

CONJONCTURE

Février 2019 : n°2

Allemagne: la controverse du compte courant

Ces dernières années, l'Allemagne a affiché d'importants excédents courants, bien au-dessus du niveau considéré comme conforme aux fondamentaux économiques. Ils pourraient être attribués à une forte hausse de l'épargne des administrations publiques et des entreprises. De nombreux observateurs considèrent l'excédent du compte courant allemand comme une menace pour l'économie de la zone euro et incitent les autorités allemandes à le réduire, en augmentant les salaires et en investissant dans les infrastructures. Ces demandes ont été largement ignorées. En s'appuyant sur des simulations économétriques, les autorités allemandes avancent que ces mesures seraient préjudiciables à l'économie allemande et sans grande incidence sur le reste de la zone euro. Ils souhaitent plus de réformes structurelles au sein de l'Union européenne, notamment une plus grande ouverture du marché des services.

p.2

Raymond Van der Putten

Angola: des pas en avant

La première année du mandat du président Joao Lourenço a été marquée par une inflexion assez positive des politiques économiques, compte tenu de sa volonté d'assainir les pratiques politiques et de l'ampleur des réformes économiques entreprises. La fin de l'arrimage du kwanza au dollar a permis d'alléger certaines tensions sur le marché des changes, même si elles restent importantes. L'accord de financement récemment signé avec le FMI contribuera à mettre en œuvre les réformes structurelles. Celles-ci visent à diversifier l'économie en encourageant le développement du secteur privé. Toutefois, les perspectives économiques globales à court terme restent liées à l'évolution des prix internationaux du pétrole en raison de l'absence de diversification de l'économie angolaise. De plus, les difficultés persistantes du système bancaire continuent de peser sur le secteur privé. Aussi la reprise devrait-elle être, au mieux, très progressive compte tenu de la persistance des déséquilibres macroéconomiques.

p.9

Sara Confalonieri

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Allemagne: la controverse du compte courant

Raymond Van der Putten

Ces dernières années, l'Allemagne a affiché d'importants excédents courants, bien au-dessus du niveau considéré comme conforme aux fondamentaux économiques. Ils pourraient être attribués à une forte hausse de l'épargne des administrations publiques et des entreprises. De nombreux observateurs considèrent l'excédent du compte courant allemand comme une menace pour l'économie de la zone euro et incitent les autorités allemandes à le réduire, en augmentant les salaires et en investissant dans les infrastructures. Ces demandes ont été largement ignorées. En s'appuyant sur des simulations économétriques, les autorités allemandes avancent que ces mesures seraient préjudiciables à l'économie allemande et sans grande incidence sur le reste de la zone euro. Ils souhaitent plus de réformes structurelles au sein de l'Union européenne, notamment une plus grande ouverture du marché des services.

Au cours de la décennie passée, la balance des paiements allemande a affiché d'importants excédents courants. Depuis 2011, l'excédent est supérieur à 6 % du PIB, le seuil au-dessus duquel il est qualifié d'excédent par l'Union européenne.

Les déséquilibres des comptes courants ne sont pas, en tant que tels, problématiques. S'agissant de l'Allemagne, ils sont en partie liés à l'accumulation de l'épargne par une population vieillissante investie à l'étranger dans des économies plus jeunes et dynamiques.

Cependant, ils peuvent également être dus à des distorsions des taux de change. Selon les estimations du FMI, l'excédent courant allemand corrigé des variations conjoncturelles s'est élevé à 8,25 % en 2017, soit 3,25 – 6,25 % au-dessus de l'intervalle considéré comme conforme aux fondamentaux économiques¹. Selon le Fonds, le taux de change effectif réel est sous-évalué de 10-20 %.

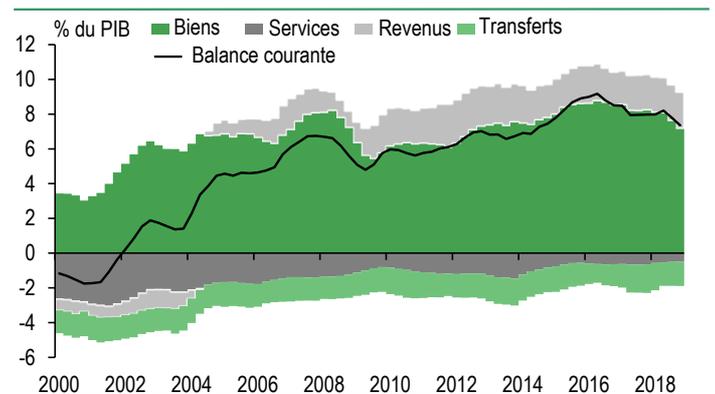
Lors de la création de la zone euro, beaucoup estimaient que les balances nationales des comptes courants ne joueraient aucun rôle. Cependant, la crise de la dette souveraine a révélé que les déséquilibres des balances des paiements nationales avaient bel et bien un impact important sur les marchés financiers européens fragmentés.

Au cours des dernières années, l'Allemagne a été vivement critiquée pour l'importance de son excédent courant. Les institutions internationales, les partenaires commerciaux et les économistes ont fait valoir le risque que cela présentait pour la stabilité macroéconomique et lui ont demandé d'utiliser sa marge de manœuvre budgétaire pour stimuler la demande intérieure.

Ces demandes sont en grande partie restées lettre morte. Les autorités allemandes soutiennent que l'excédent courant est principalement dû à des facteurs structurels, tels que le vieillissement de la population, et à certains facteurs temporaires comme la faiblesse relative des prix de l'énergie et d'autres matières premières. De plus, un programme de relance budgétaire n'aurait qu'une faible incidence sur l'équilibre des balances des paiements des autres pays de l'UE et du reste du monde.

Le gouvernement allemand a récemment lancé un programme d'investissement, mais de faible envergure. Il cadre bien avec les recommandations de la Commission européenne visant à réduire les excédents courants. Néanmoins, selon cette dernière, ce programme n'aura qu'un impact limité sur l'excédent allemand. Dans les prévisions économiques d'automne de la Commission, l'excédent courant reculerait, à 7 % environ du PIB en 2020.

Compte courant de l'Allemagne



Graphique 1

Source : Datastream

Les raisons de l'excédent courant allemand

Depuis la création de la République fédérale d'Allemagne (RFA) en 1949, le compte courant a été la plupart du temps excédentaire (graphique 1). Jusqu'à la réunification en 1990, l'Allemagne de l'Ouest n'a, en effet, connu que deux importants épisodes de déficit courant, en 1965 et en 1980. La situation a radicalement changé avec la réunification en 1990. L'important programme de relance budgétaire pour la reconstruction des nouveaux Länder, et la perte de compétitivité par les prix due à l'accroissement des charges patronales, se sont traduits par un déficit courant qui a perduré une décennie.

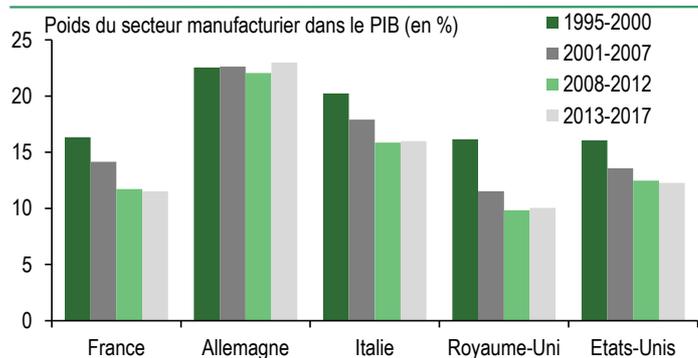
¹ FMI, 2018, Germany 2018 Article IV Consultation, rapport n°18/208



Depuis le milieu des années 2000, l'économie s'est remarquablement redressée (à l'exception d'une brève interruption pendant la Grande récession), portée par les exportations et la vigueur du secteur manufacturier. Le processus de prise de décision par consensus entre le patronat et les syndicats n'y est pas non plus étranger. Cela a en effet permis aux entreprises allemandes de mieux s'adapter aux nouveaux défis, tels que l'entrée dans le marché commun de pays voisins à faibles coûts, comme la Pologne, la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie, ou encore l'émergence de la Chine comme pays exportateur majeur. Les entreprises se sont de plus en plus retirées des accords salariaux de branche et ont opté pour des pactes d'entreprise, plus adaptés à leur situation.

Les réformes Hartz du marché du travail, mises en œuvre entre 2003 et 2005, ont renforcé la politique de modération salariale visant à préserver l'emploi. Entre 2000 et 2010, les coûts unitaires de main-d'œuvre par heure travaillée dans le secteur manufacturier ont baissé de 10 % en Allemagne par rapport à la France et à l'Italie, et même de 22 % par rapport à l'Espagne. L'industrie manufacturière allemande a ainsi regagné en compétitivité et est parvenue à maintenir son poids dans l'économie, alors que dans d'autres grandes économies elle a connu une chute sévère, en particulier après la Grande récession (graphique 2).

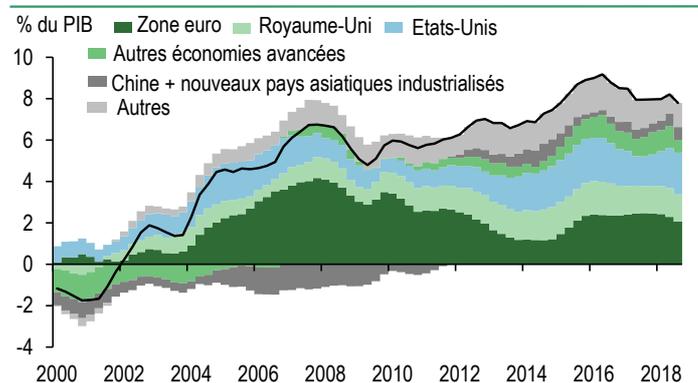
Allemagne : le secteur manufacturier maintient sa position



Graphique 2

Source : OCDE

Répartition géographique du compte courant de l'Allemagne



Graphique 3

Source : Deutsche Bundesbank

La composition géographique du compte courant montre que, entre 2004 et 2010, le principal facteur à l'origine de la progression de l'excédent allemand était lié aux autres pays de la zone euro (graphique 3). Depuis la crise de la dette souveraine en Europe, les pays d'Europe du Sud ont été contraints de réduire leurs dépenses et l'excédent de l'Allemagne vis-à-vis du reste de la zone euro a diminué. En revanche, en partie en raison de la dépréciation de l'euro, l'excédent a augmenté par rapport aux Etats-Unis. En 2017, l'euro a perdu 17 % de sa valeur face au dollar, par rapport à 2013. De plus, le fléchissement des prix du pétrole et celui des autres matières premières ont renforcé la balance des paiements allemande après 2013.

Compte courant, compte de capital et compte financier

Les transactions d'un pays avec le reste du monde apparaissent dans la balance des paiements. Ces transactions sont classées dans le **compte courant**, le **compte de capital** et le **compte financier**.

Le compte courant enregistre principalement des flux d'échanges de biens et de services et des flux de revenus, tandis que le compte financier note les flux d'investissement.

