

ECOEMERGING

2^e trimestre 2024

Mai 2024

“ LE DÉBAT SUR LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE AU SEIN DES PAYS ÉMERGENTS REFAIT SURFACE ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

3 **Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire**
 Le débat sur la souveraineté monétaire au sein des pays émergents refait surface, avec d'un côté le projet du président argentin Javier Milei de dollariser son économie, et de l'autre la tentation de plusieurs dirigeants de pays d'Afrique de l'Ouest d'abandonner le franc CFA. D'un point de vue strictement économique, la dollarisation est efficace pour éteindre les incendies inflationnistes. Mais, pour être soutenable dans la durée, elle impose des contraintes fortes sur la politique budgétaire et la nature des investissements étrangers.

CHINE

5 Offensive commerciale

INDE

7 Vers un troisième mandat

INDONÉSIE

9 Le nouveau président Prabowo hérite d'une économie solide

SINGAPOUR

11 Le nouveau Premier ministre gardera le cap

ROUMANIE

13 Déficits jumeaux persistants

TURQUIE

15 Des élections stabilisatrices

BRÉSIL

17 L'économie fait de la résistance

CHILI

19 Agenda politique chargé

ÉMIRATS ARABES UNIS

21 Quelle stratégie face au risque de transition ?

AFRIQUE DU SUD

23 Long chemin de croix

MAROC

25 Risques maîtrisés

SÉNÉGAL

27 Une année charnière



SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE : AU-DELÀ DU DISCOURS INCANTATOIRE

Le débat sur la souveraineté monétaire au sein des pays émergents refait surface, avec d'un côté le projet du président argentin Javier Milei de dollariser son économie, et de l'autre la tentation de plusieurs dirigeants de pays d'Afrique de l'Ouest d'abandonner le franc CFA. D'un point de vue strictement économique, la dollarisation est efficace pour éteindre les incendies inflationnistes. Mais, pour être soutenable dans la durée, elle impose des contraintes fortes sur la politique budgétaire et la nature des investissements étrangers. En revanche, l'abandon du franc CFA dans le but de recouvrer la flexibilité d'un régime de taux de change sans ancrage et une plus grande autonomie de la politique monétaire, est un argument soit fragile en théorie, soit peu convaincant en pratique, même à court terme.

LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE ET DE CHANGE : DEUX FACES D'UNE MÊME PIÈCE

Le débat sur la souveraineté monétaire refait surface, avec d'un côté le projet du président argentin Javier Milei de dollariser son économie, et de l'autre la tentation de plusieurs dirigeants de pays d'Afrique de l'Ouest d'abandonner le franc CFA, rattaché à l'euro. Certes, les motivations sont de nature très différente ; dans le cas de l'Argentine, elles sont purement économiques et circonstanciées, le remplacement pur et simple du peso par le dollar américain étant, selon J. Milei, le seul moyen de combattre radicalement et durablement une inflation hors de contrôle qui a atteint 288% sur un an en mars¹. Dans le second cas, la motivation est politique et relève du principe régalien selon lequel la monnaie est un attribut de l'État qui ne saurait être délégué à un autre pays. Dans le cas du franc CFA, la délégation prend la forme d'une parité fixe par rapport à l'euro et d'une garantie de convertibilité apportée par le Trésor français.

Sous l'angle économique, la souveraineté monétaire ne se limite pas à la délégation du taux de change. Elle suppose une liberté en matière de politique monétaire, c'est-à-dire le libre choix pour une banque centrale d'augmenter ou de baisser son taux d'intérêt directeur, ou bien d'augmenter ou de réduire son bilan (politique quantitative).

Malheureusement, le choix du régime de change contraint la politique monétaire ; un régime de change fixe oblige la banque centrale à intervenir pour éviter une déviation permanente de son taux directeur par rapport à celui de la banque centrale du pays de la devise d'ancrage ou à s'interdire une politique quantitative qui conduirait à une divergence durable des taux d'intérêt monétaires.

Le choix du régime de change peut contraindre également la politique budgétaire ; dans le cas d'un régime de caisse d'émission (*currency board*) et *a fortiori* d'une dollarisation, des comptes publics équilibrés sont une condition nécessaire pour assurer la crédibilité de la parité fixe².

Par le passé, le recours à la dollarisation ou à une caisse d'émission se sont avérés efficaces pour étouffer les flambées d'inflation dès les premières années de mise en place (Argentine en 1991, Bulgarie en 1997, Équateur en 2000). Toute la difficulté est, une fois l'inflation maîtrisée, de maintenir la discipline budgétaire et d'attirer les investissements extérieurs productifs pour crédibiliser la désinflation et assurer la croissance économique dans la durée. Aussi, bien que particulièrement brutale socialement, la stratégie de J. Milei (dont l'objectif est de dégager un excédent budgétaire primaire et de supprimer le contrôle

TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DE LA ZONE UEMOA



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ALI ZAFAR, UEMOA, BNP PARIBAS

des capitaux le plus rapidement possible) est cohérente avec le projet de dollarisation d'un point de vue économique³. Et même si la banque centrale (BCRA) a abaissé son taux directeur depuis la mi-décembre (de 133% à 70% actuellement), l'objectif des nouvelles autorités n'est pas d'espérer une relance de la croissance par le crédit. Elles cherchent simplement un moyen d'alléger, dans l'urgence, le coût croissant pour les finances publiques des opérations de stérilisation menées par la BCRA pour contenir l'effet inflationniste du financement monétaire du déficit budgétaire. La politique monétaire restera très fortement contrainte par l'évolution de l'inflation.

ABANDON DE L'ANCRAGE DU CHANGE : DES ARGUMENTS ÉCONOMIQUES PEU CONVAINCANTS DANS LE CAS DE LA ZONE FRANC

L'abandon de l'ancrage au franc CFA pose davantage de questions. Le premier et sempiternel argument est que les conditions d'une zone monétaire optimale (ZMO) ne seraient pas réunies. Or, le respect de l'ensemble de ces conditions est si restrictif que cet argument est d'une portée pratique très limitée⁴.

¹ En fait, l'inflation a violemment réaccélééré principalement en raison de la dévaluation du peso de 54% contre l'USD le 13/12/2023 (pour réduire la demande excédentaire de dollars et non pour rééquilibrer les comptes extérieurs) et la suppression des subventions. Mais la dérive inflationniste était bien ancrée avant cela

² Sauf dans le cas, assez rare, où le secteur privé dégage structurellement une capacité de financement ou, dans des cas plus communs, où le déficit courant est couvert par des investissements directs étrangers (IDE) ou par des sources de financement par endettement pour des projets générateurs d'un flux de recettes en devises suffisant pour stabiliser le déficit courant à un faible niveau. Mais, dans ces deux cas, le recours à une caisse d'émission n'a alors pas lieu d'être lors du choix du régime de change puisque, pour attirer des IDE ou des financements générateurs de recettes en devises, le pays récipiendaire doit présenter une stabilité macro-financière et donc un niveau modéré et stable d'inflation.

³ Nous ne discuterons pas ici de la faisabilité technique d'une dollarisation dans le cas argentin, qui est un sujet important mais n'est pas celui de cet éditorial.

⁴ La réussite qu'est le système européen de banques centrales (en tant que mécanisme de prévention permanent des crises de balance de paiements au travers du rôle d'amortisseur des comptes Target et/ou instrument ponctuel de démultiplication des ressources financières lors de chocs comme celui de la Covid) en est le contre-exemple magistral. Rappelons que la zone euro était critiquée sur la base du non-respect des conditions de ZMO considéré, à tort, comme à l'origine de la crise des dettes souveraines durant la première partie des années 2010.

En revanche, il y a deux arguments intéressants à discuter : la supposée surévaluation du franc CFA et le frein à la croissance de l'absence de flexibilité de la politique monétaire. Est-ce le cas ?

L'observation du taux de change réel des pays de l'UEOMA sur une longue période indique une appréciation de 10% par rapport à 1994 (année de la dévaluation), avec toutefois trois sous-périodes ; une appréciation tendancielle entre 1994 et 2009, puis une dépréciation tendancielle entre 2009 et 2018, et une stabilisation depuis. On ne peut donc pas parler de surévaluation patente, ni en niveau ni en dynamique. De plus, les réserves de change de la BCEAO n'ont pas atteint un niveau critique, comme ce fut le cas en 1993. Même si elles se sont érodées depuis 2021, elles sont toujours supérieures à leur limite statutaire de 20% des engagements extérieurs de la BCEAO, contre 18% fin 1993.

L'examen de la surévaluation peut être affiné à l'aide d'approches modélisées. En 2021, sur la base de ses deux principaux modèles d'évaluation des déséquilibres extérieurs⁵, le FMI estimait, selon la méthode, soit une légère surévaluation de 2,9% du franc CFA (1^{re} méthode), soit même une sous-évaluation de 5,6% (2^e méthode). Dans les deux cas, l'écart était faible et le FMI concluait que le taux de change réel était en ligne avec les fondamentaux de la zone. Ces conclusions sont toujours valables en 2023.

En utilisant une maquette d'équilibre général rudimentaire mais adaptée aux pays en développement⁶, un ancien économiste de la Banque mondiale et actuel conseiller économique auprès des Nations unies, Ali Zafar, indiquait, au contraire, dans un ouvrage récent sur la Zone franc⁷, une forte surévaluation du taux de change réel pour l'ensemble de la zone UEMOA, de 20%, avec une fourchette allant de 16% à 26% selon les pays. Cependant, comme le précise l'auteur, ce résultat dépend fortement de l'ampleur du choc introduit dans la maquette pour aboutir à une telle surévaluation. Plus précisément, en utilisant la maquette pour le Sénégal, il faut une détérioration des termes de l'échange (rapport entre les prix internationaux en dollars des produits exportés et ceux des produits importés) de l'ordre de 30% pour justifier une surévaluation de l'ordre de celle calculée par Ali Zafar⁸. De plus, encore faut-il que la dégradation des termes de l'échange perdure plusieurs années pour justifier une dévaluation en réponse à l'aggravation des équilibres fondamentaux (soldes budgétaires et extérieurs) et que cette dégradation des termes de l'échange ne corrige pas une amélioration exceptionnelle au cours des années précédentes. Or, dans le cas du Sénégal, au cours des deux dernières décennies, la seule forte dégradation de près de 20% en cumul de 2009 à 2013 faisait justement suite à une amélioration de 35% en cumul également de 2004 à 2008.

Le second argument (absence de flexibilité de la politique monétaire) apparaît encore moins fondé. En termes réels, la croissance du crédit au secteur privé de l'UEOMA n'a que très rarement été inférieure à 10% par an entre 2013 et 2019 (à comparer avec une croissance du PIB réel de 6% par an en moyenne). Elle a connu un ralentissement en 2020-2021, comme dans la plupart des pays, mais a réaccélééré à partir de 2022. Elle est restée soutenue en 2023, malgré le resserrement monétaire de la BCE.

ZONE UEMOA : CRÉDIT BANCAIRE DOMESTIQUE AU SECTEUR PRIVÉ DÉFLATÉ PAR L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 2 SOURCES : UEMOA, BNP PARIBAS

En résumé, les deux principaux arguments économiques qui militeraient pour une souveraineté monétaire des pays de la Zone franc (flexibilité du taux de change sans ancrage et flexibilité de la politique monétaire) sont soit fragiles en théorie (premier argument), soit peu convaincants en pratique (second argument).

Une évolution qui ferait sens économiquement serait l'abandon de la parité fixe par rapport au seul euro pour un ancrage à un panier de devises fortes mieux représentatives de la structure des échanges commerciaux extérieurs, évolution que défendent la plupart des économistes, dont Ali Zafar. En revanche, lâcher les amarres sans période probatoire de stabilité serait à notre avis très dangereux, puisque les dettes publiques et privées risqueraient de ne pas pouvoir être remboursées en cas de dévaluation. Aussi légitime soit-elle politiquement, la souveraineté monétaire et de change ne se décrète pas, elle s'acquiert.

François FAURE
francois.faure@bnpparibas.com

⁵ La première méthode repose sur une comparaison entre le solde courant corrigé de l'effet du cycle conjoncturel et des facteurs exceptionnels (exemple : importations de biens d'équipement nécessaires à un grand projet d'investissement) avec une valeur de référence (norme). Cette dernière est déterminée à partir : 1/ des coefficients d'une estimation économétrique sur 150 pays entre le solde courant et un ensemble de variables, de nature structurelle (solde budgétaire structurel, productivité, variables démographiques, environnement politique et institutionnel, etc.) 2/ des valeurs de ces variables pour le pays considéré. L'écart entre le solde courant corrigé et la norme, s'il y en a un, permet, à l'aide d'une élasticité standard du solde courant au taux de change réel, de déduire l'écart de taux de change réel (désalignement) qui permettrait de combler celui du solde courant. On en déduit, indirectement, la sur(sous)-évaluation du taux de change réel. L'autre méthode procède inversement : elle consiste à utiliser une relation économétrique dite d'équilibre de taux de change réel (sur la base de déterminants structurels également), d'en déduire directement le désalignement et indirectement le gap de solde courant.
⁶ S. Devarajan, S.S. Go, J.D. Lewis, S. Robinson & P.Sinko "Simple General Equilibrium modeling" dans Applied Methods for Trade Policy - Cambridge University Press - 1997.
⁷ Ali Zafar: "The CFA franc Zone - Economic Development & the post-Covid Recovery" - Palgrave McMillan - 2021.
⁸ Dans la maquette de Devarajan & alii, le taux de change est fixe, de sorte qu'en situation de dégradation des termes de l'échange, une baisse des prix domestiques (et donc une dépréciation réelle du change) est nécessaire pour laisser stable la balance commerciale grâce à la substitution entre les produits domestiques et ceux importés concurrents, d'une part, et le transfert de production des produits domestiques vers les produits exportés, d'autre part. La conclusion qui en découle, selon laquelle une dévaluation (réelle) serait un remède à une détérioration des termes de l'échange, n'est cependant valable que si l'élasticité de substitution entre produits importés et produits domestiques est inférieure à 1, ce qui est a priori le cas pour les pays émergents et en développement. Autrement dit, l'effet revenu négatif de la dégradation des termes de l'échange (perte de pouvoir d'achat) l'emporte sur l'effet de substitution et entraîne une contraction des importations. Conjointement, la hausse du prix relatif des prix des produits exportés par rapport au prix des produits domestiques entraîne une hausse des exportations en raison du transfert de la production de produits domestiques vers celle de produits exportés (moyennant une élasticité de transfert inférieure à 1 dans le cas de pays émergents et en développement).

CHINE

OFFENSIVE COMMERCIALE

Au premier trimestre 2024, l'économie chinoise a affiché une croissance plus solide qu'attendu et largement tirée par le secteur manufacturier exportateur. Dans un contexte d'atonie de la demande intérieure et de rivalités stratégiques, notamment avec les États-Unis, Pékin développe encore davantage sa politique industrielle pour soutenir la croissance économique et renforcer la « sécurité nationale ». La priorité est donnée aux secteurs de haute technologie et de la transition énergétique. Très largement soutenus par les pouvoirs publics, ces secteurs montent en gamme, augmentent leurs capacités de production, baissent les prix de vente et gagnent des parts de marché à l'exportation. La déferlante de produits de technologie verte devrait amener à de nouvelles confrontations commerciales dans les prochains mois.

PRIORITÉ AUX « NOUVELLES FORCES PRODUCTIVES »

Lors de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire qui s'est tenue au début du mois de mars, les autorités chinoises ont fixé les principaux objectifs de leur stratégie économique pour 2024. En particulier, pour soutenir l'offre et atteindre la cible de croissance relativement ambitieuse « d'environ 5% » pour cette année, la priorité est donnée aux « nouvelles forces productives » que sont les industries de nouvelle technologie – allant de l'intelligence artificielle aux secteurs de la transition énergétique (énergies renouvelables, véhicules électriques, batteries au lithium).

