2013 l'ouverture d'une enquête judiciaire.

### Points forts

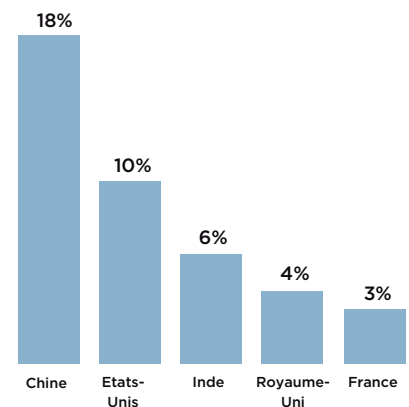
- Importantes ressources en hydrocarbures et large potentiel agricole
- Pays le plus peuplé d'Afrique (162 millions)
- Faible endettement extérieur
- Secteur bancaire largement assaini grâce à la réforme lancée en 2009

## Échanges commerciaux

### Exportations de biens, % du total



### Importations de biens, % du total



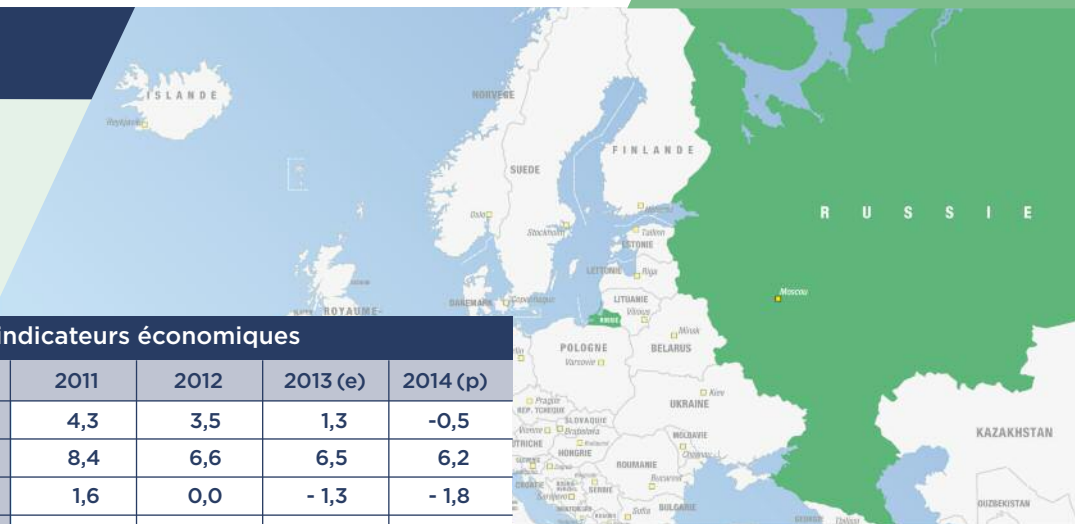
### Points faibles

- Forte dépendance aux revenus pétroliers (90% des exportations, 80% des recettes fiscales)
- Capacité de raffinage très réduite impliquant des importations onéreuses
- Tensions ethniques et religieuses
- Insécurité, corruption contraignant l'environnement des affaires
- Chômage, pauvreté, système sanitaire et éducatif déficients



## Évaluations Coface

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



### Principaux indicateurs économiques

	2011	2012	2013 (e)	2014 (p)
Croissance PIB (%)	4,3	3,5	1,3	-0,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,4	6,6	6,5	6,2
Solde budgétaire / PIB (%)	1,6	0,0	- 1,3	- 1,8
Solde courant / PIB (%)	5,3	4,1	1,6	0,8
Dettes publiques / PIB (%)	9,8	11,8	13,1	13,7

(e) : estimation  
(p) : prévision

## Appréciation du risque

### Repli de la croissance en 2014 dont l'ampleur dépendra de l'évolution de la situation en Ukraine

La croissance du premier trimestre 2014 (-0,5% par rapport au T4 2013 et +0,9% en glissement annuel) confirme le net ralentissement de l'économie russe. L'investissement, atone en 2013, a accusé un net repli au premier trimestre 2014 (-4,8% en glissement annuel) et devrait rester très contraint par la hausse des taux d'intérêt et le faible niveau de confiance des entrepreneurs, l'indicateur composite de l'activité manufacturière (PMI) étant inférieur à 50% (48,3% en mars). La production industrielle a nettement ralenti début 2014.