Le compte de capital, pour la plupart des pays le plus petit des trois, couvre les transferts de capital et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits comme des ressources naturelles, les spectres de fréquence radio, le *Goodwill* et les actifs liés aux activités en matière de commercialisation. A l'exception d'erreurs et d'omissions dans les données, la somme des trois comptes doit être égale à zéro.

Encadré 1

Un pays d'épargnants

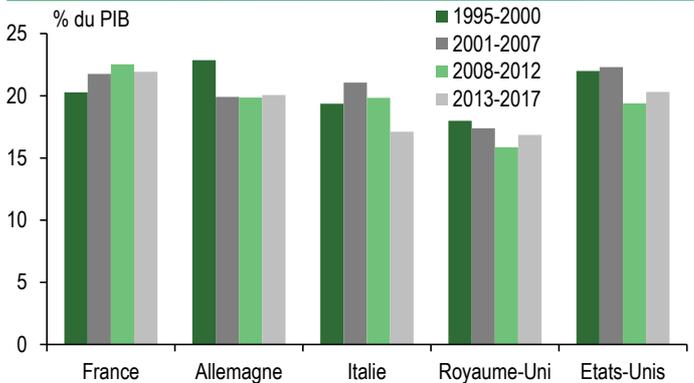
La position des comptes courants reflète la différence entre l'épargne intérieure et l'investissement. Cela soulève la question suivante : l'augmentation de l'excédent allemand depuis 2000 est-elle due à la faiblesse des investissements, à la hausse de l'épargne ou à un mélange des deux ?

Selon une opinion très répandue, l'augmentation rapide de l'excédent courant allemand est imputable à la faiblesse des investissements publics et privés. Cependant, cela ne semble pas être corroboré par les données. Même si le taux d'investissement de l'Allemagne est relativement bas par rapport aux autres grandes économies, il est resté remarquablement stable depuis 2001 (graphique 4). En revanche, dans d'autres grandes économies, comme l'Italie et les Etats-Unis, il a fortement baissé.

Si les dépenses d'investissement n'ont pas baissé depuis 2001, l'épargne doit avoir augmenté. Or, c'est bien le cas. Entre 2001 et 2017, le taux d'épargne brute de l'ensemble de l'économie allemande a augmenté de 7 points (graphique 5).



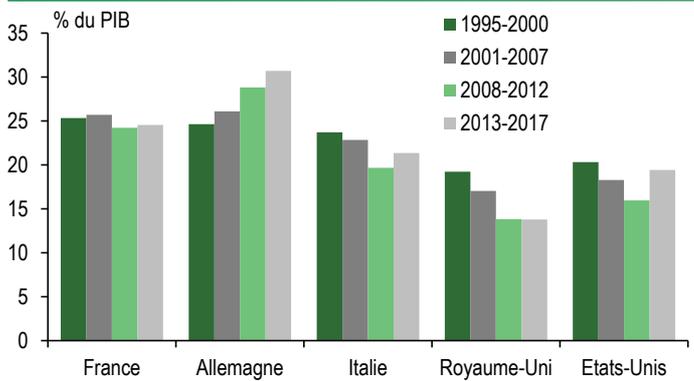
Taux d'investissement dans certaines grandes économies



Graphique 4 Source : OCDE

Lorsqu'on examine le taux d'épargne par secteur, on voit que si les ménages présentent le taux le plus élevé, les principales contributions à la hausse du taux d'épargne global proviennent des administrations publiques (4,2 points) et des entreprises (2,4 points). Dans les autres grandes économies, en revanche, le taux d'épargne nationale a reculé depuis le début des années 2000.

Taux d'épargne nationale brute des économies importantes



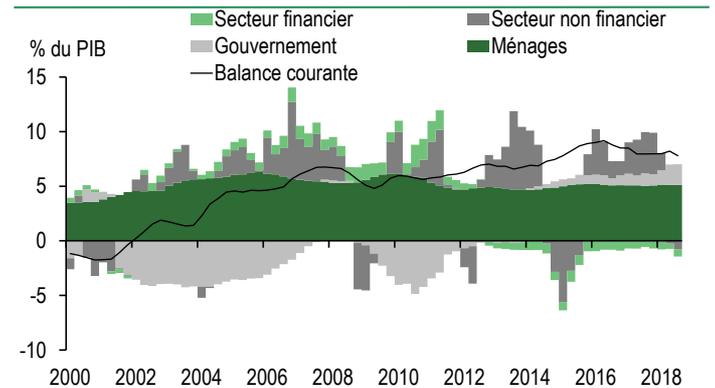
Graphique 5 Source : OCDE

Les statistiques des comptes financiers (graphique 6) illustrent parfaitement ces évolutions. Sauf erreurs et omissions, la balance du compte des transactions courantes et du compte de capital est égale au total net du compte financier (cf. encadré 1). Si ce dernier chiffre est positif (négatif), le pays affiche une position créditrice (débitrice) vis-à-vis du reste du monde.

Les statistiques des comptes financiers montrent que l'accroissement de l'excédent du compte courant (en % du PIB) a pour principale contrepartie l'augmentation de l'excédent du solde financier du secteur des administrations publiques, de -3,1 % en 2001 à 1,2 % en 2017. Cette augmentation était en partie due aux préoccupations grandissantes entourant les engagements financiers futurs liés au vieillissement de la population, comme la hausse des dépenses de santé et des coûts des retraites. Pour maîtriser les dépenses budgétaires, l'Allemagne a inscrit dans la constitution un nouveau

dispositif de frein à l'endettement (*Schuldenbremse*), qui limite le déficit structurel de l'Etat fédéral à 0,35 % à peine du PIB et interdit, à partir de 2020, les déficits structurels des *Länder* sauf en cas de catastrophe naturelle ou de récession sévère. Ce dispositif est conforme aux exigences budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance européen.

Comptes financiers des différents secteurs



Graphique 6 Source : Deutsche Bundesbank

Le gouvernement a également annoncé que les régimes de retraite publics seront désormais moins généreux. Pour compenser cette baisse, l'Etat a introduit un régime de retraite privé subventionné, le régime Riester. Cette mesure n'a pas entraîné de hausse notable de l'épargne globale des ménages. Ces derniers ont probablement transféré leur épargne vers les régimes subventionnés. L'excédent financier du secteur des ménages s'est ainsi établi à 5 % en 2017, seulement 0,5 point de pourcentage de plus qu'en 2001.

Autre facteur : le solde du secteur des sociétés non financières, qui s'est amélioré. Proche de zéro en 2001, il est passé à 1,5 % du PIB en 2017. L'accroissement de l'excédent est en contradiction avec les résultats des enquêtes sur l'investissement selon lesquelles les entreprises expriment de plus en plus leur volonté d'investir. Cependant, face à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée en Allemagne, les entreprises se tournent de plus en plus vers l'Europe centrale et orientale (Pologne, République tchèque, Hongrie et Slovaquie). Elle est devenue la destination favorite des investissements en raison de sa main-d'œuvre bien formée, de salaires relativement bas et de sa proximité avec l'Allemagne. Ce facteur a joué un rôle important dans le renforcement de la position extérieure nette d'Allemagne. En général, ces investissements ont été plutôt rentables (cf. encadré 2).

Les déséquilibres des comptes courants: un sujet de préoccupation

L'excédent d'un pays implique un déficit dans un autre pays (cf. encadré 3). Dans le cas d'Allemagne, les excédents courants importants du commerce bilatéraux a provoqué la colère de certains partenaires commerciaux. Pourtant, lors de la création de la zone euro, la question des déséquilibres des comptes courants ne suscitait pas un grand intérêt.

Elle a été totalement ignorée dans le Traité de Maastricht de 1992, qui a fixé les conditions d'adhésion à la monnaie unique. Cela n'a rien de surprenant. Beaucoup s'interrogeaient sur la pertinence de la balance courante dans une union monétaire. Ainsi, nul ne connaît la taille de celle du Texas ou de l'Ecosse. Ces données ne sont pas collectées. De plus, on estimait alors que l'accroissement des déficits courants dans les pays périphériques de la zone euro ne posait pas de problème et qu'il s'inscrivait dans le cadre du processus de rattrapage.

Malheureusement, la zone euro ne fonctionne pas comme une union monétaire optimale, au sens de la définition donnée par Mundell en 1961 (cf. encadré 4). C'est ce qui ressort très clairement de la crise de la dette souveraine de 2010 en Europe qui s'est soldée par une fragmentation significative des marchés obligataires nationaux. Par ailleurs, même si les taux de conversion sont irrévocables, les marchés financiers n'ont jamais complètement ignoré le risque d'éclatement.

Avant la crise financière, en particulier, pour certains économistes les déséquilibres des comptes courants n'étaient pas très inquiétants, dans la mesure où ils découlaient de transactions entre « *adultes consentants* »². A condition que le déficit du secteur public ne soit pas excessif, la balance courante est le résultat de transactions entre ménages et entreprises, qui optimisent leur bien-être dans une vision tournée vers l'avenir. Cette opinion a été défendue par le britannique Nigel Lawson, ancien chancelier de l'Echiquier, lors de la réunion annuelle du FMI et de la Banque mondiale en 1988 ; c'est ce que l'on a ensuite appelé la « doctrine Lawson ». Lord Lawson a reformulé son point de vue en 2010³, indiquant que les déséquilibres des comptes courants étaient le résultat de flux de capitaux mondiaux dans la recherche d'opportunités d'investissement. Il les considère comme une « *réalité économique dans une économie mondiale globalisée plutôt qu'un effet dangereux auquel il faut remédier* ».

La Grande récession, puis la crise de la dette souveraine en Europe ont radicalement modifié la perception du rôle de la balance courante, en particulier dans une union monétaire.

Après tout, il est nécessaire de financer un déficit courant même dans une union monétaire. Il est vrai que la création de la zone euro a contribué au développement et à l'approfondissement des marchés financiers. Cela a permis d'abaisser les coûts d'emprunt pour les entreprises avant la crise, en particulier en Europe du Sud, et provoqué des déficits courants importants. Cependant, en raison d'une fragmentation du marché, il est devenu de plus en plus difficile pour les pays d'Europe de Sud d'attirer les capitaux étrangers pendant la crise de la dette souveraine. Pour sauvegarder la stabilité financière, des fonds publics ont été mobilisés pour compenser le tarissement des fonds privés.

De plus, surtout en période de crise, la frontière entre dette publique et dette privée s'efface. Ainsi, lors de la Grande récession, et sous l'effet des nationalisations, la dette du secteur privé a souvent fini entre les mains du secteur public.

² Cf., par exemple, Obstfeld, 2012, *Does the current account still matter ?* Document de travail NBER 17877.

³ Lord Lawson, 2010, *Five Myths and a Menace*, discours inaugural en l'honneur d'Adam Smith, Pembroke College, Cambridge, Royaume-Uni.

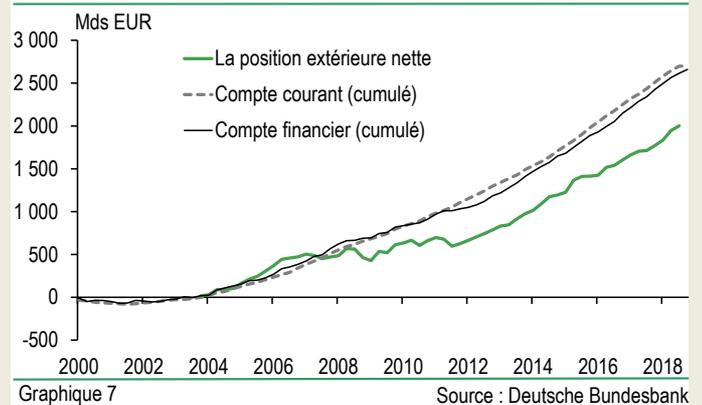
Les actifs allemands à l'étranger : un « mauvais investissement » ?