La politique industrielle chinoise continue donc de mettre l'accent sur la production et l'innovation dans toute la chaîne de valeur des secteurs manufacturiers ciblés. Elle vise à soutenir une montée en gamme continue afin de renforcer les gains de productivité et faire de la Chine une grande puissance technologique mondiale. Ces priorités ne sont pas nouvelles (elles sont inscrites dans le programme « Made in China 2025 » publié en 2015), mais les autorités chinoises ont accru leur niveau d'ambition au cours des quatre dernières années en réponse à un environnement économique national difficile et un contexte externe marqué par de fortes rivalités commerciales et stratégiques, notamment avec les États-Unis. La politique industrielle doit en particulier participer aux objectifs de « sécurité nationale » de la Chine et de réduction de sa dépendance vis-à-vis des matériaux importés et des technologies étrangères.

FAIBLESSE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

Concernant la politique de la demande, les autorités ont confirmé début mars l'orientation suivie depuis plusieurs mois, qui est à la fois accommodante et prudente. Les investissements publics dans les infrastructures augmentent mais, dans le même temps, des efforts sont attendus pour rationaliser les dépenses des collectivités locales et restructurer la dette contractée par leurs véhicules de financement. Par ailleurs, de nouvelles mesures budgétaires et monétaires sont envisagées pour stimuler la demande intérieure et stabiliser le secteur immobilier, mais l'importance donnée à la relance de la consommation des ménages reste en réalité limitée.

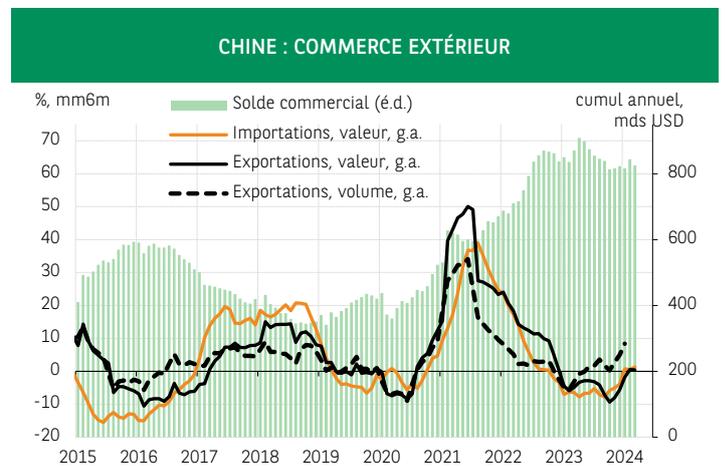
À court terme, cette politique économique risque d'amplifier les divergences de performances entre secteurs et le déséquilibre entre l'offre et la demande intérieure, apparus depuis déjà plusieurs mois.

D'un côté, la demande intérieure et l'activité dans les services manquent de vigueur, toujours freinées par la crise du secteur immobilier, les incertitudes réglementaires, et la frilosité des consommateurs et des investisseurs privés. Cette morosité a persisté au T1 2024. L'investissement dans l'immobilier et les ventes de logements ont continué de se contracter fortement. Le redressement des ventes au

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	8,4	3,0	5,2	5,2	4,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,9	2,0	0,2	-0,1	1,2
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,1	-2,8	-3,9	-3,8	-3,5
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	46,8	50,6	56,1	59,5	62,0
Solde courant, % du PIB	2,0	2,5	1,4	1,4	1,1
Dette externe, % du PIB	15,4	13,7	13,8	13,0	12,4
Réserves de change, mds USD	3 250	3 128	3 238	3 260	3 210
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	11,9	12,4	11,9	11,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ADMINISTRATION GÉNÉRALE DES DOUANES, CPB, BNP PARIBAS

détail semble s'être essoufflé et la croissance dans les services a ralenti (+5,5% en glissement annuel au T1 2024, après +8,5% au T4 2023 et +8,1% sur l'ensemble de 2023) – et ceci ne s'explique que partiellement par les effets de base défavorables liés au rebond du T1 2023. Cette perte de vitesse a contribué à une légère remontée du taux de chômage, de 5% au T4 2023 à 5,2% au T1 2024. Également reflet de la faiblesse de la demande intérieure et du déséquilibre entre offre et demande, l'inflation des prix à la consommation a été, en moyenne, légèrement négative au S2 2023 (-0,2% en g.a.) et nulle au T1 2024, et l'inflation sous-jacente est restée faible (+0,7% en moyenne sur les neuf derniers mois).

L'absence de tensions inflationnistes s'explique toutefois aussi par la baisse continue des prix alimentaires depuis la mi-2023 (-3,1% en g.a. en moyenne).

NOUVELLE MONTÉE EN PUISSANCE DE LA MACHINE EXPORTATRICE

D'un autre côté, la production et les capacités de production industrielles continuent de se renforcer, en particulier – mais pas seulement – dans les secteurs de haute technologie et de technologie verte. Ceux-ci sont largement soutenus par les pouvoirs publics à travers un vaste ensemble de subventions, avantages fiscaux, prêts à taux concessionnels et autres mesures de financement¹.

La croissance de l'investissement manufacturier s'est redressée depuis l'été 2023, les capacités de production ont continué d'augmenter, et le rebond post-Covid de la production industrielle a progressivement accéléré (+6,1% en g.a. au T1 2024 contre +6% au T4 2023 et +4,6% sur l'ensemble de 2023) – avec une amélioration observée dans de nombreux secteurs. Parallèlement, les surcapacités de production se sont accrues, comme le suggère la récente baisse des taux d'utilisation des capacités de production, en moyenne dans l'ensemble du secteur manufacturier (à 75,3% en 2023 et 73,8% au T1 2024, contre un peu plus de 77% dans les années 2017-2019), et plus particulièrement dans le secteur automobile (74,5% en 2023 et 64,9% au T1 2024, contre près de 80% avant-Covid).

Le soutien des pouvoirs publics et la hausse des capacités de production industrielle ont conduit les entreprises chinoises à baisser leurs prix de vente de façon agressive, pour accroître leurs volumes d'exportation et renforcer leurs parts de marché.

De fait, les exportations de marchandises de la Chine se sont redressées depuis novembre, aidées par une amélioration du cycle électronique et de la demande mondiale et par des gains de part de marché. Mesurées en dollars courants, les exportations ont ré-augmenté légèrement au T1 2024 en rythme annuel (+1,5%), après avoir enregistré une baisse de -1,2% au T4 2023 (et de -5% sur l'ensemble de 2023). Les exportations totales s'élevaient à près de USD3400 mds sur la période avril 2023-mars 2024 (contre USD 2500 mds en 2019), alimentant un excédent commercial de USD 826 mds sur les douze derniers mois – soit près du double de l'excédent dégagé en 2019 (graphique 1).

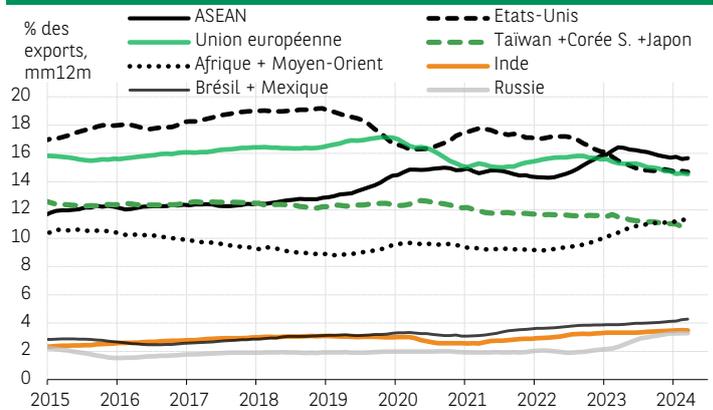
Si les exportations en valeur ont marqué le pas en mars après deux mois de rebond, les volumes de ventes ont continué d'augmenter à un rythme soutenu. Selon les données disponibles du CPB, les volumes d'exportations chinoises ont progressé de +15% en g.a. en janvier 2024, après +8% au T4 2023 (et +3% sur l'ensemble de 2023).

NOUVEAUX GAINS DE PART DE MARCHÉ

La part de la Chine dans le total des exportations mondiales de marchandises (mesurées en dollars courants) avait augmenté en 2020-2021 pendant la crise liée à l'épidémie de Covid, puis elle avait cédé partiellement le terrain gagné. Mais elle a récemment ré-augmenté, passant de 14% au S1 2023 à 14,7% au S2 2023 (contre 13,3% en 2019).

La récente hausse est étendue à de nombreux marchés. Elle est visible sur le marché européen : la part de la Chine dans les importations extra-Union européenne a ré-augmenté au S2 2023 pour atteindre 20,7%, contre 20,3% au S1 2023 (elle était de 18,7% au S2 2018).

CHINE : EXPORTATIONS PAR DESTINATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ADMINISTRATION GÉNÉRALE DES DOUANES, BNP PARIBAS

Des gains ont également été enregistrés sur le marché nord-américain. La dynamique de découplage commercial avec les États-Unis s'est de fait infléchie ces derniers mois, avec une remontée de la part de la Chine dans les importations de marchandises américaines de 13,3% au S1 2023 à 14,3% au S2 2023 (contre 22% au S2 2018).

Dans le même temps, la diversification des partenaires commerciaux de la Chine s'est poursuivie. Elle est la conséquence de la montée des tarifs douaniers américains et autres mesures protectionnistes depuis 2018 : les entreprises chinoises ont redirigé certains de leurs flux d'exportations des États-Unis vers d'autres marchés – en partie à travers la délocalisation dans des pays tiers des dernières étapes de production de biens destinés au marché nord-américain. Depuis 2022, la Chine a également développé ses échanges commerciaux avec la Russie et d'autres pays du « Sud global » (graphique 2).

Par ailleurs, les récents gains de part de marché ont été enregistrés pour une large gamme de produits, tels que : les biens de consommation à faible valeur ajoutée comme les meubles et les jouets, la chimie organique et les matières plastiques, les véhicules, les machines et équipements électriques et électroniques et leurs composants. Ils ont bien sûr été particulièrement impressionnants pour les véhicules électriques (dont les exportations en volume ont été multipliées par 7 entre 2019 et 2023), les panneaux solaires (exportations multipliées par 5 entre 2018 et 2023) et les batteries au lithium. Ces trois produits représentaient environ 4% des exportations totales de la Chine en 2023, soit trois fois leur part de 2019.

La déferlante de produits chinois a suscité des inquiétudes croissantes des industriels et des gouvernements des États-Unis, de l'Union européenne et maintenant des pays émergents. Elle devrait amener à de nouvelles confrontations commerciales dans les prochains mois.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ Le CSIS (Center for Strategic and International Studies) estimait le coût total des mesures de la politique industrielle chinoise à au moins USD248 mds en 2019, soit 1,7% du PIB. La Corée du Sud arrive en second, loin derrière la Chine, dans la liste de pays inclus dans l'étude du CSIS, avec des dépenses industrielles s'élevant à 0,67% du PIB en 2019. Cf. CSIS : « Red Ink : Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective », May 2022.

VERS UN TROISIÈME MANDAT

Les politiques de réformes engagées depuis l'arrivée de Narendra Modi au pouvoir en 2014 devraient se poursuivre avec sa très probable réélection en juin prochain. Son bilan économique est globalement positif. La croissance a été solide, le secteur bancaire s'est consolidé, le taux d'investissement a fortement augmenté et les déficiences en matière d'infrastructures ont diminué. Pour autant, les défis structurels auxquels le pays est confronté restent nombreux et importants. Le PIB par tête reste très inférieur à celui enregistré dans les autres pays d'Asie (Chine, Vietnam, Indonésie), le secteur manufacturier peine à se développer et le pays ne parvient pas à créer suffisamment d'emplois pour intégrer les jeunes, dont le taux de chômage reste très élevé.

ÉLECTIONS GÉNÉRALES

Les élections générales en Inde ont débuté le 19 avril et s'achèveront le 1^{er} juin. D'après les derniers sondages, le Bharatiya Janata Party (BJP), dirigé par le Premier ministre, Narendra Modi, et les partis membres de l'alliance démocratique nationale (National Democratic Alliance) devraient remporter les élections à la chambre basse du parlement (Lok Sabha) et former un gouvernement pour la troisième fois consécutive. Cette victoire permettra de maintenir une stabilité dans le pays et favorisera la continuité des réformes. Au cours des cinq dernières années, la confiance dans le parti au pouvoir semble s'être renforcée. En avril, il ne manquait au parti de coalition qu'un seul siège pour obtenir la majorité à la chambre haute du parlement (Rajya Sabha), sur un total de 240 sièges. À titre de comparaison, il y a cinq ans, le parti de coalition ne détenait que 34,7% des sièges. L'obtention de la majorité à la chambre haute favoriserait l'adoption des réformes indispensables pour soutenir la croissance du pays. Mais cela pourrait ne pas être suffisant. Certaines réformes clés adoptées au parlement ont été abandonnées (comme la réforme sur l'agriculture) ou n'ont toujours pas été appliquées dans leur intégralité (comme la réforme sur le marché du travail).

Sur la scène internationale, l'intégration de l'Inde dans le commerce mondial reste encore limitée. Les contraintes structurelles et sa faible participation dans les traités de libre échange pour des raisons protectionnistes (comme le *Regional Comprehensive Economic Partnership* qui inclut la Chine, le Japon, la Corée du Sud, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et les dix pays de l'ASEAN) ont freiné son expansion. Mais le gouvernement change progressivement de stratégie. L'intégration des obligations souveraines indiennes dans les indices JP Morgan et Bloomberg (qui se fera graduellement à partir de juin 2024 pour les premiers et de janvier 2025 pour les seconds) devraient accroître son intégration financière. En termes géopolitiques, l'Inde devrait continuer à adopter une position neutre dans le conflit entre l'Ukraine et la Russie. Cette stratégie de « non-alignement » ou encore de « multi-alignements » lui permet de recevoir du pétrole et des armes de la Russie (son premier fournisseur dans ce domaine), tout en maintenant des relations stables avec l'Europe et les États-Unis. Sa collaboration avec les États-Unis a été renforcée en 2022 avec l'accord *Initiative on Critical and Emerging Technology*, qui vise à coupler haute technologie et défense. Ses relations avec la Chine restent tendues.