La consommation privée restera le principal moteur de l'activité dans un contexte de chômage peu élevé (5,4%). Mais l'objectif de maîtrise des dépenses publiques imposé par les nouvelles règles budgétaires devrait obliger le gouvernement à modérer la progression des salaires. En outre, le niveau élevé de l'inflation et l'endettement croissant des ménages pourraient commencer à peser sur la consommation. L'inflation devrait demeurer élevée en 2014. La hausse des tarifs des services publics et des prix des biens alimentaires, mais aussi la dépréciation du rouble qui renchérit les biens importés, accentuent fortement les pressions à la hausse des prix. Les relèvements des taux de référence par la BCR (de 5,5% à 7% en mars puis à 7,5% en avril 2014) conjugués à la relative modération de la demande pourraient permettre un ralentissement de l'inflation au second semestre mais la cible de 5% ne pourra pas être respectée.

Une nouvelle détérioration de la situation en Ukraine ne peut être exclue après l'élection présidentielle du 25 mai 2014. Dans cette hypothèse, une éventuelle aggravation des sanctions internationales contre la Russie pourrait accélérer la dépréciation du rouble et les sorties de capitaux (qui ont atteint 51 milliards d'USD au premier trimestre 2014), accentuant le recul de la croissance. En outre, la capacité (et/ou la volonté) de remboursement de leurs créances par les entreprises russes, largement endettées auprès des non-résidents, pourrait être affectée.

### L'équilibre budgétaire sera difficile à retrouver en 2014

Le léger déficit budgétaire enregistré en 2013 devrait se creuser en 2014. Les recettes pétrolières (50% du total) ne devraient pas progresser et la faiblesse de l'activité contraindra les revenus hors pétrole. Par ailleurs, le poste de la défense devrait augmenter et les coûts liés à l'annexion de la Crimée, bien qu'étalés dans le temps, devraient également peser sur le budget, tout comme le déficit récurrent du système de retraite. 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 13% du PIB, laissant une marge de manœuvre au gouvernement.

### Lente mais constante dégradation du solde courant

Le solde courant devrait rester excédentaire en 2014, mais continuera à se détériorer. Les exportations, largement dominées par le pétrole et le gaz (2/3 des revenus d'exportation) seront contraintes pas des cours qui, au mieux, devraient se stabiliser. Les exportations hors pétrole restent handicapées par une reprise modérée de la demande extérieure et une faible compétitivité que la dépréciation du rouble ne suffit pas à relancer. L'amélioration du solde courant observé au premier trimestre s'explique exclusivement par une baisse des importations qui ne devrait progresser que faiblement au cours de l'année.

### Un contexte social et politique tendu et un environnement des affaires déficient

La crise ukrainienne a fortement détérioré les relations entre la Russie, les Etats-Unis et l'UE, conduisant à des sanctions politiques qui pourraient être renforcées si la Russie continuait à menacer la stabilité de l'Ukraine après l'élection de P. Poroshenko.

La popularité de V. Poutine au niveau national a été renforcée par l'intervention en Crimée mais la situation sociale pourrait se détériorer dans un contexte de ralentissement économique, de hausse de l'inflation et de durcissement du régime. Les mesures en vue de contrôler les médias et de restreindre la liberté d'expression se multiplient, limitant considérablement les capacités d'organisation de mouvements d'opposition.

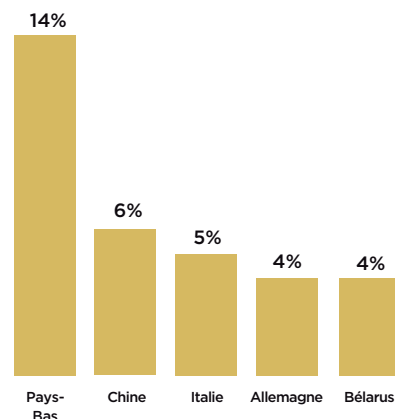
Les lacunes en matière de protection des droits de propriété, la faiblesse de la gouvernance et le manque de transparence des entreprises (notamment en termes d'actionariat) affaiblissent fortement l'environnement des affaires. La Russie est classée au 176<sup>ème</sup> rang (sur 215) selon l'indice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

### Points forts

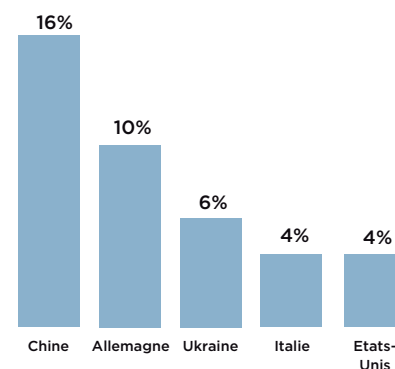
- Abondantes ressources naturelles (pétrole, gaz et métaux)
- Main-d'œuvre qualifiée
- Faible endettement public et réserves de change confortables
- Puissance régionale et énergétique affirmée

## 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