Pour certains, les investisseurs allemands auraient mieux fait d'investir dans leur pays*. La comparaison entre la position extérieure nette de l'Allemagne et les soldes cumulés des comptes courants fait ressortir des pertes importantes au titre des investissements nets à l'étranger depuis 2007 environ. Ces pertes s'élèvent à EUR 700 milliard, soit 25 % des soldes cumulés des comptes courants. Si ces montants avaient été investis dans l'économie nationale, ils auraient permis de stimuler la croissance intérieure, de générer des hausses de salaires et d'accroître les recettes fiscales perçues par l'Etat.

Il serait néanmoins surprenant que les investisseurs allemands, collectivement, aient pu commettre des erreurs aussi coûteuses. La Bundesbank s'est penchée sur ces différences et a abouti à une conclusion diamétralement opposée**. Dans une large mesure, ces écarts sont dus à des différences statistiques et méthodologiques entre les comptes de flux de la balance des paiements et l'état des stocks, utilisés dans le calcul de la position extérieure nette, et aux hausses de prix des engagements extérieurs de l'Allemagne.

Selon les conclusions des auteurs, entre 2004 et 2013, le rendement des revenus des capitaux transfrontaliers, hors effets de valorisation, atteint 2,8 % pour les avoirs extérieurs allemands contre 2,1 % à peine pour les avoirs des non-résidents sur le marché allemand. Les investissements directs allemands à l'étranger ont généré un rendement total de 7,2 %, contre 4,9 % à peine pour les entreprises étrangères au titre des investissements directs en Allemagne.

L'écart croissant entre les actifs étrangers nets et le compte courant



*DIW, 2013, *Germany must invest more in its future*, DIW Economic Bulletin, 8/2013.

** Deutsche Bundesbank, Monthly Report, mai 2014, pages 48-50

Encadré 2



Une étude de 2013 de la Bundesbank montre que l'ajustement des déficits des comptes courants se heurte à de lourds obstacles dans des pays membres d'une union monétaire⁴. C'est ce qui ressort en particulier de la comparaison avec un régime de change flottant, au sein duquel les déséquilibres des comptes courants s'ajustent par le biais des variations de change. Mais l'ajustement est également plus lent que dans un régime de change fixe. Dans un tel régime, la banque centrale nationale vend des devises étrangères ou relève ses taux directeurs. Ces politiques conduisent à une contraction de la demande de crédit, réduisant ainsi, en dernier lieu, la demande de biens et de services.

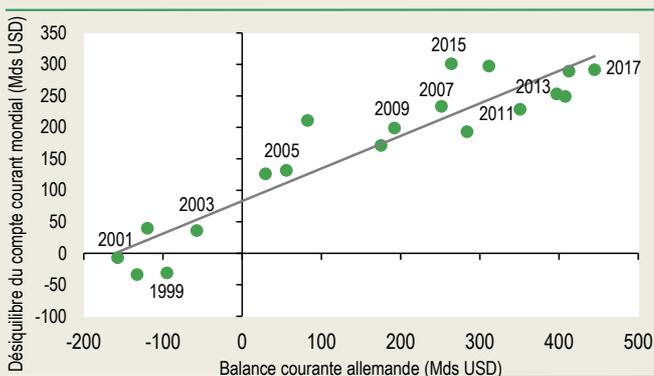
L'écart du compte courant et l'excédent allemand

En total, le compte courant mondial devrait être égal à zéro. En réalité, il est positif et l'écart, tel qu'on le désigne, augmente. En 2017, il s'élevait à USD 440 mds. L'écart peut être attribué à des problèmes de mesure statistique.

Daniel Gros a fait remarquer que l'écart du compte courant est étroitement corrélé ($R^2=0,86$) avec l'excédent courant allemand*. En fait, une augmentation d'un point de l'excédent courant allemand entraîne une hausse d'environ 50 % de l'écart global.

Selon son analyse, une part significative de l'écart du compte courant global actuel pourrait être due à une erreur de mesure des chiffres allemands. Même s'il est quelque peu risqué de tirer des conclusions définitives d'une simple corrélation, cela montre la nécessité de faire preuve de prudence dans l'interprétation des données relatives à la balance commerciale ou à la balance courante. Au sein de l'UE et, en particulier, dans la zone euro, les transactions internationales ne peuvent plus être mesurées avec précision.

Le compte courant allemand et l'écart au niveau mondial



Graphique 8

Source : FMI

*Daniel Gros, 2017, *Is Germany's current account surplus bad for the world economy?* Lettre à la rédaction de The Economist, publiée le 27 juillet 2017.

Encadré 3

Au sein de l'Union économique et monétaire (UEM), le processus d'ajustement est freiné car, par définition, il n'existe pas d'ajustement du taux de change. La politique opère par la politique monétaire unique au moyen de taux d'intérêt à court terme harmonisés et de mesures de fourniture de liquidités par le Système européen de banques centrales (Eurosystème). Rien ne garantit que la politique monétaire menée au niveau de l'UEM serait adéquate à la situation d'un pays avec un excédent du compte courant colossal et des goulets d'étranglement sur le marché de travail. En conséquence, l'ajustement devrait venir des prix et des salaires, qui ont tendance à évoluer lentement. D'ailleurs, plus la partie du commerce intra zone-euro est grande, plus lent sera l'ajustement.

« La question est de savoir si les caractéristiques de l'union monétaire sont susceptibles de faciliter les corrections nécessaires et de limiter les répercussions sur d'autres pays de l'UEM ou si elles ont simplement pour effet d'aggraver les déséquilibres existants et de retarder les réformes structurelles nécessaires » concluent les auteurs de l'étude de la Bundesbank.

Cinq ans plus tard, nous avons plus de recul sur la question. Nous avons en effet pu observer un lent ajustement des pays déficitaires du sud de l'Europe. Ils affichent tous à présent des excédents courants. Le prix à payer a néanmoins été élevé. Ce n'est qu'en Espagne et au Portugal, que le PIB dépasse le pic antérieur à la crise. En Grèce, en revanche, le PIB reste à un niveau inférieur d'environ 25 % au plus haut atteint avant la crise. De plus, les taux de chômage en Italie, en Espagne et en Grèce sont toujours supérieurs à 10 %. Enfin, tous ces pays sont confrontés à une dette publique considérable. En Grèce, elle se situe toujours autour de 170 % du PIB. L'on peut, dès lors, se demander s'il s'agit là d'une situation optimale. D'après une enquête récente sur l'excédent courant de l'Allemagne, menée auprès d'économistes basés en Europe, plus des deux tiers sont d'accord avec la proposition selon laquelle l'excédent des comptes courants allemands constitue une menace pour l'économie de la zone euro.

Certains estiment même que l'excédent courant allemand nuit à l'économie mondiale. Selon Ben Bernanke, ancien président de la Réserve fédérale américaine, il contribue à un excès d'épargne mondiale⁵. Paul Krugman, lauréat du prix Nobel, voit dans les excédents budgétaires allemands une version internationale du paradoxe de l'épargne⁶.

Comment l'action publique doit-elle s'adapter?

L'un des points faibles de l'UEM ou, par extension, de tout régime de change fixe, réside dans le fait que les pays débiteurs doivent s'adapter tandis que les pays créditeurs ne sont nullement poussés à réduire leurs excédents. John M. Keynes avait déjà, à son époque, perçu le danger lié aux tendances déflationnistes dans un régime de changes

⁴ Sabine Herrmann and Axel Jochem, 2013, *Current account adjustment in EU countries : Does euro-area membership make a difference?* Document de travail 40/2013, Deutsche Bundesbank.

⁵ Ben Bernanke, 2015, *Germany's trade surplus is a problem*, Ben Bernanke's Blog, The Brookings Institution, 3 avril 2015.

⁶ Paul Krugman, 2013, *The Harm Germany Does*, New York Times, 1^{er} novembre.



fixes lors des négociations de Bretton Woods⁷. Il considérait que la volonté de thésauriser était bien plus forte que celle d'investir en raison du risque que cela représentait. L'investissement coïncide, en effet, avec des poussées d'optimisme, les fameux « esprits animaux ». Un pays qui accuse un déficit perd des réserves de change et doit abaisser ses prix intérieurs. En revanche, un pays qui affiche un excédent peut accumuler des liquidités sans limites. Le projet d'Union de compensation, proposé par Keynes en 1941, interdisant aux pays excédentaires de thésauriser leur excédent ou de le prêter à des taux dissuasifs, était destiné à remédier à cette asymétrie entre pays créanciers et débiteurs. Ces fonds devaient être mis à la disposition des pays débiteurs dans le cadre d'un mécanisme de banque de compensation internationale. Mais le plan de Keynes s'est heurté au veto des Etats-Unis, qui refusèrent de voir leurs excédents « *durement gagnés* » automatiquement mis à la disposition de pays débiteurs « *dépensiers* »⁸. Il est probable que l'Allemagne en fasse autant. Cependant, comme Martin Wolf l'a justement fait remarquer « *la zone euro est vouée à l'échec si elle ne sert que les intérêts des pays créditeurs* »⁹.

Pour le moment, seule la pression par les pairs peut amener les pays créditeurs à accroître leurs dépenses. Récemment, le FMI, l'OCDE et la BCE ont demandé à l'Allemagne de recourir à sa marge budgétaire disponible¹⁰. L'Union européenne est dotée d'un processus officiel de surveillance des pays présentant des déséquilibres de la balance des paiements. Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), la Commission européenne a pointé du doigt l'important excédent courant allemand¹¹. Elle recommande à l'Allemagne de renforcer les investissements privés et publics, d'améliorer l'efficacité de la fiscalité des entreprises et de la rendre plus favorable à l'investissement. Elle l'incite aussi à créer les conditions propices à une plus forte croissance des salaires et à réduire les mesures qui dissuadent de travailler davantage, comme c'est notamment le cas pour les bas salaires, le deuxième apporteur de revenus du ménage. En cas de non-respect des recommandations de la Commission, le pays s'expose à des sanctions, notamment des amendes.

Les résultats de la procédure PDM sont contrastés. Selon Brueghel, un *think-tank* européen, l'Allemagne présente l'un des taux les plus bas de mise en œuvre des recommandations spécifiques par pays¹². Cela n'a rien d'étonnant dans la mesure où ces recommandations ne jouent aucun rôle dans la politique allemande. L'accord de coalition, conclu au

début de 2018, comprend un programme d'investissement dans les infrastructures numériques en particulier, sans faire référence à la procédure PDM. De surcroît, le gouvernement reste pleinement engagé à poursuivre la consolidation des finances publiques et à maintenir un excédent budgétaire.

Une zone monétaire non optimale

En tant qu'union monétaire entre Etats souverains, la zone euro a conservé certaines caractéristiques d'un système de changes fixes.