BILAN ÉCONOMIQUE DU DERNIER MANDAT DE N. MODI

Globalement, le bilan économique de N. Modi est positif : i) l'économie a bien résisté aux chocs extérieurs successifs (pandémie, hausse des prix des matières premières et durcissement monétaire dans les pays avancés) ; ii) le secteur bancaire s'est assaini et a permis de soutenir la demande d'investissements, iii) les déficiences en infrastructures sont moindres, bien qu'elles restent importantes : le pays a gagné 9 places entre 2014 et 2023, selon l'indicateur de la Banque mondiale utilisé pour

PRÉVISIONS

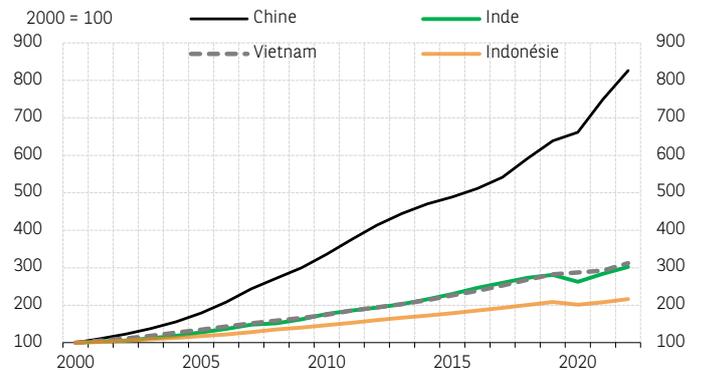
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	9,7	7,0	7,6	6,7	6,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	5,5	6,7	5,4	4,7	4,3
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,6	-9,2	-9,0	-8,1	-7,3
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	85,2	85,0	84,4	83,9	82,5
Solde courant, % du PIB (1)	-1,2	-2,0	-1,7	-1,9	-1,8
Dette externe, % du PIB (1)	19,7	18,4	18,7	19,0	18,5
Réserves de change, mds USD	618	562	618	578	620
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	6,7	8,6	8,1	8,5

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDE : ÉVOLUTION DU PIB PAR TÊTE EN VOLUME PPA



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI-WEO, BNP PARIBAS

établir sa performance logistique, et se classe 47^e sur 139 pays, devant le Vietnam et l'Indonésie. Au cours des cinq dernières années, la croissance économique moyenne a été plus dynamique que celle des autres pays d'Asie. Elle s'est élevée à 4,3% par an en moyenne en incluant les deux années de pandémie, mais a atteint 7,2%, si l'on exclut ces années (sur la période 2017-19 et 2023-24). Dans le même temps, le PIB par tête a augmenté en moyenne de 6,1% par an (hors pandémie) et le taux de pauvreté a baissé de 10 points de pourcentage (pp) à 12,9% au cours des dix dernières années. Le PIB par tête (en volume et en parité de pouvoir d'achat) reste cependant 2,5 fois inférieur à celui de la Chine, 1,7 fois inférieur à celui de l'Indonésie et du Vietnam. L'environnement économique domestique est globalement favorable au Premier ministre. La croissance devrait excé-



der 7,6% pour l'année budgétaire qui s'est achevée fin mars et, bien qu'un ralentissement soit attendu pour l'année 2024-2025, elle devrait rester robuste, soutenue par des investissements toujours dynamiques favorisés par la hausse des taux d'utilisation des capacités de production et la consolidation financière des entreprises et des banques. Par ailleurs, les pressions inflationnistes ont décéléré au cours des douze derniers mois (+5,1% en g.a. en février), même si les risques restent orientés à la hausse (en raison des aléas climatiques et des tensions géopolitiques).

LE SECTEUR BANCAIRE PLUS SOLIDE QU'IL Y A DIX ANS

Au cours des dix dernières années, le gouvernement a adopté deux mesures qui ont permis l'assainissement du secteur bancaire : le Code de résolution des défauts de solvabilité et des faillites en 2016 (*Insolvency and Bankruptcy Code*) et la création d'un organisme de défaillance (effectif en 2023). En septembre 2023, la part des créances douteuses s'élevait à 3,2% des crédits totaux alors qu'elle atteignait 10,8% cinq ans plus tôt. Même si les banques publiques restent fragiles (la part des créances douteuses s'élevait à 4,4% en septembre 2023), elles ont des capitaux propres suffisants (leur ratio de solvabilité s'élevait à 15,2% en septembre 2023) et n'auraient pas besoin d'injection de capital pour faire face à un choc domestique ou extérieur selon les derniers stress tests de la banque centrale (Reserve Bank of India, RBI).

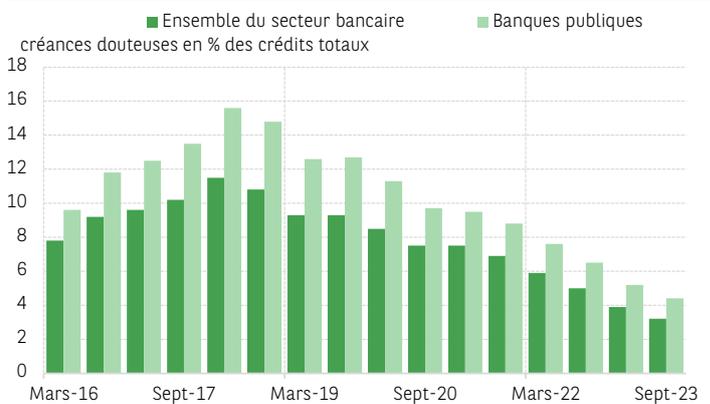
Conjointement à la consolidation des banques, la croissance de l'offre de crédit a sensiblement accéléré (+20,5% en g.a. en février 2024). L'encours du crédit, bien que toujours modeste, a augmenté de 5 pp au cours des cinq dernières années pour atteindre 56,7% du PIB en février 2024. Selon la Banque des règlements internationaux, l'endettement du secteur privé reste contenu (la dette des ménages et des entreprises s'élevait à respectivement 37,2% du PIB et 54,7% du PIB au T3-2023). La situation financière des entreprises est beaucoup plus solide qu'il y a dix ans (leur dette restait contenue à 72,1% du PIB et leurs bénéfices avant impôts couvraient 5,3 fois le service de leur dette contre 3 fois dix ans plus tôt). La hausse du taux d'endettement des ménages est toutefois à surveiller car ils sont endettés à taux variables. Leur position financière reste cependant globalement satisfaisante. Le stock de leurs actifs couvrait 2,7 fois la valeur de leurs engagements en mars 2023.

LES DÉFIS STRUCTURELS RESTENT IMPORTANTS

En dépit de réelles améliorations enregistrées au cours des cinq dernières années, les défis structurels auxquels le pays est confronté restent nombreux : i) les finances publiques restent caractérisées par un niveau de dette élevé (83% du PIB), des recettes budgétaires parmi les plus faibles en Asie qui peinent à excéder 9% du PIB (en dépit de l'adoption de la TVA en 2017) et une charge d'intérêts sur la dette qui consomme plus de 39,2% des recettes et réduit les marges de manœuvre budgétaire pour les dépenses en recherche et développement, infrastructures, éducation, santé ; ii) le niveau structurellement faible des IDE (0,8% du PIB en 2023 contre 1,6% en Indonésie et 2,1% en Malaisie) ; iii) une gouvernance insuffisante ; iv) une forte exposition au risque climatique et v) un faible niveau d'emploi.

Concernant ce dernier point, la forte croissance de la population jeune est souvent considérée comme l'un des facteurs clés pour soutenir la croissance de l'économie indienne. Selon les prévisions de l'ONU, la part de la population en âge de travailler (15-64 ans) devrait continuer de croître jusqu'au milieu du siècle (alors qu'elle baisse depuis le début des années 2010 en Chine). Mais à ce jour, l'Inde ne parvient pas à tirer profit de son avantage démographique. En mars 2024, le taux d'emploi, bien qu'en hausse au cours des deux dernières années, s'élevait à seulement 37,9%, un niveau toujours inférieur à celui d'avant la pandémie (39,8% en

INDE : CONSOLIDATION DE LA QUALITÉ DES ACTIFS BANCAIRES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RESERVE BANK OF INDIA, BNP PARIBAS

mars 2020), selon le Centre for Monitoring Indian Economy (CMIE). Ce faible niveau d'emploi s'explique par un niveau d'activité des femmes et des jeunes particulièrement faible. Le taux de participation des femmes ne s'élevait, selon la dernière enquête publique, qu'à 35,1%, alors qu'il atteignait 76,4% chez les hommes. La part des jeunes qui ne sont ni en poste, ni en recherche d'emploi, ni en formation est particulièrement élevée. Selon l'organisation internationale du travail (International Labor Organization, ILO), elle atteignait 23,5% en Inde en 2023, un niveau proche de celui de l'Indonésie (22,3%), mais très au-dessus du niveau qui prévaut dans les autres pays d'Asie (10,2% en Malaisie, 11,3% au Vietnam, et 13,3% en Thaïlande). Le taux de chômage des jeunes Indiens est particulièrement préoccupant. En décembre 2023, il aurait atteint (selon le CMIE) 45,4% pour les jeunes âgés entre 20 et 24 ans et 15,5% pour ceux âgés entre 25 et 29 ans, alors que la moyenne nationale était de 7,6% en mars 2024.

LE SECTEUR MANUFACTURIER PEINE À SE DÉVELOPPER

Parmi les objectifs affichés de Narendra Modi figurait celui de faire de l'Inde la nouvelle usine du monde, en développant son secteur manufacturier. En dépit des mesures prises pour attirer les investissements directs étrangers (ouverture de nombreux secteurs aux entreprises étrangères et baisse des taux d'impôts sur les sociétés en 2019) et soutenir les secteurs d'activité à forte intensité en main d'œuvre via l'adoption de programmes d'incitation aux résultats mis en place depuis 2020 (*production linked incentive schemes for manufacturing sector*), la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée du pays n'a pas augmenté - elle a même légèrement diminué. Elle a atteint seulement 16,9% au cours de l'année 2022-2023 contre 17,2% en 2013-2014. En outre, certains segments d'activité tels que l'automobile, la pharmacie, le textile, l'activité peine à se développer dans les autres secteurs. Pourtant, le développement de l'industrie semble être indispensable pour répondre aux énormes besoins de créations d'emplois. La part de l'emploi dans le secteur manufacturier reste faible (12% de l'emploi total en 2023 selon la dernière enquête) et a baissé de 0,5pp au cours des cinq dernières années. À titre de comparaison, l'emploi manufacturier s'élevait à 28,7% en Chine (en 2020) et 21,4% au Vietnam selon l'ILO. Le gouvernement nouvellement élu le 4 juin 2024 devra non seulement poursuivre les réformes engagées, mais aussi accélérer leur mise en œuvre.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



INDONÉSIE

LE NOUVEAU PRÉSIDENT PRABOWO HÉRITE D'UNE ÉCONOMIE SOLIDE

Subianto Prabowo deviendra le nouveau président indonésien le 20 octobre prochain. Il héritera d'une économie solide caractérisée par une croissance robuste et stable (5,1% en moyenne au cours des dix dernières années hors période de Covid-19), un déficit budgétaire et une dette publique maîtrisés, des comptes extérieurs solides. Pour autant, les défis qui attendent le nouveau président sont importants. Dès la prochaine décennie, l'avantage démographique du pays va commencer à s'estomper. Il lui faudra accélérer le rythme d'adoption des réformes pour parvenir à augmenter sensiblement le niveau d'emploi des jeunes et des femmes et attirer davantage les investissements directs étrangers. Sans cela, l'Indonésie deviendra un pays « vieux » avant de parvenir à être un pays à « haut revenu ».

UN PRÉSIDENT DANS LA CONTINUITÉ DU PRÉCÉDENT

Subianto Prabowo, déjà candidat à la présidence en 2014 et 2019, a remporté dès le premier tour les élections présidentielles qui se sont tenues en février dernier.

La politique internationale du futur gouvernement devrait être menée dans la continuité de celle de Joko Widodo. Le futur président Prabowo semble toutefois afficher plus d'ambitions pour son pays tant en matière économique que politique sur la scène internationale. Cet ancien général, qui n'a pas omis de mettre la « sécurité nationale » en avant pendant sa campagne, devrait poursuivre les programmes de dépenses engagés quand était ministre de la Défense. Il pourrait aussi décider de se montrer plus réceptif aux intérêts des États-Unis en matière de sécurité dans la région, les États-Unis et l'Europe étant ses principaux fournisseurs d'armes. Dans le même temps, le futur président aspire à ce que son pays devienne un acteur économique clé en Asie. Pour ce faire, il cherchera à attirer les investissements en provenance de Chine (son premier investisseur derrière Singapour) et à pénétrer ce marché. Mais ce « multi-alignement » pourrait être difficilement tenable en cas d'affrontements en mer de Chine méridionale car, alors, les objectifs économiques et nationalistes de l'Indonésie s'opposeraient.

UNE ÉCONOMIE SOLIDE

Le gouvernement, qui prendra officiellement ses fonctions à l'automne prochain, va hériter d'une économie solide.

Depuis 2014, en dehors des années de crise liée à l'épidémie de Covid-19, la croissance est restée robuste et stable. Elle a atteint 5,1% par an en moyenne au cours des dix dernières années (hors période de pandémie). En 2024, elle devrait rester dynamique, bien qu'en légère décélération, à 4,9%, avant de rebondir à 5,1% en 2025, une fois que les incertitudes relatives au changement de gouvernement auront été dépassées. À court terme, les principaux risques qui pèsent sur l'économie sont liés à l'environnement international.

La hausse des prix est en légère accélération depuis le début de 2024. Elle s'est élevée à 3% en glissement annuel (g.a.) contre 2,6% en janvier; un rythme toujours inférieur à la nouvelle cible fixée par les autorités monétaires (2,5% +/- 1pp depuis le 1^{er} janvier 2024). Cette légère accélération s'explique principalement par la hausse des prix alimentaires ainsi que par un léger rebond des prix hors énergie et alimentation (+1,8% en g.a.).

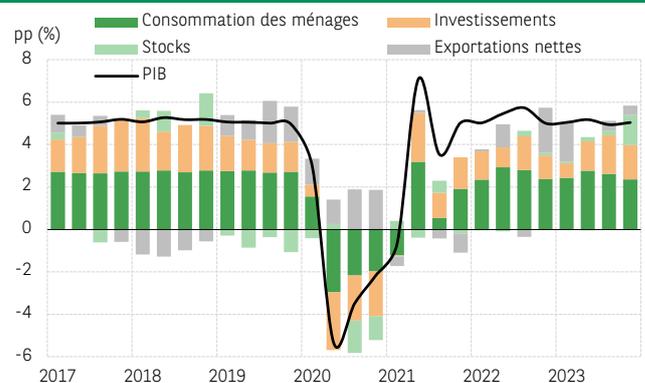
Bien que la hausse des pressions inflationnistes reste contenue, la Banque centrale indonésienne a relevé ses taux directeurs de 25 points de base (pbs) à 6,25% fin avril pour contenir les récentes sorties de capitaux. La perspective d'un report de la décision de la Réserve fédérale américaine (FED) de baisser ses taux directeurs (initialement attendue en juin 2024), associée à un environnement géopolitique incertain, a entraîné une dé-

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,7	5,3	5,0	4,9	5,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	4,2	3,7	3,0	2,4
Solde budgétaire, % du PIB	-4,6	-2,4	-1,7	-2,3	-2,9
Dette des adm. publiques, % du PIB	40,7	39,7	39,2	38,8	39,0
Balance courante, % du PIB	0,3	1,1	-0,1	-0,5	-0,5
Dette externe, % du PIB	34,9	30,1	29,7	29,7	29,4
Réserves de change, mds USD	131	124	133	128	130
Réserves de change, en mois d'imports	7,4	5,6	5,9	5,7	5,8

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDONÉSIE : LA CROISSANCE RESTE STABLE HORS COVID



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

préciation de la roupie face au dollar de 4,7% depuis le début de l'année. L'écart de rendements entre les obligations indonésiennes et américaines s'est réduit sur les quatre premiers mois de l'année.

En dépit des récentes tensions sur la roupie, les comptes extérieurs de l'Indonésie sont solides. En 2023, après deux années d'excédent, le solde du compte courant est repassé en territoire négatif en raison d'une baisse de la valeur des exportations de biens en lien avec celle des prix des matières premières exportées (-25,3% pour l'huile de palme, -56,4% pour le charbon). Le déficit courant est cependant resté très limité, à 0,1% du PIB, en partie grâce à la hausse des recettes touristiques.

Par ailleurs, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) ont été suffisants pour couvrir l'intégralité du déficit du compte courant. Au cours des trois prochaines années, le déficit devrait se creuser légèrement, à moins que les prix des matières premières exportées par l'Indonésie n'augmentent fortement en raison du contexte géopolitique. Pour autant, les flux d'IDE devraient rester suffisants pour couvrir le déficit courant.