Pour illustrer la différence entre une zone monétaire constituée de régions et une autre de plusieurs pays Robert Mundell s'appuie, en 1961, sur l'exemple suivant.

Supposons deux zones monétaires, l'une entre les régions A et B, et l'autre entre les pays A et B. Les gouvernements nationaux mènent une politique de plein emploi. Que se passe-t-il lorsque, pour une raison quelconque, l'équilibre initial est rompu du fait du déplacement de la demande pour les produits du pays/ de la région B vers les produits du pays A/de la région A ?

Pour parvenir à un nouvel équilibre, il faut modifier les termes de l'échange. Les produits du pays/de la région B doivent devenir relativement meilleur marché que ceux du pays A/de la région B. Dans les deux cas, les autorités monétaires peuvent essayer de recourir à des mesures inflationnistes en abaissant les taux d'intérêt.

Dans une union monétaire entre deux pays, le pays A peut durcir ses politiques macroéconomiques en introduisant, par exemple, des conditions restrictives sur le crédit pour éviter une hausse des prix. Dans ce cas, la charge de l'ajustement incombe entièrement au pays B. La politique de restriction des prix du pays A entraîne une tendance récessionniste dans le monde entier. Il est alors d'autant plus difficile pour le pays B de revenir à une situation de plein emploi.

Dans le cas d'une union monétaire entre régions, les autorités monétaires peuvent accroître la masse monétaire, ce qui aura pour effet de générer de l'inflation dans la région A et de modifier les termes de l'échange par rapport à la région B. Il s'ensuivra un rétablissement du plein emploi dans la région B.

Comparant un système de changes fixes et une zone à monnaie unique, Mundell résume la situation comme suit : « *dans une zone monétaire comportant différents pays (...), le rythme des créations d'emplois dans les pays déficitaires est déterminé par la volonté des pays excédentaires d'adopter des mesures inflationnistes. Mais dans une zone monétaire comportant de nombreuses régions et une monnaie unique, le rythme de l'inflation est déterminé par la volonté des autorités centrales de laisser le chômage augmenter dans les régions déficitaires.* »*

* Mundell, R. A. (1961). *A theory of optimum currency areas*. The American economic review, 51(4), 657-665.

Encadré 4

⁷ Robert Skidelsky, 2010, *Keynes, A very short introduction*, Oxford University Press

⁸ Le système de Bretton Woods n'a pas présenté les aspects déflationnistes que Keynes prévoyait, et ce, en raison de la prodigalité des Etats-Unis qui ont inondé le monde de dollars. Cela a finalement conduit à l'effondrement du système entre 1971 et 1973.

⁹ Martin Wolf, 2016, *Germany is the eurozone's biggest problem*, Financial Times, 10 mai 2016.

¹⁰ Par exemple, sur le blog du FMI du 17 janvier 2018, Christine Lagarde, directrice générale du FMI a appelé l'Allemagne à augmenter les salaires, à investir dans les infrastructures et à réduire ses importants excédents commerciaux.

¹¹ La Commission européenne utilise à titre d'indicateur la moyenne sur trois ans de la balance courante en pourcentage du PIB, avec des seuils indicatifs de +6 % et -4 %.

¹² Konstantinos Efstathiou and Guntram B. Wolff, 2018, *Is the European Semester effective and useful?* Policy Contribution Issue n°09, juin 2018, Brueghel.



Peter Bofinger, dont la voix est souvent dissonante au sein du Conseil allemand des experts économiques, attribue la réticence de l'Allemagne à adopter des mesures de relance de l'économie à l'influence persistante du paradigme macroéconomique développé par Walter Eucken¹³. Walter Eucken (1891-1950) est considéré comme le père de l'ordolibéralisme. Il était hostile à la gestion de la demande, craignant que cela ne conduise à un socialisme d'Etat. Il a mené ses travaux sous l'Allemagne nazie, qui avait mis en œuvre les idées keynésiennes, avant même la publication de la « Théorie générale ».

Michael Burda (Université Humboldt de Berlin) ne partage pas l'opinion selon laquelle les économistes allemands seraient opposés aux politiques de gestion de la demande développées par Keynes¹⁴. Celles-ci sont, en effet, enseignées dans tous les cours de macroéconomie des universités allemandes. D'après lui, le rejet de la politique de gestion de la demande est dicté par l'intérêt national. L'Allemagne, économie bien plus ouverte que d'autres pays européens, bénéficierait moins d'une telle politique.

C'est ce que pense également Jens Weidmann, le président de la Bundesbank¹⁵. D'après des simulations, une hausse de salaire supplémentaire de 2 points de pourcentage en Allemagne serait quasiment sans effet sur les pays périphériques de la zone euro. Seule l'Irlande pourrait légèrement en bénéficier. En revanche, l'économie allemande en pâtirait. L'emploi finirait par chuter de 1 % et la production, de 0,75 %. Une hausse des dépenses publiques, financée par le crédit, stimulerait encore moins l'activité et les exportations dans les pays périphériques. La part des importations dans la demande publique allemande est, en effet, d'à peine 9 %, contre 21 % pour la demande privée et 41,5 % pour les exportations allemandes.

Pour les autorités allemandes, la solution réside dans des réformes axées sur l'offre. Les réformes douloureuses du marché du travail ou « réformes Hartz », adoptées entre 2003 et 2005, ont jeté les bases du redressement économique de l'Allemagne une dizaine d'années plus tard. C'est pourquoi les Allemands s'accommodent mal de solutions de court terme, comme la relance budgétaire, et préfèrent les réformes structurelles¹⁶.

J. Weidmann plaide, en particulier, en faveur de réformes structurelles dans le secteur des services en Allemagne et dans le reste de l'Union européenne afin de renforcer le potentiel de croissance en Europe.

Dans une étude commandée par le Centre de politiques européennes, Copenhagen Economics estime que l'UE pourrait augmenter son PIB d'au moins 4 % sur le long terme (entre 2010 et 2020) moyennant la création d'un marché unique numérique¹⁷. Cela renforcerait le potentiel de croissance de l'Allemagne, mais plus encore celui des pays européens spécialisés dans les services (numériques). Une plus grande ouverture du marché allemand des services aux prestataires étrangers devrait réduire l'excédent courant d'Allemagne en creusant le déficit de la balance des services.

Compte tenu des politiques actuelles, il est probable que l'excédent courant allemand diminuera dans les années à venir grâce à l'accroissement des dépenses publiques et à des accords collectifs plus généreux en termes de salaires. La suppression des rigidités dans le secteur des services pourrait également y contribuer. Quoi qu'il en soit, pour des raisons liées à la démographie, les comptes courants allemands vont probablement rester nettement positifs.

Achévé de rédiger le 27 février 2019
raymond.vanderputten@bnpparibas.com

¹³ Peter Bofinger, 2016, *Macroéconomie allemande : l'ombre portée de Walter Eucken*, VOXEU, 7 juin 2016.

¹⁴ Michael Burda, 2016, *Dispelling three myths on economics in Germany*, VOXEU, 23 septembre 2015.

¹⁵ Jens Weidmann, 2014, *External imbalances in the euro area*, discours prononcé lors de la conférence « International Business Cycle », Institut de Kiel pour l'économie mondiale, 17 mars 2014.

¹⁶ L'Allemagne est également attentive à la notion d'aléa moral. Ces positions sont le résultat de sa propre expérience au sein d'une structure fédérale. Les Länder allemands sont, en effet, tenus conjointement et solidairement responsables de leurs dettes respectives. Résultat, les plus petits Etats ont laissé leur dette s'envoler.

¹⁷ Copenhagen Economics (2010), *Impact économique d'un marché unique numérique européen*.



Angola: des pas en avant

Sara Confalonieri

La première année du mandat du président Joao Lourenço a été marquée par une inflexion assez positive des politiques économiques, compte tenu de sa volonté d'assainir les pratiques politiques et de l'ampleur des réformes économiques entreprises. La fin de l'arrimage du kwanza au dollar a permis d'alléger certaines tensions sur le marché des changes, même si elles restent importantes. L'accord de financement récemment signé avec le FMI contribuera à mettre en œuvre les réformes structurelles. Celles-ci visent à diversifier l'économie en encourageant le développement du secteur privé. Toutefois, les perspectives économiques globales à court terme restent liées à l'évolution des prix internationaux du pétrole en raison de l'absence de diversification de l'économie angolaise. De plus, les difficultés persistantes du système bancaire continuent de peser sur le secteur privé. Aussi la reprise devrait-elle être, au mieux, très progressive compte tenu de la persistance des déséquilibres macroéconomiques.

Malgré l'inflexion positive de la politique économique mise en œuvre par le nouveau gouvernement et la remontée des prix du pétrole, le pays reste confronté à plusieurs défis. Le secteur pétrolier se dégrade, la liquidité en devises est exposée à de fortes tensions, le pouvoir d'achat des ménages s'amenuise et le système bancaire est en butte à de sérieuses difficultés. Le *spread* souverain en devises reste plus élevé que dans l'ensemble des marchés émergents, de sorte que le coût des emprunts sur les marchés de capitaux internationaux reste relativement onéreux. L'aide financière du FMI, après environ deux ans de coopération, est une mesure particulièrement bienvenue et de nature à rassurer les agents économiques. La politique économique du gouvernement angolais a manifestement changé mais le redressement prendra du temps.

Mise en œuvre de réformes économiques

Depuis sa prise de fonction en septembre 2017, le président Joao Lourenço a lancé d'importantes réformes destinées à améliorer la transparence du secteur financier et la rentabilité des entreprises publiques, à libéraliser le régime de change, mais aussi à améliorer le climat des affaires et la perception de ce dernier par les investisseurs internationaux. L'année qui a suivi son arrivée au pouvoir, le gouvernement a envoyé des signaux positifs de changement politique en centrant son programme sur la lutte contre la corruption et les réformes en faveur de l'économie de marché.

En avril 2018, le parti au pouvoir, le Mouvement populaire de libération de l'Angola (MPLA), a convoqué un congrès extraordinaire en septembre 2018 ; une transition politique s'est alors opérée à la tête du parti (dernier vestige de l'hégémonie Dos Santos) au profit du nouveau président, qui a ainsi acquis une autorité incontestée auprès de l'élite politique et du milieu des affaires angolais.

Après avoir remplacé plusieurs postes clés dans les domaines politique et économique afin de tourner la page de l'époque Dos Santos, le gouvernement a entrepris plusieurs réformes en vue d'attirer de nouveaux investissements et d'accélérer le potentiel de croissance.

La plupart de ces réformes ont porté sur le soutien au développement du secteur privé. Après la simplification des procédures administratives visant à attirer les investissements directs étrangers (délivrance de visas et de permis de séjour), des progrès ont également été réalisés dans l'accès à l'électricité, la promotion de la concurrence et la lutte contre les monopoles. Une nouvelle loi sur l'investissement étranger a été approuvée. Elle supprime l'obligation d'investir au minimum de USD 230 000 et de s'associer à un partenaire local détenant au moins 35 % du capital. De plus, l'AIPEX (Agence pour les investissements privés et les exportations) a été créée pour régir les relations entre le gouvernement et les investisseurs. Par ailleurs, une liste de 74 entreprises publiques¹ à privatiser a été établie.

Le gouvernement semble également agir en faveur d'une légère amélioration de la transparence et de la réduction de la corruption². Une unité anti-corruption a été créée en mars 2018 et plusieurs hauts responsables de l'ancienne administration ont été démis de leurs fonctions et poursuivis. Si les poursuites pour fraude et l'arrestation finale du fils de l'ancien président montrent que la famille Dos Santos a nettement perdu de son influence en 2018, l'arrestation de quelques personnalités de haut rang ne suffira pas à remédier à la corruption endémique qui sévit au sein des institutions angolaises.

Cependant, selon le classement « *Doing Business* » 2019 de la Banque mondiale, l'Angola n'a progressé que de deux places (de la 175^e place à la 173^e sur 190 pays). Cette avancée est principalement due à certaines améliorations en matière d'accès à l'électricité, d'enregistrement de la propriété et d'exécution des procédures douanières. De même, l'Indice de gouvernance fait ressortir un léger mieux en matière de participation et de responsabilisation citoyenne, d'efficacité des pouvoirs publics, de stabilité politique et de lutte contre la corruption. Malgré cela, l'opacité reste la règle dans le milieu des affaires angolais.

¹ Parmi les entreprises qui feraient l'objet d'une privatisation (partielle ou totale) figurent les ports du pays, la compagnie aérienne nationale (TAAG), la Banque du Commerce et de l'Industrie (BCI) et la compagnie d'assurance Ensa.

² Comme le montre le classement plutôt bas de l'Angola (à la 167^e place sur 180 pays) dans l'Indice de perception de la corruption de Transparency International.



La nouvelle politique de change a permis d'améliorer la liquidité en devises. Après l'abandon de l'arrimage au dollar en janvier 2018, le kwanza (AOA) a été progressivement déprécié de manière contrôlée par la banque centrale par le biais d'enchères. Depuis octobre 2018, le volume des devises étrangères a augmenté et la banque centrale a ainsi cessé la vente directe de devises, désormais réalisées au travers de banques commerciales autorisées. Par ailleurs, un texte de loi visant à faciliter le rapatriement de fonds détenus à l'étranger et à réduire la pénurie de devises a été approuvé.

Enfin, le secteur des hydrocarbures a également fait l'objet d'une importante réforme. Une nouvelle législation, ayant pour objet de définir des règles claires et transparentes concernant le développement de réserves gazières et d'introduire des baisses d'impôts pour les champs pétroliers marginaux (ceux dont les réserves sont plus faibles ou présentant des défis techniques spécifiques), a été votée. De plus, le président Lourenço a créé la nouvelle Agence nationale du pétrole et du gaz qui sera chargée des attributions de concessions pétrolières et de

la gestion des accords de partage de la production, dont Sonangol avait auparavant la responsabilité.

Une relation nouvelle avec le FMI

Les relations entre l'Angola et le FMI sont depuis toujours tendues, le Fonds reprochant à Luanda ses pratiques de gestion peu transparentes. Ce n'est qu'en 2009, lors du dernier krach pétrolier, que l'Angola a obtenu pour la première fois auprès du FMI un accord de confirmation, d'un montant de USD 1,4 md, destiné à l'aider à régler ses problèmes de liquidités.

En 2018, les autorités angolaises ont de nouveau coopéré avec le FMI pour lequel la transition politique actuelle constitue une véritable rupture dans l'histoire récente du pays, compte tenu des réformes ambitieuses qui ont été lancées pour remédier aux déséquilibres macroéconomiques et structurels du pays.

Angola : Aperçu du programme de réformes (2017-2022)

2017-2018 Programme de stabilisation macroéconomique (lancé par les autorités)	2018-2021 Mécanisme élargi de crédit (FMI)		2022 Plan de développement national (lancé par les autorités)
<ul style="list-style-type: none"> - Assainissement préalable des finances publiques pour juguler la croissance de la dette. - Flexibilisation accrue du régime de change. - Amélioration du profil de la dette publique grâce à des opérations de gestion des passifs. - Début d'apurement des arriérés de paiement intérieurs. - Révision de la législation sur la lutte contre le blanchiment de capitaux, la corruption et le financement du terrorisme (AML/CFT). 	<p style="text-align: center;">Politique budgétaire</p> <ul style="list-style-type: none"> - Accroissement des recettes fiscales hors secteur pétrolier, y compris par l'adoption de la TVA. - Rationalisation des dépenses, notamment par la réforme du système de subventions. - Amélioration de la gestion de la dette en encourageant le développement du marché primaire pour la dette intérieure. - Réduction des risques budgétaires moyennant la mise en œuvre d'une stratégie de cession, par Sonangol, de ses activités non stratégiques. - Renforcement de la gestion des finances publiques par l'introduction de contrôles internes et l'élimination des arriérés. 	<p style="text-align: center;">Politique monétaire et secteur bancaire</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mesures visant à remédier à la demande non satisfaite de devises et suppression de la liste prioritaire pour l'allocation de monnaies étrangères. - Renforcement de la gestion de la liquidité par la mise en œuvre d'un dispositif de ciblage de la monnaie centrale. - Mise en place d'un examen de la qualité des actifs pour huit banques d'importance systémique. - Présentation d'une nouvelle loi sur la lutte contre le blanchiment de capitaux, la corruption et le financement du terrorisme (AML/CFT). - Démarrage de la publication d'un programme mensuel de ventes aux enchères de devises. - Promulgation d'une loi sur les faillites. 	<ul style="list-style-type: none"> - Poursuite de l'assainissement budgétaire par l'accroissement de la part des recettes non pétrolières et la réduction des subventions aux entreprises publiques. - Abaissement du ratio de la dette publique à des niveaux offrant plus de sécurité à moyen terme. - Apurement des arriérés au plan national. - Augmentation de la part non pétrolière du PIB grâce au développement de l'agriculture et de l'industrie manufacturière - Amélioration du classement de l'Angola dans l'Indice « <i>Doing Business</i> ». - Adopter et commencer à introduire une stratégie de lutte contre la corruption.

Tableau 1

Source : FMI



Les autorités ont notamment créé un programme de stabilisation macroéconomique dont les principaux objectifs sont le renforcement de la viabilité des finances publiques et de la dette, la modernisation du cadre de politique monétaire et du régime de change, la réduction des vulnérabilités du secteur financier, la promotion de la croissance tirée par le secteur privé et la diversification économique grâce à l'amélioration de la gouvernance et du climat des affaires.

Par ailleurs, un Plan de développement national pour 2018–2022 doit remédier aux goulets d'étranglement structurels, promouvoir le développement humain, réformer le secteur public, et permettre la diversification économique et la croissance inclusive.

Pour soutenir la mise en œuvre de ces réformes, le gouvernement angolais a sollicité auprès du FMI un programme d'aides qui a été officiellement signé le 10 décembre 2018. L'accord, conclu dans le cadre d'un mécanisme élargi de crédit pour une durée de trois ans, porte sur un montant de USD 3,7 mds. Il autorise un décaissement immédiat de USD 990,7 millions, tandis que le solde sera décaissé sur le reste de la durée du mécanisme, sous réserve d'évaluations semestrielles. Ce mécanisme allégera les tensions qui pèsent sur la liquidité en devise à court terme et enverra un signal fort de stabilité de nature à rassurer les agents économiques.

Une économie en stagnation

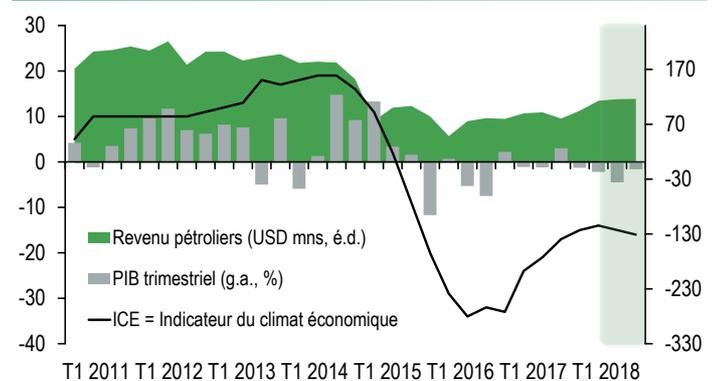
La forte baisse des prix du pétrole, après les records atteints entre 2011 et 2013, a mis à mal la croissance économique de l'Angola qui était de 4,5 % en moyenne entre 2011 et 2015. Le PIB réel a fortement ralenti, atteignant 0,9 % en 2015, puis le pays est entré en récession en 2016 (-2,6 %).

Malgré les progrès réalisés depuis l'arrivée du nouveau gouvernement Lourenço et le redressement des cours du brut lors des trois premiers trimestres de 2018, l'économie angolaise devrait connaître sa troisième année consécutive de récession. C'est ce que confirme le climat économique global mesuré par l'indicateur ICE qui se maintient à des niveaux négatifs. Selon les données récentes de l'institut national des statistiques, l'économie s'est contractée de 2,7 % en g.a. entre le 1^{er} et le 3^e trimestre 2018, enregistrant son troisième trimestre consécutif de récession. Cette contraction reste attribuée au repli des activités d'extraction et de raffinage, qui représentent 33 % du PIB, suivies du commerce et de la construction (près de 20 % du PIB).

Le secteur pétrolier (qui représentait 35 % du PIB en 2018) continue de subir les conséquences du gel de la plupart des projets d'exploration pétrolière (considérés comme trop coûteux) et des licenciements massifs destinés à abaisser les coûts d'exploitation. La production pétrolière n'a cessé de reculer depuis 2015, passant de 1,8 million de barils/jour à 1,49 million en décembre 2018, principalement en raison d'investissements insuffisants dans les champs *offshore*, dont la maintenance est assez coûteuse, alors que d'autres arrivaient à maturité et que la production commençait à diminuer.

Cette période de quasi-paralysie s'explique également par la détérioration des relations entre Sonangol, la société pétrolière publique, et les *majors* pétrolières.

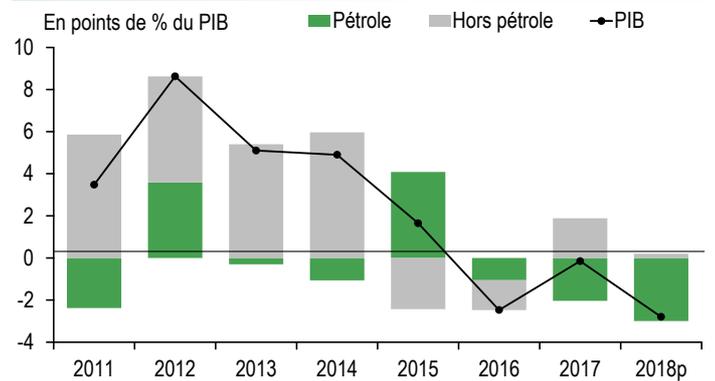
Troisième année consécutive de récession



Graphique 1

Sources : INE, AIE, Reuters, BNP Paribas

Des secteurs pétroliers et non pétroliers toujours déprimés



Graphique 2

Sources : INE, Focus Economics

La production totale devrait se redresser en 2019 avec la mise en production du nouveau champ pétrolier de Total (le Kaombo)³. Cependant, la montée en puissance de la production de ce champ pourrait prendre du temps et sa contribution ne devrait se traduire dans les chiffres que vers fin 2019. De plus, conformément à l'accord de l'OPEP sur les quotas conclu l'année dernière, la production pétrolière totale sera abaissée au premier semestre 2019, à raison de 47 000 barils par jour. Sous l'effet conjugué de ces deux facteurs, la production pétrolière moyenne estimée devrait rester quasiment inchangée en 2019.