Les récentes tensions à la baisse sur la roupie ne constituent pas une source d'inquiétude. En dépit de leur légère contraction depuis le début de l'année, les réserves de change s'élevaient encore à USD 130,4 mds en février 2024 (soit 5,9 mois d'importations) et couvraient très largement les remboursements de dette extérieure à horizon des 12 prochains mois (USD 69,8 mds). La dette extérieure demeure modeste (29,7% du PIB). Même si le pays reste exposé aux sorties de capitaux volatils, la banque centrale dispose de réserves de change suffisantes pour contenir la dépréciation de la devise indonésienne. En outre, le stock d'investissements de portefeuille détenu par les investisseurs étrangers est aujourd'hui plus modeste qu'il y a cinq ans (20,1% du PIB au T4 2023 contre 26,7% en 2019).

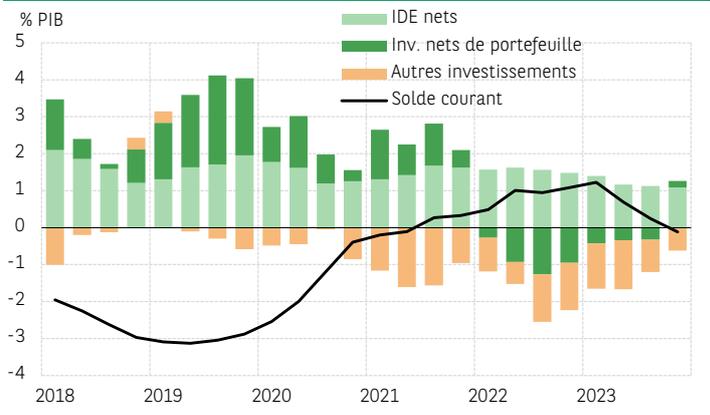
L'un des principaux risques pointés du doigt depuis l'élection de Subianto Prabowo porte sur un dérapage du déficit budgétaire. Le discours de campagne laissait entendre que sa politique budgétaire pourrait être beaucoup moins conservatrice que celle de son prédécesseur. Il a notamment promis d'importantes mesures en faveur des étudiants dont le coût est estimé à 2% du PIB, alors même que les marges de manœuvre budgétaires du pays sont limitées. Les recettes restent modestes (13,3% du PIB) et les charges d'intérêt sur la dette consomment 16,6% des recettes. Le déficit et la dette du gouvernement sont modestes (à respectivement 1,7% et 39,2% du PIB en 2023), mais leur financement est une source de risques. Les marchés domestiques de capitaux restent peu développés et le pays reste structurellement dépendant des financements extérieurs. Bien qu'en forte baisse en raison de la politique d'achat d'obligations sur le marché primaire par la banque centrale sur la période 2020-2022, la part de la dette publique détenue par les étrangers s'élevait encore à 37,4% fin 2023.

DES DÉFIS IMPORTANTS POUR ÉLEVER LA CROISSANCE

Pour parvenir à atteindre l'objectif de 7% de croissance qu'il a défendu pendant sa campagne électorale, le nouveau gouvernement devra poursuivre, et même accélérer, les réformes engagées sous l'ère Widodo. Il doit notamment parvenir à tirer rapidement et pleinement profit de son « dividende démographique » (son ratio de dépendance est inférieur à 50% et la croissance de la population active est supérieure à celle qui est dépendante) qui commencera à s'estomper dès la prochaine décennie. Selon les projections faites par l'Organisation des Nations unies (ONU), la part de la population en âge de travailler commencera à baisser à partir de 2030, le taux de croissance de la population active devenant inférieur à celui de la population dépendante. À partir de 2044, le ratio de dépendance passera sous le seuil de 50% et la croissance de l'économie pourrait alors ralentir avant que le pays ne parvienne à accroître sensiblement le niveau de revenu de la population. Depuis 2014, le PIB par habitant de l'Indonésie en volume (à parité de pouvoir d'achat) a augmenté de 2,9% par an en moyenne. À titre de comparaison, en Corée du Sud, pendant l'ère de son propre dividende démographique (1987-1997), le PIB par tête augmentait de 7,5% par an en moyenne.

Ainsi, même si l'Indonésie est parvenue à intégrer la tranche supérieure du groupe des pays à revenus moyens en 2019, puis à le retrouver en 2023 (elle en était sortie au moment de la crise de la COVID-19), sa croissance économique est aujourd'hui relativement modeste par rapport aux taux de croissance enregistrés par le passé dans d'autres pays d'Asie.

INDONÉSIE : LÉGER DÉFICIT DU COMPTE COURANT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

Cela traduit le fait que le pays ne profite pas pleinement de son avantage démographique. Pour capitaliser sur son dividende démographique, un pays doit investir dans le capital humain (éducation, formation) et adopter des politiques économiques i) favorisant l'utilisation intensive de la main d'œuvre (pour répondre à la forte augmentation de l'offre de travail) et ii) visant à attirer les IDE.

Or, à ce jour, le rythme de créations d'emplois chez les femmes et les jeunes reste très insuffisant. Selon l'office statistique national, les taux de chômage des 15-19 ans et des 20-24 ans s'élevaient à respectivement 29,1% et 17% en 2022. Le taux d'emploi des femmes était de 51,7% en 2023 selon l'Organisation internationale du travail alors qu'il s'élevait à 79,1% chez les hommes. En outre, l'agriculture reste le secteur d'activité qui concentre le plus d'employés (28,2% en 2023) alors que la part de l'emploi dans l'industrie est restée stable au cours des dix dernières années, à 13,8% ; c'est à l'image de son poids dans la valeur ajoutée qui est resté modeste (19,7% en 2023) et n'a pas augmenté en dix ans. Pour accélérer le rythme des créations d'emplois, il faut que le gouvernement parvienne à développer les secteurs industriels à forte intensité de main d'œuvre, ce qui implique d'attirer davantage d'IDE. Or, déjà structurellement faibles, les flux d'IDE ont diminué de 0,4pp en 2023 pour s'établir à 1,6% du PIB, le niveau le plus faible enregistré au cours des cinq dernières années. Ce niveau bas s'explique par des facteurs conjoncturels (la baisse de la liquidité mondiale et l'incertitude liée aux élections de février 2024) mais aussi par la faible intégration de l'Indonésie dans le commerce mondial. Les parts de marché du pays sont faibles (1,1% des exportations mondiales) et ont peu augmenté au cours des vingt dernières années (+0,2pp). La qualité de sa gouvernance reste fragile (elle était classée 107e sur 213 pays en 2023) et les actifs sont insuffisamment formés. Selon l'OCDE, 42% des 25-34 ans ont un niveau inférieur au secondaire. Les dépenses en matière d'éducation restent insuffisantes (3% du PIB contre 4,8% en Corée du Sud). Sur le plan budgétaire, le gouvernement doit optimiser sa structure fiscale et accroître ses recettes pour répondre aux besoins des jeunes et atteindre son objectif de devenir un pays à haut revenu d'ici 2045.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

SINGAPOUR

LE NOUVEAU PREMIER MINISTRE GARDERA LE CAP

Le 15 mai 2024, Lee Hsien Loong, Premier ministre de Singapour depuis vingt ans, cédera les rênes du pouvoir à son actuel vice-Premier ministre Lawrence Wong. Ce changement ne devrait altérer ni la gestion très disciplinée des politiques monétaire et budgétaire, ni la stratégie de développement économique du gouvernement, qui vise, en particulier, à adapter le pays au changement climatique et à rehausser son potentiel de croissance. En 2024, l'activité économique devrait se renforcer modérément, notamment grâce à une amélioration du cycle électronique mondial ; les tensions inflationnistes devraient continuer de se réduire, mais elles resteront à un niveau historiquement élevé. Dans ce contexte, les autorités devraient maintenir inchangées les conditions de politique monétaire cette année.

LÉGÈRE EMBELLIE CONJONCTURELLE

Après un très fort rebond de l'activité en 2021, la croissance économique singapourienne a ralenti à +3,8% en 2022 et +1,1% en 2023, principalement sous l'effet de l'affaiblissement de la demande mondiale, de fortes tensions inflationnistes et du resserrement des conditions de crédit. En 2023, la croissance de l'activité dans les services (73% du PIB) s'est normalisée après la période de récupération post-Covid et a ralenti à +2,3%. L'activité dans les secteurs des biens a chuté de -2,9%, tirée vers le bas par la contraction dans le secteur manufacturier (-4,3%). Dans le secteur de la construction, elle est restée dynamique (+5,2%), mais toujours en dessous de son niveau d'avant-Covid.

Du point de vue de la demande, l'investissement, les stocks et les exportations de biens ont été très affectés par le resserrement monétaire et le retournement du cycle électronique mondial en 2022 et 2023 (graphique 1). En moyenne sur l'année 2023, les stocks se sont effondrés, et l'investissement total a stagné (-0,2% en termes réels). Cela résulte du recul de l'investissement en machines et équipements, combiné à la hausse de l'investissement dans la construction et les infrastructures de transport. Les exportations nettes de biens et services ont eu une contribution positive à la croissance du PIB, du fait d'une baisse en volume des importations plus forte que celle des exportations sur les trois premiers trimestres de l'année, suivie d'un important rebond des exportations au T4. Enfin, la croissance de la consommation privée a ralenti en 2023 (à +3,8%) en raison de la dissipation des effets de rebond post-Covid, des tensions inflationnistes (en baisse au cours de l'année mais toujours élevées) et des répercussions de la contraction de l'activité manufacturière sur l'emploi et les salaires. De fait, l'effet de la désinflation sur le pouvoir d'achat a été compensé ces derniers mois par la moindre croissance des salaires nominaux. Le taux de chômage reste quant à lui très bas (2% fin 2023).

La croissance économique va repartir à la hausse en 2024. Les freins internes et externes pesant sur l'activité s'allègent. Néanmoins, ils persistent, et les risques de nouveaux chocs commerciaux et financiers restent élevés dans l'environnement international actuel. Nous tablons sur une progression du PIB réel de 2,2% sur l'ensemble de l'année, ce qui est relativement modeste par rapport à la période pré-Covid.

La conjoncture a commencé à s'améliorer au cours des derniers mois, notamment aidée par la reprise du cycle électronique en Asie. La production industrielle s'est redressée et les exportations de marchandises ont augmenté, de +0,2% en g.a. en valeur au T4 2023 et de +5% au T1 2024 (après une baisse de -13% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2023). Ces exportations sont composées principalement de biens réexportés (55% du total en 2023), de produits locaux non pétroliers (27% du total, essentiellement constitués des semi-conducteurs) et pétroliers (18%). L'électronique est, de fait, le premier secteur exportateur de Singapour, qui dispose également d'un important centre de raffinage et de commerce du pétrole.

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	9,7	3,8	1,1	2,2	2,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,3	6,1	4,8	3,1	2,0
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-0,8	-0,3	-0,5	0,1	0,5
Dette brute du gouvernement, % du PIB	133	157	171	175	180
Balance courante, % du PIB	18,0	19,3	19,5	21,0	20,0
Réserves de change, mds USD	418	289	351	403	455
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	4,7	6,1	6,5	6,9

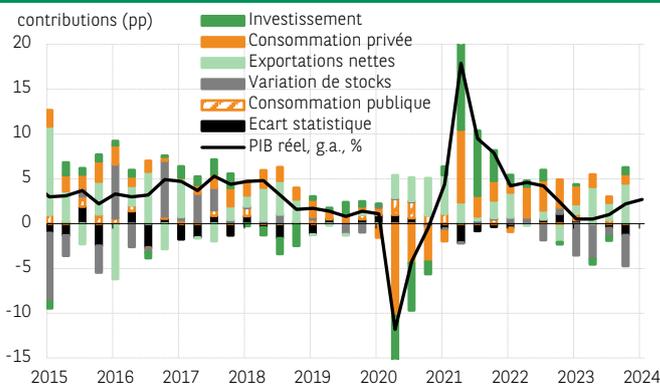
TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

SINGAPOUR : AMÉLIORATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SINGAPOUR DEPARTMENT OF STATISTICS, BNP PARIBAS

Dans l'industrie électronique, le redressement de l'activité observé au T4 2023 a marqué une pause en début d'année (production, exportations), mais il devrait reprendre rapidement – et modérément – étant donné les prévisions d'amélioration de la demande mondiale dans ce secteur. Cela devrait avoir des effets d'entraînement positifs sur le reste de l'économie, stimuler l'investissement et encourager une reconstitution des stocks dans le secteur manufacturier.

En outre, Singapour devrait continuer de bénéficier du rebond progressif des activités liées au tourisme. À titre d'illustration, d'avril 2023 à mars 2024, le nombre de touristes passés par l'aéroport de Singapour (62,5 millions d'arrivées, départs ou transits) était en hausse de près de 50% en g.a. mais toujours 10% en dessous de son niveau de 2019.



La croissance de la consommation privée pourrait regagner en vigueur d'ici la fin de l'année. Une amélioration des conditions du marché du travail devrait en effet accompagner le rebond de l'activité manufacturière. De plus, le reflux de l'inflation devrait se poursuivre lentement. En revanche, la demande privée pourrait rester pénalisée par des conditions monétaires restrictives.

PAS D'ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE EN VUE

L'inflation des prix à la consommation a atteint des records historiques dans les derniers mois de 2022 et début 2023, et ralentit depuis. La hausse de l'indice IPC s'est établie à 6,1% en moyenne en 2022 puis 4,8% en 2023 et 3% au T1 2024 – contre une moyenne de 1,7% par an sur la période 2010-2019. L'inflation des prix de l'énergie et des prix alimentaires s'est réduite au cours de l'année 2023, et l'inflation sous-jacente a également ralenti dans un contexte de modération des salaires et de la demande intérieure. Elle s'est toutefois stabilisée au-dessus de 3% depuis quelques mois (à comparer avec sa moyenne de 1,6% en 2010-2019). De fait, le mouvement de désinflation a récemment été entravé à cause de l'augmentation du taux de la taxe sur les biens et services (+1pp à 9% en janvier), de l'augmentation des prix du gaz et de l'électricité liée à la hausse de la taxe carbone, et de la remontée des prix internationaux du pétrole. Des hausses des prix de certains services sont également attendues à très court terme. La désinflation devrait ensuite se poursuivre en 2024, avec une hausse de l'indice IPC attendue à 3,1% en moyenne sur l'année.

L'Autorité monétaire de Singapour (MAS) a rapidement durci sa politique en 2022 en réponse à la montée de l'inflation. Puis les conditions de politique monétaire ont été inchangées en 2023, dans un contexte de désinflation et de ralentissement de l'activité. Un assouplissement monétaire n'est pas attendu avant fin 2024 étant donné la persistance de risques inflationnistes. Singapour utilise le taux de change comme instrument de politique monétaire (et non pas les taux d'intérêt, ce qui se justifie par le fait que l'important degré d'ouverture de son économie la rend très sensible à l'inflation importée). Le resserrement ou l'assouplissement des conditions monétaires se font *via* des hausses ou des baisses de la cible d'appréciation du taux de change effectif nominal du dollar singapourien (SGD) et du point central de sa bande de fluctuation. Entre janvier 2022 et mars 2024, le SGD s'est apprécié de moins de 1% contre le dollar US (pour atteindre SGD1,34 par USD en mars 2024), mais de près de 10% en termes effectifs nominaux.