Le secteur non pétrolier (65 % du PIB) pâtit, pour sa part, des restrictions pesant sur les importations (notamment de produits non prioritaires), d'une inflation galopante et de la fin de certaines subventions qui avaient permis de soutenir le pouvoir d'achat des

³ Situé à 260 km des côtes de Luanda, il s'agit du plus grand projet en eaux profondes d'Angola avec deux unités de production et de stockage et une production globale attendue d'environ 230 000 b/j. La première unité FPSO (unité flottante de production, stockage et déchargement) est entrée en production en août 2018 tandis que la deuxième unité FPSO devrait être opérationnelle avant l'été 2019.

ménages. Les entreprises restent confrontées à des pénuries de matières premières, au manque d'équipements et à des difficultés financières liées à la forte pression fiscale. De plus, la situation financière dégradée du système bancaire va continuer de peser sur le développement du secteur privé.

À l'instar de nombreuses économies subsahariennes, en Angola la consommation privée demeure le principal contributeur au PIB global (environ 53 % du PIB en 2018) tandis que la consommation publique et la formation brute de capital fixe ont été moins fortes et beaucoup plus volatiles. Cependant, la baisse des dépenses publiques, les niveaux d'inflation élevés et la faiblesse du système bancaire affectent de plus en plus le pouvoir d'achat, freinant ainsi la demande intérieure.

À terme, le soutien financier du FMI et ses conseils en matière de politiques publiques devraient permettre à l'économie angolaise de sortir de la récession en 2019. Plus précisément, nous prévoyons un retour de la croissance du PIB réel à des niveaux positifs en raison de la stabilisation de la production pétrolière et de la résilience du secteur hors hydrocarbures.

Quoi qu'il en soit, les perspectives demeurent très incertaines. Malgré la volonté des autorités de poursuivre la mise en œuvre des réformes structurelles, la corruption toujours à l'œuvre, la dépréciation de la monnaie et le dérapage de la dette publique constituent autant de risques à la baisse pour les perspectives. Même si les mesures visant à soutenir le climat des affaires récemment adoptées sont encourageantes, des actions de plus grande ampleur s'imposent pour s'attaquer à une forte bureaucratie, à la faiblesse du capital humain, à une régulation insuffisante, à des niveaux élevés de corruption et à l'éviction de l'investissement privé par le secteur public.

Amélioration budgétaire en 2018

Des progrès significatifs ont été réalisés en 2018 en matière de réduction du déficit budgétaire. La dépréciation du kwanza a accru la valeur des recettes pétrolières libellées en dollars (qui ont représenté environ la moitié des recettes budgétaires en 2018), ce qui, ajouté au redressement des cours du pétrole, a permis un net assainissement budgétaire. Le déficit a ainsi été ramené de -6,3 % du PIB en 2017 à 0,5 % à peine en 2018. Le gouvernement a affecté la majeure partie des recettes en kwanza, plus élevées que prévu, au remboursement de la dette domestique, principalement des bons du Trésor (dont l'encours a chuté de 50 % entre janvier et décembre) et à l'apurement des arriérés de paiement sur la dette domestique en 2018.

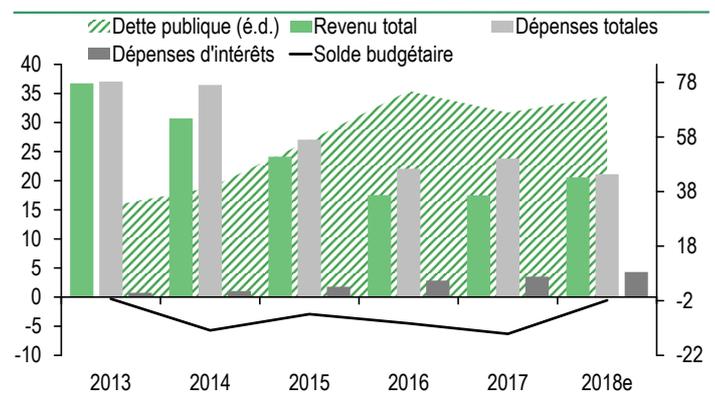
Selon le projet de budget 2019, le gouvernement prévoit un plan ambitieux destiné à générer un excédent de 1,4 % du PIB en 2019 sur la base d'un baril de pétrole à USD 68. Or, ces prévisions optimistes ont peu de chances de se réaliser en 2019 : le prix moyen attendu du pétrole sera bien inférieur à celui de 2018 (USD 62 par baril en moyenne contre USD 72 en 2018), tandis que la dépréciation de la monnaie locale sera bien moins forte. Devant des perspectives de prix mondiaux du pétrole moins favorables pour 2019, le gouvernement a décidé de réajuster ses dépenses en réduisant principalement le budget des provinces.

L'introduction de la TVA en juillet 2019 permettra d'améliorer les recettes budgétaires non pétrolières, mais l'incertitude demeure concernant le taux retenu, son application⁴ et le risque de nouveaux reports. De plus, la rationalisation des dépenses publiques est un exercice délicat, en particulier les mesures visant à contenir la progression des salaires dans le secteur public ou à réduire les prix des services publics. En conséquence, les comptes publics resteront déficitaires en 2019 et le déficit budgétaire devrait se détériorer encore légèrement (-1,5 % du PIB).

Le fardeau toujours très lourd de la dette

La dépréciation significative du kwanza lors de la transition vers un régime de change plus flexible a contribué à augmenter les paiements d'intérêts par le gouvernement, de 3,3 % du PIB en 2017 à 4,2 % en 2018 (équivalant, respectivement, à 19,2 % et 23,2 % des recettes). De plus, la dette publique totale est libellée en devises étrangères à hauteur de 80 % environ. Dans ces conditions, la dette publique devrait atteindre plus de 73 % du PIB en 2018, contre 67 % en 2017, principalement en raison de la forte dépréciation du kwanza survenue en 2018.

La consommation privée, principale composante en % du PIB



Graphique 3

Sources : FMI, BNP Paribas

Le lourd fardeau de la dette vient aggraver les difficultés de financement du gouvernement : le service de la dette extérieure totale absorbe actuellement 21 % des recettes d'exportation (contre 10,5 % à la fin de 2014). Par conséquent, un impact défavorable sur les recettes (comme une chute significative des prix du pétrole) pourrait sérieusement compromettre la capacité du gouvernement à assurer le service de la dette non garantie⁵ et à rembourser le FMI.

⁴ On sait seulement que la taxe sera appliquée aux 373 sociétés décrites comme les principales contributrices et ce, sur une période de deux ans, avant un déploiement à plus grande échelle.

⁵ Selon le FMI, les accords de prêt non garantis conclus entre l'Angola et plusieurs créanciers (Crédit Agricole, KfW, Commerzbank, UKEF, Afreximbank, ICBC – Chine et Eximbank, entre autres,) représentent environ USD 7 mds, soit 16 % de la dette extérieure totale en 2018



Selon une estimation du FMI, les besoins de financement bruts se sont élevés à 17,3 % du PIB en 2018, un montant conséquent et d'autant plus difficile à financer que les besoins d'amortissement de la dette domestique sont également élevés avec de faibles taux de reconduction des prêts (environ 50 % selon le FMI). L'Angola reste donc très dépendant du financement extérieur. Les prêts bilatéraux accordés par la Chine⁶ constituent, à ce jour, la source de financement privilégiée par le gouvernement. Après avoir épuisé ses réserves de trésorerie, l'Angola a émis, vers la mi-2018, des Eurobonds pour un montant de USD 3,5 mds, et a partiellement reconduit un emprunt obligataire domestique de USD 1,5 md en août. Par conséquent, pour combler l'écart résiduel de financement budgétaire, les autorités ont demandé le soutien budgétaire au FMI.

Le fonds souverain de l'Angola s'efforce, quant à lui, de reprendre le contrôle de ses actifs. Il continue, en engageant des actions en justice au plan international, de récupérer des actifs ayant fait l'objet de malversations. La nouvelle direction recherche un nouveau gestionnaire de fonds international ainsi qu'un cabinet de commissaires aux comptes pour les actifs dont elle a repris le contrôle. Par ailleurs, les autorités préparent un texte de loi visant à renforcer la gouvernance et la transparence du fonds et à établir des règles plus claires applicables aux dépôts et aux retraits. Les autorités se sont engagées à recapitaliser le fonds, mais uniquement lorsque le budget sera excédentaire et la dette publique inférieure à 60 % du PIB.

Financements budgétaires : besoins et sources 2018-2021

% du PIB	2018	2019	2020	2021
Besoins bruts de financement	17,3	13,5	13,2	11,6
Déficit total	0,5	0,8	0,8	0,6
Arriéré	1	2	0,6	0,4
Amortissement de la dette	15	11	11,9	10,4
Autre	0,8	-0,1	-0,1	0,2
Sources brutes de financement	17,3	13,5	13,2	11,6
Emission de dette	17	13,1	13,4	11,8
...interne	9,1	6,8	7,4	5,7
...externe	7,9	6,3	6	6,1
Autre	-0,1	0	-0,1	-0,1

Tableau 2

Sources : FMI, BNP Paribas

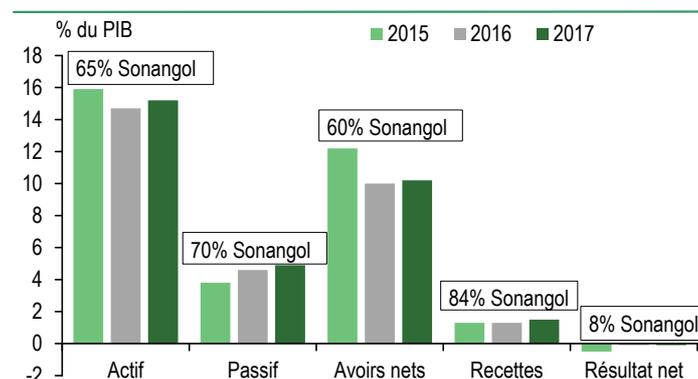
Mesures pour maîtriser les risques budgétaires liés aux entreprises publiques

Les passifs de près de 80 entreprises publiques non financières, déjà élevés, ont augmenté en 2017. Leur capacité à générer un revenu et, par conséquent, des dividendes pour le Trésor, semble limitée. La société Sonangol, opérant dans le secteur de l'énergie, est la plus importante d'entre elles ; elle a récemment réduit sa dette financière

⁶ L'Angola, qui a réussi à conserver de bonnes relations avec la Chine, a pu obtenir un nouveau prêt de USD 2 mds auprès de la Banque de Développement de Chine en octobre 2018.

après avoir reçu une injection de fonds de USD 10 mds (environ 10 % du PIB). Le gouvernement s'est engagé à améliorer la rentabilité des entreprises publiques en lançant un programme ambitieux de restructurations. Il doit démarrer en 2019 et s'étendre sur une période de deux ans. Ce programme prévoit la fermeture des sociétés en cessation de paiement et la privatisation, ou la restructuration de celles économiquement viables. De plus, la création d'un nouvel institut de supervision, relevant du ministère des Finances, devrait permettre de renforcer la gouvernance et le contrôle de ces sociétés du secteur public.

Résultats non financiers des entreprises publiques



Graphique 4

Sources : FMI, BNP Paribas

Contrôle de l'inflation versus stimulation de la croissance

La priorité officielle de la Banque nationale d'Angola (*Banco Nacional de Angola* ou BNA) reste d'assurer la stabilité des prix (avec une fourchette-cible d'inflation de 7-9 %), mais aussi d'alimenter le marché des changes. Compte tenu des rigidités structurelles de l'économie, de la faiblesse des canaux de transmission de la politique monétaire et de la forte dépendance du pays aux importations, la banque centrale entend procéder à une dépréciation contrôlée pour empêcher l'escalade des tensions inflationnistes.

Après avoir atteint un pic à 42 % en décembre 2016, suite au choc pétrolier, l'inflation a ralenti malgré la dépréciation prononcée du taux de change officiel. Il a fallu, pour ce faire, recourir à la fois à des mesures coercitives⁷ et au resserrement de la politique monétaire au moyen du taux de réserves obligatoires et du taux directeur.

Grâce à la réduction de l'écart entre les deux taux de change du kwanza⁸, l'inflation a continué à évoluer à la baisse sur une bonne partie de l'année 2018, atteignant 18,2 % en g.a. en décembre 2018, contre 26 % en décembre 2017 et 40 % en décembre 2016. Cette tendance désinflationniste a permis à la banque centrale d'engager un

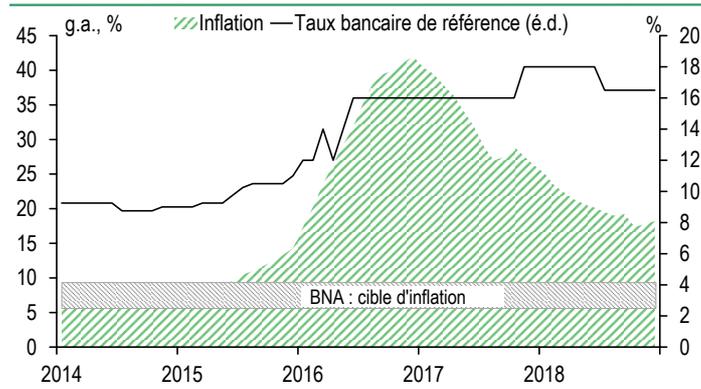
⁷ En 2017, le gouvernement a instauré des prix plafonds pour les produits de première nécessité ; il a centralisé les ventes de farine et a récemment approuvé un nouveau barème de tarifs douaniers.

⁸ Le marché parallèle était déjà la norme dans nombreuses transactions.



cycle d'assouplissement monétaire progressif en juillet 2018, en abaissant son taux directeur de 150 points de base à 16,50 %, et ce, pour la première fois depuis plus de deux ans. La banque centrale a de nouveau réduit le taux directeur de 75 points de base à 15,75 %, lors de sa dernière réunion, le 25 janvier 2019.

Le ciblage de l'inflation prendra du temps



Graphique 5

Sources : BNA, BNP Paribas

Compte tenu de l'introduction de la TVA et du redressement partiel des prix des matières premières, l'indice des prix à la consommation restera élevé à moyen terme et la fourchette-cible d'inflation fixée à 7-9 % sera difficile à atteindre, sauf réappréciation de la monnaie.

Amélioration de la balance courante grâce à la remontée des prix du brut

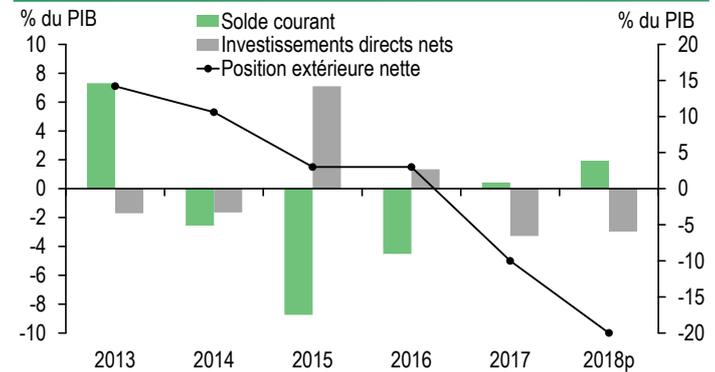
La balance des opérations courantes devrait afficher un excédent en 2018 (1,9 % du PIB). L'excédent commercial généré par le redressement des prix du pétrole a, en effet, été suffisant pour compenser les déficits des balances des services et des revenus. Mais, compte tenu de nos prévisions relatives aux prix du pétrole en 2019 (soit une moyenne d'USD 62 par baril contre USD 72 en 2017), le déficit des paiements courants devrait se détériorer, à -1,9 % du PIB.

L'Angola, qui est l'un des principaux bénéficiaires des investissements directs étrangers (IDE) en Afrique, a connu plusieurs années de désinvestissements nets (de 2010 à 2014) reflétant, dans une large mesure, l'impact de la crise financière des années 2008-2009 au cours desquelles les compagnies pétrolières se sont désengagées du marché angolais. En 2017, la plupart des compagnies pétrolières ont rapatrié une partie de leurs investissements à l'étranger entraînant des sorties nettes négatives d'IDE. De plus, les entrées de capitaux étrangers au titre des IDE sont restées limitées du fait du risque persistant de restrictions relatives au rapatriement des revenus de change des investisseurs étrangers. Les sorties d'IDE par des résidents sont en baisse en raison de l'impact de la chute des prix du pétrole sur les capacités d'investissement de Sonangol.

Sous l'effet conjugué de cette tendance, de la hausse des engagements extérieurs du secteur public et de la contraction des réserves de change, la position extérieure nette est désormais négative.

La dette extérieure de l'Angola ne comprend que les dettes extérieures de l'administration centrale, de Sonangol, société pétrolière publique, et de TAAG, compagnie aérienne publique, ainsi que les garanties publiques libellées en devises étrangères. En effet, nous ne disposons d'aucune information concernant la dette extérieure du secteur privé. La dette extérieure de l'Angola a atteint 45 % du PIB en 2018, suite à la contraction de ce dernier. Elle devrait demeurer élevée à moyen terme (environ 50 %). Elle reste vulnérable à une évolution défavorable de la balance courante et à de fortes dépréciations du taux de change (selon une évaluation du FMI, la dette extérieure devrait augmenter pour atteindre environ 70 % du PIB suite à la dépréciation de 30 % du taux de change réel effectif).

Réduction du déficit de la balance courante, mais détérioration de la position extérieure nette



Graphique 6

Sources : FMI, BNP Paribas

Réduction des pénuries de devises

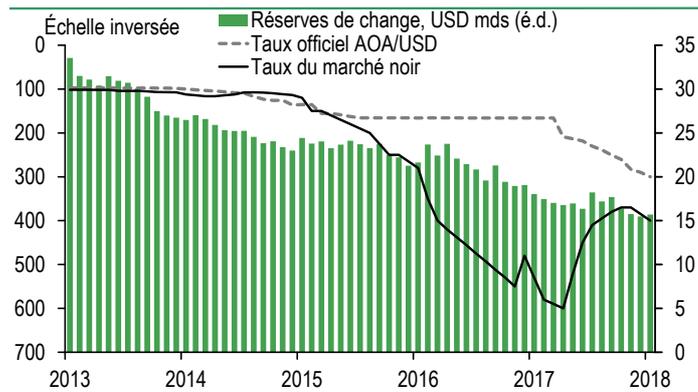
Après une sévère correction, le kwanza a commencé à se stabiliser au dernier trimestre 2018. En effet, suite à l'abandon de l'arrimage au dollar en janvier, le kwanza s'est déprécié de 46 % en g.a. entre la fin 2017 et la fin 2018. L'ancrage au dollar n'a pas été complètement remplacé par un libre flottement de la monnaie, le kwanza s'échangeant dans une bande de ±2 % par rapport au taux déterminé lors de l'enchère précédente.

Quoi qu'il en soit, la mise en flottement progressif du kwanza a entraîné une réduction de la pénurie de dollars et des contrôles de capitaux. Pour répondre à la demande de devises, accumulée sur la période 2014-2017, la banque centrale s'attache, depuis le troisième trimestre 2018, à accroître les ventes de monnaies étrangères et à organiser des enchères plus fréquentes (on en compte désormais trois hebdomadaires contre une auparavant). Pour accroître la disponibilité des devises, elle a également supprimé la liste prioritaire qui autorisait les exportateurs privés et les sociétés pétrolières internationales à en



fournir aux importateurs (contre remise des documents requis). Depuis fin septembre 2018, la banque centrale organise des enchères hebdomadaires avec les banques commerciales, qui déterminent la valeur du kwanza.

Malgré des améliorations, les pressions sur les réserves persistent



Graphique 7 Sources : IFMI, Kinguila, BNP Paribas

Malgré le redressement des cours du brut, les réserves de change de la banque centrale ont continué à baisser (elles devraient s'élever à USD 15,4 mds au T4 2018 contre USD 17,4 mds au T4 2017). Par conséquent, les contrôles des changes⁹ devraient, pour l'essentiel, être maintenus à moyen terme.

Nonobstant les efforts du gouvernement pour rapatrier les fonds détenus à l'étranger, la monnaie restera sous pression. L'écart entre le taux de change officiel et celui du marché parallèle reste important (150 % en décembre 2017 contre environ 20 % en novembre 2018).

De plus, la dépréciation sur le marché parallèle, entamée à la fin septembre 2018, indique que la demande nette en dollars est toujours forte. La monnaie reste donc soumise à des tensions en 2019 et une nouvelle dévaluation de 20 % est très probable.

Un secteur bancaire toujours souffrant

Avec un actif total de AOA 13 600 mds (USD 43,8 mds) en novembre 2018, le système bancaire angolais est le troisième par son importance en Afrique subsaharienne. En décembre 2017, les banques commerciales autorisées à effectuer des opérations en Angola étaient

⁹ Approuvée en 2012, la loi sur le contrôle des changes s'applique au commerce des biens et des services, et aux mouvements de capitaux issus de l'ensemble des processus liés au pétrole brut et au gaz naturel. Les opérations de change comprennent (i) l'achat et la vente de devises étrangères, (ii) l'ouverture de comptes bancaires en devises en Angola par des entités résidentes et non résidentes ainsi que les opérations effectuées sur ces comptes, (iii) l'ouverture de comptes bancaires en Kwanza en Angola par des entités non résidentes et les opérations effectuées sur ces comptes et (iv) le règlement de toutes les opérations liées aux échanges de biens et de services ainsi qu'aux mouvements de capitaux. De manière générale, ces règles imposées aux sociétés en amont du secteur pétrolier et gazier prévoient que (i) toutes les opérations de change soient réalisées par le biais de banques angolaises et (ii) que les comptes bancaires ouverts auprès de celle-ci présentent un crédit suffisant pour satisfaire aux obligations fiscales et couvrir l'achat de tous les biens et services auprès d'entreprises locales et étrangères.

au nombre de trente. Elles offrent des services bancaires de base, dont les dépôts, les prêts aux entreprises et aux particuliers et les services de change. Les six plus grandes banques¹⁰ contrôlaient environ 75 % des actifs du secteur, au 31 décembre 2017, les autres établissements bancaires de taille bien inférieure se partageant les 25% restant. Elles sont essentiellement détenues par des entreprises publiques, des sociétés mères portugaises et des investisseurs chinois.