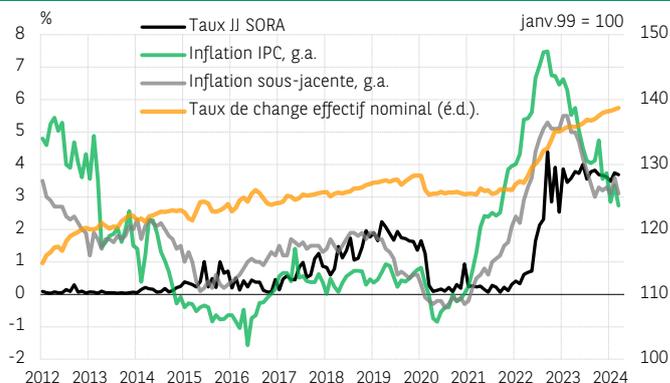
Les taux d'intérêt domestiques ont augmenté rapidement en 2022 et au S1 2023, avant de se stabiliser à un niveau élevé – conséquence du durcissement monétaire et en ligne avec les taux d'intérêt américains et internationaux. Le taux au jour le jour SORA (*Singapore Overnight Rate Average*) est passé de 0,1% au T4 2021 à 3,7% au T3 2023 ; il est depuis resté proche de ce niveau (*graphique 2*). En parallèle, l'activité de crédit s'est contractée depuis 2022, affectant l'ensemble des secteurs de l'économie. Les conditions de crédit devraient rester restrictives à court terme.

PRIORITÉS BUDGÉTAIRES DE MOYEN-LONG TERME

La politique budgétaire s'est quant à elle normalisée depuis deux ans. Le solde budgétaire, qui était passé en large déficit pendant la crise liée à l'épidémie de Covid-19, s'est amélioré rapidement. Il devrait redevenir excédentaire dès l'exercice budgétaire 2024 (avril 2024 à mars 2025).

Le gouvernement est donc en mesure de donner la priorité à des objectifs de plus long terme, qui sont : i) l'augmentation des dépenses sociales (en particulier la santé, le logement social et la formation), en réponse au coût élevé du logement et au vieillissement de la population ; ii) le soutien à la digitalisation de l'économie et au développement de nouveaux secteurs tels que le biomédical et la *fintech* ;

SINGAPOUR : CONDITIONS MONÉTAIRES RESTRICTIVES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MAS, DEPARTMENT OF STATISTICS, BNP PARIBAS

iii) des investissements dans les infrastructures pour s'adapter au changement climatique, dans les énergies renouvelables (qui jouent aujourd'hui un rôle minime dans le *mix* énergétique singapourien) et dans les technologies bas-carbone.

Cette stratégie vise à la fois à adapter le pays au changement climatique (Singapour est particulièrement vulnérable aux événements extrêmes et à la montée du niveau des eaux, avec 30% de son territoire situé à moins de cinq mètres d'altitude) et réduire ses émissions de gaz à effets de serre (objectif zéro émissions nettes à horizon 2050), et à limiter le ralentissement structurel de la croissance économique. Celui-ci résulte principalement de la baisse des gains de productivité et du vieillissement de la population. La croissance économique est ainsi prévue à 2,4% par an en moyenne dans les cinq prochaines années, contre 3,2% en 2015-2019.

Singapour dispose d'une solide capacité financière et institutionnelle pour faire face à ces défis. Sur le plan financier, le gouvernement a une marge de manœuvre très confortable pour augmenter ses dépenses. Les finances publiques sont saines, grâce à des règles de discipline budgétaire strictes respectées depuis longtemps. La dette brute du gouvernement semble élevée (171% du PIB en 2023). Cependant, d'une part, aucun endettement ne peut être contracté pour financer des dépenses récurrentes ou de fonctionnement, et seule une partie limitée des emprunts publics est utilisée pour des investissements (un programme d'émissions obligataires a notamment été lancé en 2021 pour financer de grands projets d'infrastructures) – la dette publique est en réalité essentiellement constituée d'obligations émises pour le système national de fonds de pension (financé par des cotisations obligatoires des citoyens) et de titres émis pour servir de références sur le marché obligataire. D'autre part, le gouvernement détient de très larges actifs et réserves budgétaires, qui sont supérieurs à son stock de dette brute.

Sur le plan institutionnel et politique, Singapour se caractérise par une grande stabilité et l'efficacité de ses institutions, qui facilitent la mise en œuvre d'une stratégie économique sur le long terme. De fait, cette stratégie ne devrait pas être remise en question par le changement à venir à la tête du gouvernement, le premier depuis vingt ans : le 15 mai 2024, le Premier ministre Lee Hsien Loong sera remplacé par l'actuel vice-Premier ministre Lawrence Wong, successeur choisi depuis 2022 et leader de la « quatrième génération » du PAP (*People's Action Party*, parti au pouvoir depuis 1965).

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

ROUMANIE

DÉFICITS JUMEAUX PERSISTANTS

La Roumanie a enregistré une croissance économique plus faible en 2023 mais est restée l'une des économies les plus performantes de la région. Les perspectives sont solides à court terme. Le reflux progressif de l'inflation, observé depuis fin 2022, devrait ouvrir la voie à une politique monétaire accommodante mais prudente. La persistance des déficits jumeaux reste un sujet de préoccupation majeur. Le pays a jusqu'ici pu compter sur une certaine résilience des flux de capitaux pour combler en partie le déficit courant. La consolidation budgétaire figure parmi les priorités du gouvernement à court terme, même si la marge de manœuvre est limitée cette année étant donné le calendrier électoral chargé. La dette publique est soutenable à court terme et moyen terme.

BONNE PERFORMANCE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

En 2023, l'économie roumaine a connu la plus forte croissance dans la région avec +2,1% en moyenne. À titre de comparaison, le PIB a progressé de 1,1% en Slovaquie et de 1,9% en Bulgarie. La Pologne, quant à elle, a évité de peu une récession. En revanche, la République tchèque et la Hongrie ont enregistré une contraction de 0,2% et de 0,7% respectivement de leur activité économique.

En Roumanie, la croissance du PIB a tout de même ralenti sensiblement en 2023. Elle a été principalement soutenue par l'investissement alors que la consommation qui, habituellement, constitue le principal moteur de la croissance, y a contribué plus faiblement que les années précédentes. Cela s'explique sans doute par le resserrement des conditions de crédit et les fortes pressions inflationnistes observées au premier semestre.

La croissance économique devrait accélérer ces deux prochaines années. La consommation va bénéficier du reflux de l'inflation, de la revalorisation des salaires et des pensions attendue cette année, ainsi que d'une relative détente des conditions de crédit. Déjà, les ventes au détail et les importations en volume tendent à s'améliorer depuis fin 2023. Par ailleurs, si le regain de confiance dans l'industrie observé en mars (indice de la Commission européenne et indice PMI dans le secteur manufacturier) se confirme, la production industrielle, restée morose ces derniers mois, devrait se redresser. L'investissement public sera, quant à lui, probablement soutenu par les fonds européens. En revanche, les projections pour l'investissement privé sont mitigées cette année avec un report probable des projets en attendant, d'une part, les prochaines élections et, d'autre part, la confirmation de l'amélioration de la demande intérieure et extérieure.

L'activité économique sera néanmoins contrainte par une politique monétaire prudente (dans un contexte de fortes pressions salariales) et par une politique budgétaire orientée vers la consolidation des comptes publics dans les années à venir. Notons toutefois qu'une certaine souplesse en matière budgétaire est attendue cette année compte tenu d'une année électorale charnière.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PRUDENTE

L'inflation, calculée à partir de l'indice des prix harmonisé, a reflué progressivement pour atteindre 6,7% en g.a. en mars 2024 après le pic de 14,6% en novembre 2022. Cependant, ce chiffre est largement supérieur à l'inflation régionale. À titre de comparaison, elle est de 2,7% en g.a. en Pologne sur la même période, de 2,2% en République tchèque et même de 3,6% en Hongrie, pays qui avait subi le taux d'inflation le plus élevé en 2023.

L'inflation globale est surtout portée par l'inflation sous-jacente, avec une contribution de 5,4 points. La situation s'est inversée par rapport à 2023 avec, cette fois-ci, une contribution marginale des postes

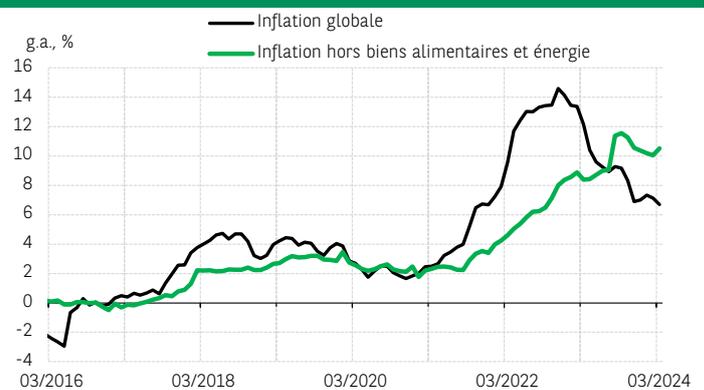
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,7	4,1	2,1	3,0	3,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,1	12,0	9,7	5,6	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,2	-6,3	-5,7	-5,4	-5,2
Dette publique, % du PIB	48,6	47,2	48,9	50,4	52,2
Solde courant, % du PIB	-7,2	-9,3	-7,0	-6,5	-6,0
Dette externe, % du PIB	56,7	50,5	52,3	51,8	50,8
Réserves de change, mds EUR	45,8	52,3	66,0	72,0	77,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,9	5,3	6,9	7,1	7,3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ROUMANIE : INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

« alimentation » et « énergie ». Fait marquant, l'inflation sous-jacente en glissement annuelle est plus importante que l'inflation globale depuis juillet 2023. Cette situation s'explique principalement par la persistance des pressions salariales. En 2023, le salaire minimum a été revalorisé à deux reprises, passant de 2 550 lei à 3 000 lei, puis à 3 300 lei en octobre dernier. Le salaire a progressé de 14,5% en moyenne en 2023 dans l'ensemble des secteurs. À court terme, les pressions salariales devraient se maintenir, dans un contexte où le marché du travail reste tendu avec un taux de chômage relativement stable à 5,6% ces douze derniers mois. Ainsi, la Roumanie enregistrera probablement le taux d'inflation le plus élevé de la région cette année.



Les autorités monétaires roumaines ont adopté une politique prudente avec le maintien du taux directeur à 7% depuis janvier 2023. À court terme, la banque centrale va probablement s'orienter vers un assouplissement monétaire. Toutefois, elle sera probablement mesurée compte tenu des fortes pressions salariales et d'une inflation attendue cette année encore largement au-dessus de la cible officielle d'inflation (1,5-3,5%). À titre de comparaison, la Hongrie et la République tchèque ont déjà entamé leur cycle d'assouplissement monétaire. La Banque centrale de Pologne est, quant à elle, revenue à un statu quo monétaire depuis fin 2023 après deux baisses du taux directeur en septembre et en octobre.

UNE ANNÉE ÉLECTORALE CHARGÉE

Cette année, l'actualité politique est chargée avec la tenue prochaine des élections européennes et locales, puis des élections présidentielles (le 15 septembre pour le premier tour et le 29 septembre pour le deuxième tour). Mais l'attention sera surtout centrée sur les élections législatives prévues en décembre. La lecture des sondages sur les élections législatives est prématurée à l'heure actuelle mais, quelle que soit l'issue des élections, les réformes en cours devraient se poursuivre. La Roumanie, pays membre de l'Union européenne depuis 2007, a réalisé d'importants progrès en matière de convergence (PIB par habitant à 72% de la moyenne de l'UE) et poursuit son intégration au sein de l'UE. Elle a, en effet, intégré partiellement l'espace Schengen le 31 mars 2024. Le futur gouvernement aura par ailleurs de sérieux défis à gérer tant au niveau des comptes publics que des comptes externes.

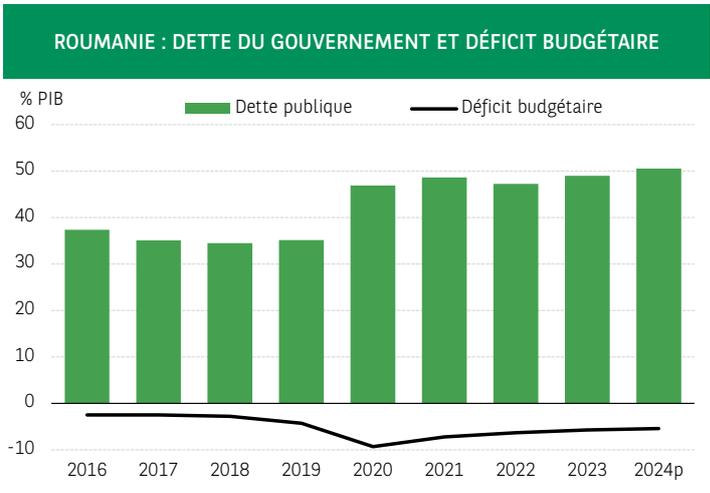
UN DÉFICIT COURANT ÉLEVÉ MAIS COMBLÉ EN PARTIE PAR LES FLUX D'IDE

Le solde courant est structurellement déficitaire. Le déficit s'est creusé en 2021 et 2022 en raison de la dégradation de la balance énergétique. En 2023, il s'est maintenu à un niveau très largement supérieur à la période antérieure au Covid-19, même s'il s'est légèrement réduit grâce à une détente des prix des matières premières. À court terme, le déficit ne devrait pas s'améliorer significativement en raison de la hausse attendue des importations, portée par l'amélioration de la consommation et de l'investissement.

Le déficit courant s'est dégradé depuis plusieurs années mais il a été en grande partie financé par les entrées de capitaux, notamment les investissements directs étrangers (IDE) et les fonds européens. En 2023, les flux nets d'IDE ont couvert 28,8% du déficit courant. Le ratio de couverture monte à environ 60% quand les fonds européens sont inclus. Par ailleurs, les réserves de change ont continué d'augmenter depuis 2019 pour atteindre EUR 66 mds en 2023. À court terme, le pays constitue une destination attractive pour les flux d'IDE et bénéficie de la réorganisation des activités productives des entreprises de la zone euro (nearshoring). De même, les flux de portefeuille (EUR +14,4 mds en 2023) devraient être soutenus par des rendements relativement élevés dans la région.

MAINTIEN PROBABLE DE LA PROCÉDURE DE DÉFICIT EXCESSIF

Depuis 2020, la Roumanie fait l'objet d'une procédure de déficit excessif par la Commission européenne en raison des dépenses permanentes introduites par le gouvernement en 2019, qui ont creusé le déficit budgétaire. Les chocs successifs subis par l'économie roumaine ont aggravé ce déficit depuis 2020. En 2023, le solde budgétaire reste dégradé



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, EUROSTAT, BNP PARIBAS

même s'il a très légèrement reculé à -5,7% du PIB (contre -6,3% en 2022, -7,2% en 2021 et de -9,3% en 2020). L'an dernier, l'augmentation du taux d'imposition pour certaines entreprises, tout comme la fin des allègements fiscaux pour certains secteurs ont permis de contenir le déficit. Les réformes sur les pensions, introduites en novembre 2023, visent à les ramener sur une trajectoire soutenable à moyen terme. Toutefois, cela conduira aussi à une revalorisation des pensions de l'ordre de +40% en 2024. De même, les mesures de consolidation d'envvergure seront sans doute limitées cette année étant donné la tenue de nombreuses élections. Ainsi, le déficit budgétaire avoisinera probablement 5% du PIB cette année, ce qui implique le maintien inévitable de la Roumanie en procédure de déficit excessif. La clause exceptionnelle, qui permet aux États membres de l'Union européenne de dévier temporairement du pacte de stabilité et de croissance pendant la pandémie de la Covid-19, a pris fin en décembre 2023.

Pour autant, le financement du déficit budgétaire ne pose pas de problème majeur grâce à l'afflux de fonds européens et à une certaine résilience de la demande étrangère pour la dette domestique. La dette publique est soutenable à court et moyen terme et ne devrait pas dépasser 60% du PIB au cours des cinq prochaines années. La consolidation budgétaire pourrait s'accélérer après les élections compte tenu des engagements pris par la Roumanie dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance de l'UE. À court terme, l'élargissement de l'assiette fiscale est une priorité, d'autant plus que les recettes fiscales rapportées au PIB sont structurellement faibles (31% du PIB en Roumanie en 2023, contre 39,8% en Pologne et 41% en République tchèque).

Malgré un renchérissement des coûts de financement sur le marché obligataire au cours des deux dernières années, la charge d'intérêt de la dette exprimée en pourcentage des recettes fiscales a été contenue à 5,9% en 2023. Un point de vigilance concerne l'importance de la dette du gouvernement libellée en devises étrangères, dont la part s'élevait à 53,8% du total en 2022 (25,4% du PIB). La relative stabilité du taux de change roumain vis-à-vis de l'euro (dans le cadre d'un régime de change administré) limite toutefois l'exposition du gouvernement au risque de change.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

TURQUIE

DES ÉLECTIONS STABILISATRICES

Depuis les élections municipales du 31 mars dernier, les conditions financières se sont stabilisées. Les marchés ont réagi favorablement à la défaite du parti au pouvoir au niveau local. Le résultat des élections ne devrait pas modifier le programme de stabilisation économique du ministre de l'Économie Mehmet Simsek. Le comité de politique monétaire a maintenu son taux directeur lors de sa dernière réunion en avril, taux qu'il avait encore relevé en mars. La consommation des ménages continue de tirer la croissance, qui restera soutenue cette année, à moins que la politique budgétaire ne devienne très restrictive, ce qui est peu probable. Le rééquilibrage des composantes de la croissance est en cours, même s'il n'est pas encore suffisant pour infléchir la balance courante hors facture énergétique.

APAISEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS APRÈS LES ÉLECTIONS

Depuis les élections municipales qui se sont déroulées le 31 mars dernier, les conditions financières se sont stabilisées en Turquie. Le cours USDTRY est stabilisé autour de 32, alors qu'il s'était déprécié de 9% entre janvier et mars. Le principal indice de la bourse d'Istanbul (BIST 30) a gagné 9% (en monnaie locale) depuis la fin mars. Le CDS spread de maturité 5 ans est resté stable en dessous de 300 points de base, un niveau qui témoigne d'une confiance de la part des investisseurs pour le risque souverain turc supérieure à ce que l'appariement avec les notations d'agences suggérerait. Seuls les rendements des obligations d'État à 10 ans (26%) restent toujours aussi élevés qu'avant les élections. Mais cela s'explique par une inflation encore très forte (68,5% sur un an en mars 2024) et le durcissement monétaire ; le taux directeur de la banque centrale (TCMB) ayant été porté à 50% le 22 mars (contre 8,5% le 22 juin 2023).

L'AKP, le parti du Président R.T. Erdogan, se trouve affaibli à l'issue des élections locales. Le parti kémaliste CHP, principal parti d'opposition, a recueilli 37,7% des suffrages contre 35,5% pour l'AKP. Les grandes métropoles (Ankara, Istanbul) sont restées dans le giron du CHP et le nombre de municipalités contrôlées par l'AKP s'est réduit de trente-neuf à vingt-quatre.

Les marchés ont donc réagi favorablement à cette défaite du parti au pouvoir au niveau local. Le résultat des élections ne devrait pas modifier le programme de stabilisation économique du ministre de l'Économie Mehmet Simsek. De plus, le comité de politique monétaire de la BCRA a maintenu son taux directeur lors de sa dernière réunion en avril. Dans ce contexte, le rééquilibrage des composantes de la croissance est en cours, même s'il n'est pas encore suffisant pour infléchir la balance courante hors facture énergétique.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE FAIT MIEUX QUE RÉSISTER

Au T4 2023, la croissance était encore dynamique à 1,0% T/T (4,8% en glissement annuel), grâce principalement à une consommation des ménages soutenue (3,6% en g.a.) malgré l'accélération de l'inflation. Le solde des échanges extérieurs a également contribué à la croissance, quoique légèrement (+0,3 point de pourcentage). L'investissement, en revanche, a marqué le pas (-0,8%), mais après une très forte progression sur T1-T3 2023 (+11%) ainsi qu'au cours des années précédentes. Rappelons que les investissements de machines et biens d'équipement (mesurés à prix constants) et les importations de biens d'investissement hors automobiles (mesurées en dollars) étaient supérieurs de

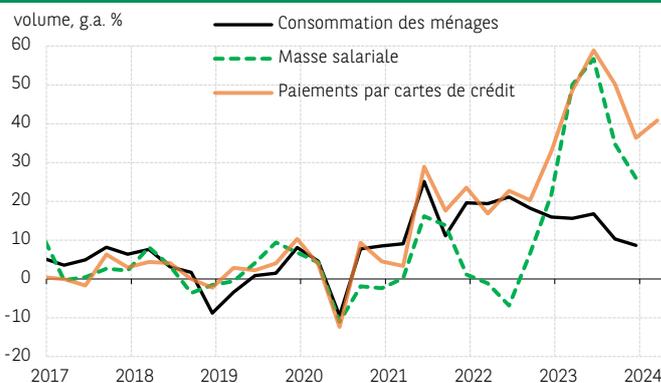
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	11,4	5,5	4,5	3,0	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	19,6	72,3	53,9	56,2	28,7
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-1,0	-5,2	-4,8	-3,5
Dette publique, % du PIB	37,9	26,9	25,6	25,0	25,0
Solde courant, % du PIB	-0,9	-5,4	-4,0	-3,0	-2,0
Dette externe, % du PIB	53,3	50,6	45,1	42,1	41,0
Réserves de change, mds USD	72,5	83,0	93,0	98,0	103,0
Réserves de change, en mois d'imports	3,1	2,6	2,9	3,0	3,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TURQUIE : CONSOMMATION DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INTITUT NATIONAL DE LA STATISTIQUE, BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

80% fin 2023 par rapport à la fin 2019, une performance inégalée parmi les pays de l'OCDE.

Au T1 2024, la croissance a très bien résisté. En moyenne sur janvier-février, la production manufacturière est en hausse de 3,5% par rapport au T4 2023 (après +2,5% en 2023 en moyenne annuelle) et, sur janvier-mars, celle des automobiles a progressé de près de 6% (après +8,6% en 2023 en m.a.). Les paiements par cartes de crédit, qui ont largement contribué au dynamisme des achats des ménages depuis la mi-2021 (cf. graphique 1), affichaient encore une progression spectaculaire de



40% sur un an en termes réels. De plus, d'après la statistique officielle de salaire horaire moyen pour l'ensemble de l'économie, le rattrapage du pouvoir d'achat depuis 2023 s'est poursuivi avec une nouvelle très forte revalorisation du salaire minimum¹. Parallèlement, la consommation et/ou l'investissement publics pourraient avoir de nouveau contribué à la croissance (cf. *infra*). En revanche, les exportations, mesurées en dollars, se sont tassées de 1% T/T et l'investissement privé en équipement devrait s'être de nouveau contracté. La correction à la baisse des importations de biens d'équipement s'est en effet poursuivie sur janvier-février et l'indice des intentions d'investissement de l'enquête de la TCMB a continué de s'éroder, même s'il reste à un niveau historiquement élevé.

Au final, la croissance sera selon toute vraisemblance toujours positive au T1. Aussi, en moyenne sur l'ensemble de l'année, dans un scénario de décrue de l'inflation mensuelle déjà observé (3,3% en mars contre 4,3% en janvier)² et de stabilisation de la livre autorisant la banque centrale à desserrer un peu son étreinte, la croissance du PIB devrait être d'au moins 3%, sauf si la politique budgétaire devient très restrictive, ce qui est peu probable.

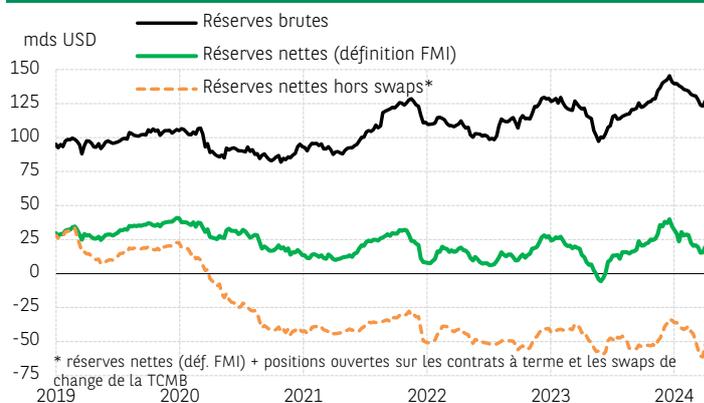
DÉRAPAGE BUDGÉTAIRE CONTRÔLÉ

Le dérapage budgétaire anticipé tout au long de l'année passée suite à la révision du budget en juin 2023 et de la publication du plan économique à moyen terme (MTEP) en septembre, n'est finalement intervenu qu'en toute fin d'année. Le déficit du gouvernement central s'est établi à 5,2% du PIB en décembre contre encore seulement 2,7% en septembre. Fin mars et en cumul sur douze mois, il a atteint 5,4%. C'est malgré tout deux fois moins élevé que ce qu'un institut de recherche sérieux comme le TEPAV craignait il y a un an. Qui plus est, les comptes publiés par le ministère des finances sont en termes de droits et charges constatés (*accrual basis*) et non pas effectivement payés (*cash basis*). Ils tiennent compte des engagements de dépenses au titre de 2023, décaissés ou non. L'exécution budgétaire publiée par le Trésor, qui est, à l'inverse, sur base de décaissements effectifs, montre également un dérapage, mais à partir d'un niveau bien plus faible (de 2,4% fin 2023 à 3% en mars). Au T1 2024, les dépenses hors intérêts ont progressé de 16% en termes réels par rapport au T1 2023. Mais il n'y a pas d'accélération par rapport à l'ensemble de l'année 2023, mois de décembre exclu.

Pour 2024, l'objectif du MTEP est de 6,4% (dépenses liées au tremblement de terre comprises). Cet objectif est *a priori* tout à fait crédible. Il y a deux réserves cependant quant à l'évolution des métriques de finances publiques. Premièrement, le poids des intérêts de la dette a sensiblement augmenté, de 1,9% du PIB (11% des revenus) en mars 2023 à 2,7% (resp. 13,6%) un an plus tard. Cette dégradation n'est pas inquiétante pour autant. Deuxièmement, la dette du gouvernement central ne tient *a priori* pas compte des dépenses engagées au titre du tremblement de terre (puisqu'elles n'ont pas été décaissées).

Fin mars, la dette ne représentait plus que 25% du PIB. Si l'on ajoute les 2,4 points de PIB d'écart entre le déficit en base d'engagements et celui en base de caisse et, compte tenu de notre prévision du déficit pour 2024 (4,8%), d'une hypothèse de croissance du PIB nominal de 60% et d'une appréciation du taux de change réel de la livre d'un peu plus de 20% (contre un panier USD-EUR), le ratio resterait inchangé à 25% du PIB.

TURQUIE : RÉSERVES DE CHANGE DE LA BANQUE CENTRALE (TCMB)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Pour 2025, l'assainissement budgétaire serait plus marqué, avec un solde primaire ramené à l'équilibre contre encore -1,8% du PIB en 2024.

STABILISATION ENCORE INACHEVÉE DES COMPTES EXTÉRIEURS

Les réserves de change de la BCRA se sont stabilisées depuis les élections municipales (cf. *graphique 2*). Elles s'étaient érodées sur les trois premiers mois de l'année non en raison d'une détérioration de la balance des paiements mais sous l'effet d'une plus forte demande de dollars de la part des résidents et d'une réduction de la position de swaps de change créditrice des banques commerciales auprès de la Banque centrale.

En février et en cumul sur 12 mois, le déficit de la balance courante s'est réduit à USD 32 mds (2,8% du PIB), une division par deux par rapport à son pic du printemps 2023. Cette amélioration s'explique uniquement par un moindre déficit de la balance des postes « or & énergie », qui s'est rétracté de 10% à 6% du PIB. Toutefois, la balance commerciale des autres produits, celle des services (dominée par les recettes du tourisme qui ont atteint USD 40 mds sur 12 mois) et celle des revenus, restent, agrégées, largement excédentaires.

L'excédent de la balance des investissements de portefeuille a permis de compenser la baisse attendue du poste erreurs & omissions. En revanche, au T1 2024, les dépôts des résidents couverts par le mécanisme de protection contre le risque de change (KKM) ont été transféré très majoritairement vers des dépôts en dollars malgré la hausse des taux d'intérêt sur les dépôts en TRY. Mi-avril, il restait encore l'équivalent de USD 70 mds de dépôts encore non transférés (et donc encore tenus en TRY). Avec la saison touristique, le déficit courant devrait pouvoir se stabiliser autour 2,5% du PIB. Si tel est le cas, cela devrait conforter la stabilité récente de la livre et favoriser les transferts de dépôts KKM vers des dépôts en TRY.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ Le salaire minimum a été revalorisé de 50% au 1^{er} janvier 2024 (multiplication par 2 sur un an) à 20002 TRY mensuels, soit 580 euros.
² Sur un an, le pic d'inflation serait atteint en mai (légèrement au-dessus de 70%) pour finir autour de 40% en décembre.

BRÉSIL

L'ÉCONOMIE FAIT DE LA RÉSISTANCE

Après avoir stagné au deuxième semestre 2023, l'activité économique se raffermi depuis quelques mois, soutenue entre autres par la résilience de l'emploi. Ce bon début d'année ne s'imposait pourtant pas comme une évidence au vu de la divergence de nombreux indicateurs. Le rythme des baisses des taux devrait ralentir au deuxième semestre 2024. En effet, l'assouplissement monétaire se heurte à une désinflation plus lente qu'anticipé et à des risques haussiers sur les anticipations d'inflation. Ces dernières sont écornées par la révision des objectifs budgétaires pour 2025-28 et un interventionnisme plus prononcé de l'État, soucieux de relancer l'investissement. Le sommet annuel du G20 en novembre prochain et la tenue de la COP30 l'année prochaine donneront l'occasion au Brésil de renforcer son *leadership* du Sud global en soutien des questions environnementales, de lutte contre la pauvreté et de redistribution.

LA CONJONCTURE DÉJOUÉ LES ATTENTES (UNE FOIS DE PLUS)

Comme au cours des trois dernières années, les indicateurs d'activité du premier trimestre ont été beaucoup mieux orientés qu'anticipé : dans le sillage du rebond engagé en décembre dernier, l'indicateur avancé du PIB (IBC-Br) a continué de progresser en janvier et février 2024, tandis que les enquêtes PMI du mois de mars indiquent une expansion de l'activité dans les services et le secteur manufacturier. Ces données conjoncturelles ont mis à mal le scénario d'un ralentissement de l'économie auguré par la stagnation du PIB au deuxième semestre 2023. L'épidémie record de dengue que traverse le pays (plus de 3 millions de cas recensés) ne semble pour l'instant pas peser significativement sur la croissance du PIB.

La consommation a été le moteur de la reprise économique soutenue par la hausse de transferts¹ et la bonne tenue de l'emploi. Contrairement aux anticipations, le marché du travail ne montre toujours pas de signes d'essoufflement. Corrigé des variations saisonnières, le chômage a sensiblement reflué au premier trimestre tandis que les revenus moyens (en termes réels) ont continué de progresser (9^e mois consécutif de hausse en février). Ces évolutions favorables expliquent la solide progression des ventes de détail ainsi que celle des activités de services.