Indicateurs de la solidité financière

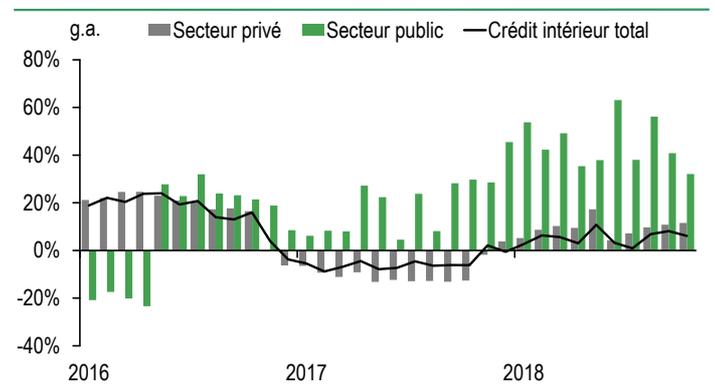
	2015	2016	2017	2018*
Ratio d'adéquation des fonds propres	19,8	19,2	18,9	21,5
Ratio des prêts non rentables	11,6	13,1	28,8	26,7
Rendement de l'actif (ROA)	1,7	2,2	2,1	3,0
Prêts / dépôts	59	51,6	49,3	53,5

(*) = novembre 2018

Tableau 3

Sources : BNA, FMI, Fitch, BNP Paribas

Une croissance de nouveau positive du crédit intérieur



Graphique 8

Sources : BNA, BNP Paribas

La croissance du secteur s'est essouffée au cours des quatre dernières années en raison du ralentissement économique dû à la baisse des prix du pétrole et à la chute de la production. Dans un tel contexte, la priorité donnée par la banque centrale à la stabilité des prix et à la gestion du taux de change a, jusqu'à présent, contraint l'activité des banques. En conséquence, le système bancaire global reste d'une taille relativement modeste, le crédit domestique représentant à peine 30 % du PIB en novembre 2018.

Dans un tel contexte, M. José Bassano a reconduit¹¹ au poste de gouverneur de la banque centrale pour restaurer la crédibilité du secteur financier.

¹⁰ Banco Angolano de Investimentos, Banco Económico, Banco de Fomento Angola, Banco BIC Angola et Banco de Poupança e Crédito

¹¹ Il était déjà gouverneur de la BNA entre 2010 et 2014.



Croissance modérée du crédit et amélioration des indicateurs de solidité financière

Selon le Banco Nacional de Angola, la croissance nominale du crédit s'établissait en moyenne à 15 % en g.a., en septembre 2018, contre -5 % en moyenne sur la même période de 2017. Mais plus de 30 % du total des prêts étant libellé en devises, la croissance globale du crédit a été soutenue dans une large mesure par la dépréciation du kwanza. La croissance nominale des prêts libellés en monnaies étrangères a ainsi accéléré. En l'absence de dépréciation du kwanza, les crédits libellés en devises auraient crû d'environ 2 % en g.a. à fin septembre 2018.

Le fléchissement de l'activité économique au cours des trois dernières années a entamé la solidité du secteur bancaire. Dans l'ensemble, le niveau du ratio de fonds propres reste satisfaisant (à 21,5 % en novembre 2018), le ratio crédits/dépôts est peu élevé (à 53,3 %) et les banques sont pour la plupart rentables (avec un rendement moyen des actifs de 3,0 %). Toutes les banques ont intégré une comptabilité aux normes IFRS qui implique, entre autres choses, des exigences de provisionnement plus strictes.

Au lendemain de l'effondrement des cours du pétrole, le ratio des créances douteuses a sensiblement augmenté, atteignant 29 % du total des prêts en décembre 2017 contre 10,6 % en moyenne entre 2013 et 2016. Ce ratio varie considérablement d'une banque à l'autre : les établissements bancaires publics ont été particulièrement affectés par l'effondrement des prix du pétrole de 2015/2016¹², tandis que d'autres établissements ont réussi à contenir la dégradation de leur bilan en constituant des dotations aux provisions et en limitant les prêts consentis.

Grâce à la remontée progressive des cours mondiaux du brut et aux rachats des créances douteuses par Recredit¹³, la qualité des actifs a commencé à s'améliorer en 2018 et le ratio des créances douteuses était de 26,7 % en novembre 2018. La qualité globale des actifs n'en reste pas moins médiocre et l'amélioration de la situation prendra du temps en raison d'un environnement opérationnel toujours difficile, lié à la baisse récente des prix du baril et à la réduction globale de la production. La mauvaise qualité des actifs accentue la pression sur la liquidité comme sur la capitalisation.

Le système bancaire se caractérise par un niveau élevé de liquidités en monnaie locale. L'encours des prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) reste modeste, les banques ayant un faible appétit pour le risque et des capacités limitées en matière de gestion du crédit. En revanche, suite aux restrictions financières et malgré la libéralisation

des changes qui a permis d'alléger certaines tensions sur la liquidité en devises, les conditions de liquidité en monnaies étrangères resteront difficiles en 2019.

Concernant la capitalisation, la banque centrale a, en février 2018, multiplié par trois les exigences minimales de fonds propres applicables aux banques commerciales (de AOA 2,5 mds à AOA 7,5 mds vers la fin 2018). En conséquence, le rapport entre les fonds propres et les actifs pondérés du risque a augmenté à 21,5 % en novembre 2018 contre 17,8 % en novembre 2017. Un tiers des vingt-neuf banques opérant actuellement en Angola devraient rencontrer des difficultés à respecter ces nouvelles exigences¹⁴. Il faut donc s'attendre à une nouvelle vague de fusions dans le secteur bancaire à moyen terme.

Des risques baissiers toujours importants

Pour autant, les risques à la baisse demeurent très élevés et pèsent sur la solidité financière du secteur bancaire angolais. Tout d'abord, en cas de baisse de la production pétrolière, la croissance du PIB réel se contractera et freinera l'expansion du crédit. Ensuite, une nouvelle dépréciation marquée de la monnaie ou un renchérissement des prix des denrées alimentaires suffirait à entraîner une accélération de l'inflation et un durcissement de la politique monétaire par la BNA. Malgré la faiblesse des mécanismes de transmission de la politique monétaire en Angola, entre le taux directeur et la croissance du crédit, les banques commerciales seront incitées à relever leurs taux d'intérêt et limiter ainsi la demande de crédit.

Malgré l'alignement progressif des exigences prudentielles sur les normes internationales, les manquements en termes de conformité avec la réglementation persistent dans le secteur bancaire, comme le montre l'absence de correspondance bancaire (*correspondent banking*) en dollars avec les banques internationales¹⁵. Le secteur bancaire a pâti de la perte de ces services, notamment la compensation en dollars et la vente de billets verts, les banques étrangères souhaitant éviter tout risque de non-conformité avec la réglementation sur le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Des mesures ont, néanmoins, été prises dans ce domaine. En 2016, le Groupe d'action financière (GAFI) a reconnu que l'Angola avait réalisé d'importants progrès en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et qu'il ne serait plus, dès lors, soumis le processus de surveillance. L'opacité demeure néanmoins une source de préoccupation (peu de données obtenues à temps) et la participation toujours forte de l'État dans le capital du secteur bancaire pose également des questions de gouvernance. Il ne faut donc pas

¹² L'établissement public, Banco de Poupança e Crédito (BPC), concentrait les quatre cinquièmes des créances douteuses du système bancaire. Selon des estimations, le plan de sauvetage de cette banque d'importance systémique a coûté à l'État 1,6 % du PIB, entre mars 2018 et janvier 2019. Le BPC a repris ses activités de prêt, mais il demeure faiblement capitalisé et dépendant de la BNA pour la liquidité.

¹³ Créée en 2016 par le gouvernement, avec une capitalisation boursière équivalant à USD 2 mds, Recredit est une société publique dont la priorité est de renégocier la dette avec les banques et les particuliers avec lesquels elle a conclu des accords de rachat de créances douteuses. Cependant, en dehors de cette société, les autorités n'ont guère les moyens d'intervenir en cas de faillite d'une institution de crédit.

¹⁴ Le 26 juin 2018, la banque centrale a suspendu le conseil d'administration de Banco Angolano de Negócios e Comércio (BANC) et nommé une équipe provisoire d'administrateurs en raison de l'incapacité de la banque à respecter les exigences de fonds propres. Le 2 janvier (2019), la banque centrale a annoncé qu'elle résiliait les licences de Banco, Mais et Banco Postal car elles ne satisfaisaient pas aux exigences légales requises pour poursuivre leur activité bancaire.

¹⁵ En 2015, les banques américaines ont mis fin à leurs relations bancaires avec leurs homologues angolaises, les empêchant d'avoir accès aux dollars, au motif de suspicion de contrôle par des intérêts politiques.



s'attendre, selon nous, à un rétablissement à court terme des services de correspondance bancaire en dollars.

De plus, le cadre juridique est inadapté à l'octroi de prêts garantis. En effet, il empêche la mise en œuvre des droits de propriété, ce qui constitue un frein pour les activités de financement des banques. De même, eu égard à des niveaux élevés de corruption, l'environnement opérationnel est à la fois imprévisible et coûteux.

Enfin, en dépit de certains progrès en matière de supervision du cadre réglementaire et à l'amélioration des indicateurs financiers, le risque de crédit systémique reste élevé à moyen terme pour le système bancaire angolais.

L'élection de Joao Laurenço a nourri beaucoup d'espoirs, notamment celui d'une transition politique qui mettra fin à l'important réseau clientéliste de l'époque Dos Santos et d'un changement de politique économique.

La signature d'un accord financier avec le FMI devrait permettre de diversifier les sources de financement international et rassurer définitivement les agents économiques. Mais l'équilibre entre la nécessité des réformes et l'acceptation sociale des mesures d'austérité est très fragile.

Les mesures prises en faveur du secteur privé, mises en œuvre en 2018 par le président Lourenço, visent à améliorer le climat des affaires et à attirer les investisseurs internationaux. Mais d'importantes lacunes subsistent (corruption, fragilités institutionnelles, faiblesse des ressources humaines et infrastructures toujours sous-développées) qui devraient freiner l'activité économique en général.

Le principal risque pour l'économie angolaise est qu'elle demeure dépendante du secteur des hydrocarbures, en termes de croissance du PIB, de recettes fiscales et de revenus en devises, rendant le pays vulnérable au risque de ralentissement des prix du pétrole et de baisse des niveaux de production. Dès lors, le redressement de la croissance serait progressif. Les investissements directs étrangers et de portefeuille resteront faibles, ce qui devrait obliger le pays à recourir au financement extérieur de la dette.

Achévé de rédiger le 26 février 2019
sara.confalonieri@bnpparibas.com



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION ECO NEWS
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change