Pourtant, la lecture de certains indicateurs pouvait laisser douter de la vigueur du raffermissement de l'activité : baisse de la production industrielle, repli de la confiance des ménages (en janvier et février), tassement des exportations de biens en volume au T1 (+0,9% vs. T4 2023). L'octroi de crédit n'a pas connu de sursaut particulier (en glissement annuel, la progression du crédit en termes réels est stable autour de 3,5% depuis septembre 2023). En parallèle, le marché boursier (-15% en dollar) et la monnaie (-7,5% contre le dollar) ont connu des déconvenues depuis le début de l'année - au point de sous-performer la plupart des grands pays émergents et autres exportateurs nets de pétrole. Sur les deux premiers mois de l'année, le marché actions a notamment enregistré près de USD 3,6 mds des sorties nettes de capitaux de la part des non-résidents.

DES SOUTIENS BUDGÉTAIRES MULTIFORMES

La bonne tenue de l'activité au T1 nous a conduit à réviser à la hausse notre prévision de croissance du PIB pour cette année (2,2% contre 1,8% prévu précédemment). Ce faisant, elle profite aux comptes publics (le gouvernement a déjà enregistré un surplus de BRL 5 mds de recettes fiscales par rapport aux prévisions sur les deux premiers mois de l'année). Cette situation devrait permettre d'atteindre les objectifs de solde primaire (hors intérêts de la dette) fixés par le nouveau cadre

¹ Paiements anticipés de salaires supplémentaires pour les retraités et règlement d'injonctions de paiement de l'État à destination des particuliers et des entreprises (*precatórios*) à la suite de décisions de justice (datant de l'ère Bolsonaro).
² D'autant que la contribution à la croissance de la demande externe devrait être beaucoup plus modeste cette année, voire négative après avoir été à l'origine de la moitié de la progression du PIB en 2023.

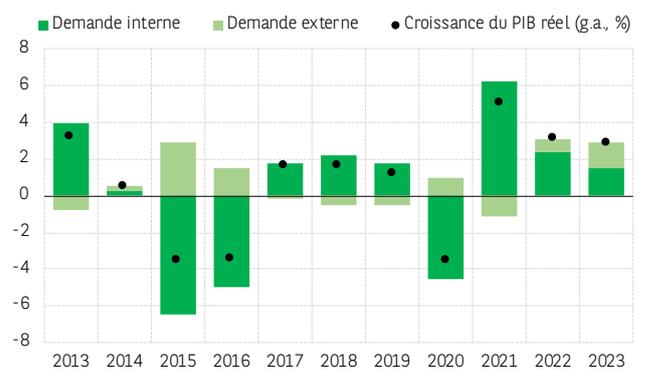
PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,1	3,1	2,9	2,2	2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,3	9,3	4,6	4,1	4,1
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-4,6	-8,9	-7,1	-6,9
Dette publique, % du PIB	77,3	71,7	74,4	77,1	79,7
Solde courant, % du PIB	-2,8	-2,9	-1,3	-0,7	-1,3
Dette externe, % du PIB	42	36	37	42	40
Réserves de change, mds USD	362	324	355	348	350
Réserves de change, en mois d'imports	14,2	11	12,4	12,9	12,4

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

BRÉSIL : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL (POINTS DE POURCENTAGE)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

budgétaire (objectif de déficit zéro en 2024 avec une tolérance de 0,25 point de PIB). Pour autant, Lula - dont la popularité s'effrite depuis quelques mois et qui, en octobre, fera face à un premier test électoral avec les élections municipales - souhaite stimuler la demande interne². Le chef de l'État a d'ores et déjà annoncé i/ un nouveau programme de financement pour soutenir les microentreprises et microentrepreneurs (*Programa Acredite*), ainsi ii/ qu'un programme de subventions (*Mover*) destiné à l'industrie automobile pour stimuler,



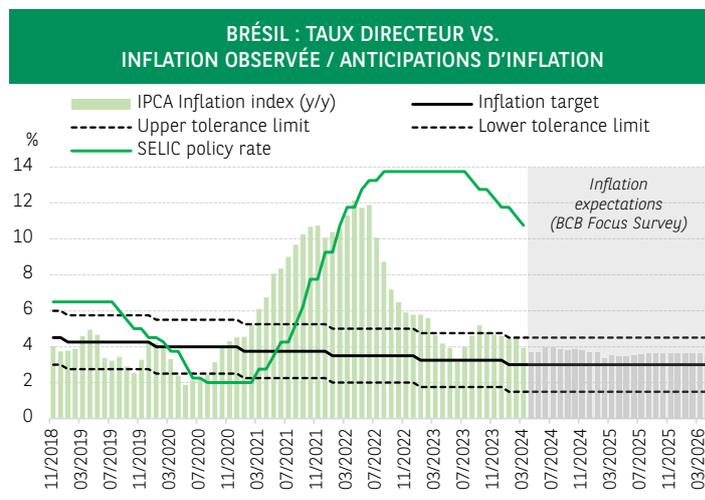
entre autres, la production nationale de véhicules électriques (neuf constructeurs automobiles ont déjà annoncé des investissements à hauteur de USD 17 mds à horizon 2030.) Le gouvernement œuvre aussi au déploiement d'une aide pour les factures d'électricité des ménages. Néanmoins, en dehors de l'instauration d'une taxe sur les fonds d'investissement *offshore*, le gouvernement peine pour l'instant à accroître durablement les recettes. Plusieurs initiatives du gouvernement ont été retoquées par le Congrès ou suspendues jusqu'après les élections (e.g. création d'une taxe sur les dividendes ou modification de l'impôt sur le revenu). Le ministère de la Planification et du Budget a ainsi annoncé, fin mars dernier, le gel de BRL 2,9 mds (USD 581 mn) de dépenses discrétionnaires. Les objectifs budgétaires fixés dans le cadre de la première version du projet de loi d'orientation budgétaire pour 2025 ont aussi été revus afin de dégager des marges de manœuvre supplémentaires : des ajustements à la baisse, de respectivement 0,5 et 0,75 point de PIB, ont été apportés aux excédents primaires ciblés en 2025 et 2026 (initialement 0,5% et 1% du PIB). L'objectif de réaliser 1% d'excédent a finalement été reporté à 2028.

Compte tenu de ces obstacles, Lula renoue depuis quelques mois avec un interventionnisme plus marqué au sein de grands groupes (Petrobras, Vale, Braskem) avec l'espoir de relancer l'investissement³. Par exemple, le gouvernement, qui détient environ 37% du capital de Petrobras, a souhaité que l'entreprise renonce au paiement de dividendes pour être en meilleure capacité d'investir mais aussi de maintenir des prix bas à la pompe (en absorbant la hausse des prix du pétrole.)

BAISSE DES TAUX MOINS RAPIDE QUE PRÉVU

En dépit de la baisse des taux directeurs cumulée de 300 points de base depuis août 2023, et des baisses à venir cette année, la politique monétaire devrait demeurer en territoire restrictif⁴ - du moins tant que les anticipations d'inflation de moyen terme des opérateurs privés demeurent au-dessus de la cible de la BCB. L'ambiguïté du gouvernement par rapport à ses objectifs budgétaires et l'ingérence renouvelée de Lula dans certaines grandes entreprises pèsent en effet sur les anticipations mais aussi sur la monnaie - qui souffre, de surcroît, du renforcement du dollar. L'affaiblissement de la monnaie (et l'inflation importée), l'escalade des tensions géopolitiques et leurs effets sur les prix des matières premières ainsi qu'un assouplissement monétaire plus lent dans les pays avancés contraignent la fonction de réaction des autorités monétaires brésiliennes. Ces considérations s'ajoutent à des facteurs locaux et ralentissent le processus de désinflation : effet prolongé d'El Niño sur les prix alimentaires, accélération de l'inflation dans les services, persistance des pressions salariales et taux de chômage ancré en dessous du taux NAIRU⁵.

Au vu de ce contexte, et pour se donner davantage de marges de manœuvre, la BCB a raccourci l'horizon au cours duquel elle fournissait des indications sur l'orientation future de sa politique monétaire (*forward guidance*). Elle a annoncé une nouvelle réduction du taux SELIC d'un demi-point au cours de la prochaine réunion en mai, sans se positionner au-delà. Les opérateurs de marché anticipent désormais des baisses de taux moins importantes au deuxième semestre.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCB, BNP PARIBAS

Le changement de profil du conseil de politique monétaire de la BCB (le COPOM) en fin d'année (nomination par Lula du nouveau gouverneur notamment) devrait, par ses effets sur les anticipations d'inflation, constituer un autre point de vigilance des marchés au S2.

LE BRÉSIL, SOUS LE FEU DES PROJECTEURS

Le Brésil exerce la présidence tournante du G20 et organisera son sommet annuel en novembre 2024 à Rio de Janeiro. Un an plus tard, le pays organisera la conférence mondiale sur le climat (COP30) à Bélem en Amazonie. Outre les questions de décarbonation des économies, ce sont surtout les thèmes de lutte contre la pauvreté et les inégalités, la réforme de la fiscalité internationale et la représentation du Sud global dans la gouvernance financière internationale qui devraient occuper l'ordre du jour. Parmi les initiatives déjà proposées, on compte la formation d'une alliance mondiale contre la faim et la pauvreté, et la proposition de mise en place d'une taxe globale sur la fortune. Dans sa quête à définir les contours d'une nouvelle mondialisation plus redistributive, le Brésil aura la lourde tâche de créer du consensus dans un contexte de divergences croissantes sur le plan géopolitique.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com

³ En 2023, l'investissement a enregistré une contribution négative à la croissance à hauteur de -0,6 point de pourcentage et le ratio investissement sur PIB a atteint le même niveau que pendant la pandémie de Covid-19 en 2020 (16,5%).
⁴ Le taux réel ex-ante (taux d'intérêt nominal moins l'inflation attendue pour les 12 prochains mois) reste de quelques points supérieur au taux neutre (taux compatible avec une économie à l'équilibre) estimé entre 4,1% et 5,5% selon une étude de la BCB.
⁵ Le taux de chômage (7,7% en février) se situe environ un point en dessous du taux de chômage n'accélération pas l'inflation ou NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) que la plupart des économistes estiment dans une fourchette de 8,5% à 9,5%.

AGENDA POLITIQUE CHARGÉ

La croissance économique chilienne s'est normalisée au cours du second semestre 2023, l'inflation a ralenti, le déficit courant a diminué. Le rebond de l'activité attendu en 2024 devrait permettre une croissance proche du potentiel, tirée par la consommation des ménages, l'investissement privé et les exportations minières. Sur le plan politique, les tensions se sont apaisées après la décision de marquer une pause (qui devrait durer plusieurs années) dans le processus d'adoption d'une nouvelle Constitution. Néanmoins, le gouvernement de Gabriel Boric et les partis d'opposition continuent de débattre, notamment sur la réforme fiscale, la réforme des systèmes de retraite et la loi cadre du secteur de l'énergie.

RETOUR DE LA CROISSANCE

L'investissement et la consommation privée se sont ajustés à la baisse au dernier trimestre 2022 et au premier semestre 2023, après le retrait des mesures exceptionnelles mises en place en 2020-2021 et le PIB réel a reculé sur trois trimestres consécutifs. L'activité s'est stabilisée à partir du deuxième trimestre 2023 : le PIB réel a progressé de 0,6% et 0,4% en g.a. aux T3 et T4 respectivement. La croissance économique s'est finalement établie à 0,2% pour l'année 2023.

Les perspectives à court terme sont plus favorables. On s'attend à une progression du PIB de près de 2% en 2024, notamment grâce au rebond de la consommation privée et des exportations minières. Le processus rapide de désinflation (l'inflation a ralenti à 7,6% en g.a. en 2023, après 11,6% en 2022 et a encore ralenti au cours des premiers mois de 2024, à 3,2% en g.a. en mars) devrait entraîner une hausse des revenus réels. Dans le même temps, le cycle (agressif) d'assouplissement monétaire se poursuit (la Banque centrale a déjà réduit son taux directeur de 480 pb depuis juillet 2023, à 6,5% début avril, et de nouvelles baisses sont attendues à court terme). Cela devrait améliorer l'accès au crédit, tant pour les consommateurs que pour les investisseurs. Parallèlement, les investissements et les exportations bénéficieront de la demande croissante de produits miniers chiliens (principalement du cuivre et du lithium) ainsi que d'hydrogène vert. Les risques restent toutefois orientés à la baisse. En particulier, les tensions politiques pourraient conduire à un blocage continu des réformes et peser sur le sentiment des consommateurs et des investisseurs.

LE TEMPS DES RÉFORMES

Depuis le début du mandat, en mars 2022, le président Boric et son gouvernement ont en effet affirmé leur volonté de mettre en place un grand nombre de réformes. Plusieurs projets ont été initiés (réforme du système des retraites, accélération de la transition énergétique notamment) mais les différents projets constitutionnels ont occupé la place centrale des débats politiques.

Le rejet consécutif de deux propositions pour une nouvelle Constitution (la première, soutenue par le gouvernement mais jugée trop progressiste, a été rejetée au cours du référendum du 4 septembre 2022, par 62% des voix, et la seconde, à l'inverse jugée trop conservatrice, décriée par le gouvernement, a été refusée le 17 décembre 2023 par 55,8% des voix) illustre bien la polarisation de la vie politique dans le pays et les difficultés auxquelles sont confrontés aussi bien le gouvernement que les partis d'opposition. D'un commun accord, le projet constitutionnel est mis en pause pour plusieurs années (pour le moment, c'est donc la Constitution actuelle qui prévaut), afin que les débats politiques puissent se concentrer sur d'autres sujets.

PRÉVISIONS

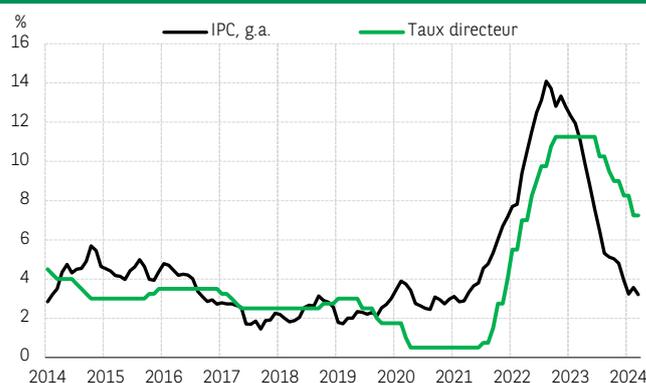
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	11,7	2,4	0,2	1,9	2,0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4,5	11,6	7,6	3,3	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,5	1,1	-2,5	-2,1	-1,6
Dette publique, % du PIB	36,3	38,0	39,2	40,5	40,7
Balance courante, % du PIB	-6,6	-8,7	-3,7	-3,4	-3,3
Dette externe, % du PIB	75,0	76,4	74,3	74,1	74,2
Réserves de change, mds USD	51,3	39,1	46,3	46,3	46,3
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	4,9	7,0	7,5	7,6

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

CHILI : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Les tensions politiques devraient rester élevées au cours des prochains mois et les difficultés rencontrées par le gouvernement pourraient se multiplier : les attentes populaires sont nombreuses, mais le Président et le gouvernement souffrent d'une popularité faible alors que les partis d'opposition disposent de la majorité au Sénat - ce qui a déjà fortement limité la capacité du gouvernement à réformer depuis le début du mandat.



En outre, le gouvernement ne dispose plus que d'une courte période pour avancer ses principales réformes, avant que les débats politiques ne soient monopolisés par les élections locales et régionales (octobre 2024) puis l'élection générale (présidentielle et législative, en novembre 2025). D'une part, une deuxième version de la réforme fiscale (la première a été rejetée en mars 2023) a été présentée au Congrès en janvier 2024. Cette nouvelle version propose une augmentation des revenus fiscaux représentant près de 1,5% du PIB d'ici 2026 (contre 4% du PIB dans le premier projet), obtenue quasi-exclusivement grâce à l'amélioration de la lutte contre l'évasion fiscale (alors que le premier projet de loi envisageait une hausse des impôts sur le revenu et la fortune). Les revenus additionnels devraient être utilisés pour financer de nouvelles dépenses sociales, de sorte que l'effet sur les finances publiques pourrait n'être que marginal. Le projet de loi est actuellement en discussion au Sénat et les débats s'avèrent houleux.

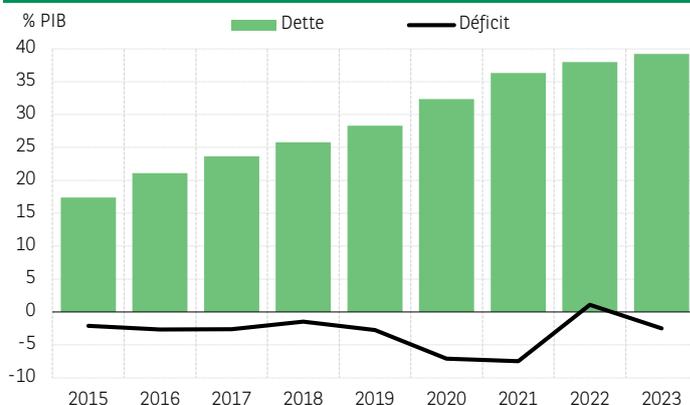
Dans le même temps, le projet de réforme du système des retraites (visant principalement à améliorer le taux de remplacement et la couverture), initialement présenté mi-2022, a été approuvé par la chambre basse du Congrès en janvier 2024, après de nombreux amendements au projet initial. Ce projet est à présent en discussion au Sénat et sa portée pourrait être de nouveau amoindrie. L'augmentation du minimum-vieillesse, adoptée par les députés, ne devrait pas être remise en cause. En revanche, la création d'une agence publique administrative, ne laissant aux AFP (Administradoras de Fondos de Pensiones, les administrations de gestion des fonds de pension) que la gestion financière des retraites, votée par les députés, pourrait être remise en cause par les sénateurs. En outre, alors que le gouvernement a déjà dû accepter que les recettes liées à la nouvelle contribution patronale (représentant 6% du salaire du travailleur) ne soient pas intégralement utilisées pour renforcer le pilier de solidarité, le Sénat pourrait décider que les recettes alimentent uniquement les comptes individuels.

Enfin, les discussions concernant la loi cadre de la transition énergétique se poursuivent. En avril 2023, le gouvernement a présenté au parlement une Stratégie nationale du lithium particulièrement ambitieuse, visant à améliorer l'efficacité de la production nationale de lithium (y compris l'intégration d'entreprises chiliennes dans la chaîne de valeur du lithium), augmenter les recettes fiscales, tout en instaurant un cadre « socialement et écologiquement » durable. Fin mars 2024, le gouvernement a précisé que l'exploitation des salars « stratégiques » d'Atacama (seul exploité pour le moment) et de Maricunga serait opérée via des partenariats public-privé dont l'État serait majoritaire. Cinq autres salars pourront bénéficier d'une exploitation mixte et enfin 26 autres salars (représentant moins de 20% de la production totale du pays) seront ouverts à l'exploitation privée.

CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE PLUS LENTE QUE PRÉVU

Dans ce contexte, les objectifs de consolidation budgétaire fixés par le gouvernement (atteindre l'équilibre en 2028) paraissent optimistes. Après un excédent en 2022 (de 1,1% du PIB), le solde budgétaire était de nouveau en déficit en 2023, de 2,5% du PIB : la hausse des revenus liée à l'exploitation du lithium n'a pas suffi à compenser les effets de la baisse de l'activité et du prix du cuivre. Au total, les revenus ont diminué de près de 8% en g.a. Dans le même temps, les dépenses ont augmenté de près de 10% en g.a. Au cours des deux prochaines années, nous attendons un déficit en légère baisse. En particulier, en dépit d'une reprise de l'activité, les pressions populaires relatives à l'augmentation des dépenses sociales devraient persister.

CHILI : DÉFICIT BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

Cela dit, même si la consolidation budgétaire est plus lente que prévu par les autorités, le risque souverain reste limité. La dette publique a significativement augmenté au cours des dernières années, mais reste modérée (à 39,2% du PIB, alors qu'elle représentait 28% du PIB en 2019). La dette devrait continuer à augmenter progressivement au cours des prochaines années, mais son profil reste favorable ; la maturité reste supérieure à 10 ans, et la dette contingente reste limitée, ce qui reflète une dette peu élevée du secteur public et une régulation prudente et efficace du système financier.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



ÉMIRATS ARABES UNIS

QUELLE STRATÉGIE FACE AU RISQUE DE TRANSITION ?

L'économie des Émirats arabes unis reste l'une des plus dynamiques de la région. Ces bonnes performances sont liées à la diversification sectorielle des émirats et à l'attractivité persistante de Dubaï pour les touristes et les investisseurs. Malgré un environnement géopolitique tendu, les perspectives sont favorables à court terme : la production d'hydrocarbures devrait croître et la croissance soutenue des services et de l'immobilier se maintenir. Néanmoins, le risque géopolitique, les incertitudes du marché pétrolier et la politique monétaire américaine sont autant de facteurs susceptibles de remettre en cause ce scénario. À plus long terme, l'incertitude quant au rythme et à l'intensité de la transition bas-carbone rend les perspectives beaucoup plus incertaines. La stratégie de la fédération est de continuer de développer sa capacité de production d'hydrocarbures pour profiter de conditions de production favorables, et de diversifier les exportations.

DYNAMISME DES SECTEURS HORS HYDROCARBURES

En 2023, la croissance économique des Émirats arabes unis (EAU) - +3,1% selon les estimations de la banque centrale - a été parmi les plus fortes de la région en raison du dynamisme des secteurs non pétroliers (+5,9%) et de la baisse relativement modérée du PIB lié aux hydrocarbures (-3,3%). L'activité a progressé de 3,1% à Abu Dhabi (environ 60% de l'économie de la fédération), soutenue principalement par le secteur de la construction et les services financiers. Le secteur des hydrocarbures (environ 47% du PIB) s'est replié de 2,9% en raison de la décision de l'OPEP de limiter la production afin de soutenir les prix. À Dubaï (environ 22% du PIB de la fédération), le dynamisme du secteur des services devrait permettre une croissance de 3,5% environ du PIB. Ce sont les secteurs de la logistique et des transports, et dans une moindre mesure le commerce de détail, qui ont été les principaux moteurs de la croissance en 2023.

À court terme, les perspectives des secteurs hors hydrocarbures sont positivement orientées. L'immobilier résidentiel devrait continuer de progresser, même si un ralentissement est prévu à Dubaï après un rythme de construction soutenu depuis 2020. Plus généralement l'attractivité de l'émirat pour les touristes et entrepreneurs étrangers soutient le secteur de l'immobilier. Ainsi, le régime des visas a été récemment assoupli et les entrepreneurs étrangers sont maintenant autorisés à détenir jusqu'à 100% du capital d'une entreprise domiciliée aux Émirats. La fréquentation touristique devrait continuer de progresser, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2023. En effet, une partie de la forte hausse du nombre de visiteurs enregistrée en 2023 (+19% à Dubaï) est due à l'organisation de la COP28. Les perspectives du secteur pétrolier sont plus mitigées à court terme. Même si on constate certains signes de reprise de la demande de pétrole au niveau mondial, les pays de l'OPEP+ seront prudents avant de s'engager dans une hausse de la production. Aux EAU, nous anticipons une augmentation de la production pétrolière d'environ 1,7% en 2024.

Au total la croissance devrait atteindre 3,9% en 2024 et accélérer vers 5,4% en 2025, grâce notamment à l'augmentation attendue de la production pétrolière.

RISQUES POTENTIELS SUR LA CROISSANCE

L'évolution du marché du pétrole reste un déterminant important de l'activité malgré la diversification de l'économie par rapport aux standards régionaux. Depuis quelques années, la hausse des capacités de production pétrolières sur l'ensemble du continent américain contraint l'influence du cartel sur le marché pétrolier, ce qui peut freiner l'augmentation des quotas de production des pays de l'OPEP.

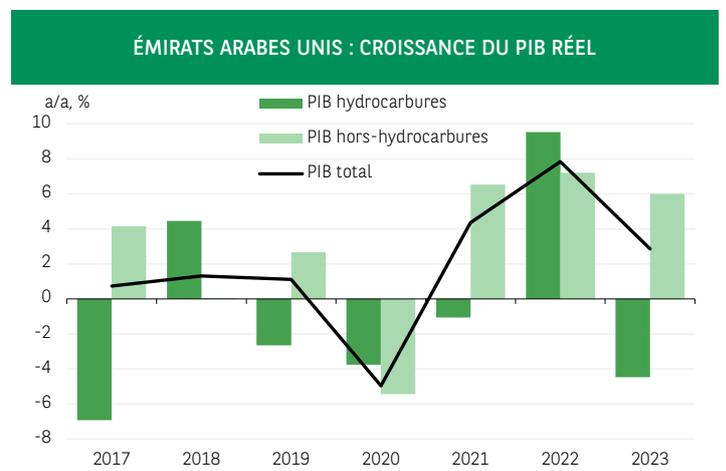
Le maintien de taux d'intérêt élevés aux États-Unis constitue une autre contrainte, l'ancrage du dirham émirati au dollar US imposant à la banque centrale des EAU de suivre la politique monétaire de la Réserve

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle (%)	4,4	7,9	3,1	3,9	5,4
Inflation moyenne (IPC, %)	-0,1	4,8	1,6	2,1	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	4,0	9,9	6,5	5,7	4,5
Dette publique / PIB (%)	36	31	31	26	22
Solde courant / PIB (%)	11,5	11,6	9,3	7,8	6,9
Dette extérieure / PIB (%)	88	85	87	87	85
Réserves de change, mds USD	128	134	184	192	202
Réserves de change, en mois d'imports	4,8	4,6	5,9	5,9	5,9

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

fédérale américaine (Fed). Même si la baisse des taux américains devrait être amorcée cette année, elle se fera vraisemblablement à un rythme modéré étant donnée la vigueur de l'activité économique aux États-Unis.

L'environnement géopolitique peut avoir des conséquences négatives majeures aux Émirats compte tenu de l'importance du secteur des services, traditionnellement plus sensible au risque politique que l'industrie, et de la dépendance de la fédération vis-à-vis des routes commerciales maritimes. Un blocage du détroit d'Hormuz limiterait fortement les capacités d'exportation de pétrole. En effet, l'oléoduc reliant les champs



pétroliers d'Abu Dhabi au port de Fujairah a une capacité de 1,5 mb/j tandis que les exportations atteignent en moyenne 2,6 mb/j. En revanche, les perturbations dans la circulation des navires en mer Rouge ont des conséquences très limitées sur les exportations pétrolières, l'Asie étant de loin le principal marché d'exportation. Aussi, paradoxalement, l'augmentation du risque géopolitique peut avoir des conséquences positives sur l'activité aux Émirats, et plus particulièrement à Dubaï, pays d'accueil de ressortissants de pays soumis à des tensions géopolitiques au cours des dernières années.

SOLIDITÉ DES FINANCES PUBLIQUES ET EXTERNES

Les indicateurs de liquidité et de solvabilité publics et externes sont solides si l'on considère les Émirats dans leur ensemble. Les revenus budgétaires non liés aux hydrocarbures représentent environ 45% des revenus gouvernementaux totaux. Ils sont issus de taxes et de dividendes provenant d'entreprises à participation publique majoritaire. De leur côté, les dépenses du gouvernement croissent à un rythme modéré. Dans ce contexte, le prix du baril de pétrole qui équilibre le budget est inférieur à 60 USD/b, ce qui permet aux comptes publics de dégager un excédent. La dette du gouvernement est modérée (27% du PIB en 2023) et orientée à la baisse. Le gouvernement est très largement créditeur net étant donné que les actifs détenus par les fonds souverains équivalent à au moins deux fois le PIB. La dette contingente des membres de la fédération (définie comme celle des conglomérats non bancaires dont le gouvernement détient une majorité du capital) est élevée (29% du PIB d'Abu Dhabi et 38% du PIB de Dubaï), mais elle ne représente pas un risque de nature systémique.

LES EAU DANS LA TRANSITION BAS-CARBONE

La dépendance aux hydrocarbures (les recettes issues des hydrocarbures représentent environ 40% des revenus d'exportation hors ré-exportations et 55% des revenus du gouvernement) accentue les incertitudes liées à la transition bas-carbone. Le risque est à la fois celui de voir les actifs hydrocarbonés perdre de leur valeur (de devenir des *stranded assets*) et donc de ne plus générer suffisamment de revenus pour les économies concernées, et celui d'être insuffisamment engagé dans la diversification économique. Si la transition bas-carbone est un objectif partagé par un grand nombre de pays, son rythme et ses conséquences économiques sont pour l'instant très incertains. Néanmoins, pour les producteurs de pétrole le risque de devoir faire face à de graves difficultés économiques dans un horizon relativement court (deux décennies) n'est pas négligeable selon le FMI¹.

Dans ce contexte, les EAU développent une double stratégie : continuer de valoriser les ressources d'hydrocarbures, en développant les capacités de production, et préparer l'ère post-hydrocarbures en accélérant la diversification de l'économie. Contrairement à d'autres producteurs dans la région, les EAU ambitionnent d'augmenter leur capacité de production pétrolière à moyen terme. Elle est actuellement estimée à un peu plus de 4 mb/j et l'objectif est de l'augmenter à 5 mb/j d'ici 2027. En parallèle, l'extraction de gaz devrait s'accroître afin que le pays devienne exportateur net de gaz d'ici 2030. Actuellement, une partie de la consommation intérieure est couverte par des importations provenant du Qatar. En parallèle, les objectifs en matière de décarbonation du mix énergétique sont ambitieux. Ils consistent, d'une part, à électrifier plus de 50% du mix énergétique d'ici 2050 (20% actuellement), et, d'autre part, à décarboner la production d'électricité. En 2022, environ 18% du mix électrique est non carboné si on inclut l'énergie nucléaire (13% du mix électrique). Les ambitions en termes d'énergie renouvelable (uniquement solaire

ÉMIRATS ARABES UNIS : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OPEP, BNP PARIBAS

étant données les caractéristiques climatiques) sont très importantes : tripler la capacité de production entre 2022 et 2030.

LE DÉFI DE LA DIVERSIFICATION DES EXPORTATIONS

Concernant la diversification de l'économie, la transition énergétique impose un nouveau processus. Depuis plus d'une vingtaine d'années, la diversification des économies du Golfe a eu pour principal objectif de créer des emplois grâce au développement du secteur privé. Comme le souligne le rapport du FMI, la transition impose une autre diversification : celle des exportations qui permettra de faire face aux conséquences de la baisse de la rente liée aux hydrocarbures. Pour le moment, la diversification a surtout concerné des secteurs à productivité limitée (tourisme) ou ceux de biens non exportables (immobiliers), mais relativement peu de biens ou de services exportables et à haute valeur ajoutée (à l'exception de la logistique et des secteurs industriels intensifs en énergie tels que la pétrochimie ou l'aluminium).

Les Émirats disposent d'un certain nombre d'atouts pour mettre en œuvre cette nouvelle diversification. Ils disposent de moyens financiers très importants qui leur permettent notamment des investissements internationaux dans les énergies renouvelables (Masdar) ou des prises de participation dans des entreprises innovantes. Par ailleurs, les dépenses en recherche et développement sont assez élevées par rapport aux standards régionaux (environ 1% du PIB en moyenne entre 2000 et 2018 contre moins de 0,5% pour les autres pays du Golfe). Néanmoins, dans la recherche de nouveaux secteurs exportateurs, les EAU font face à une forte concurrence internationale, notamment celle visant à attirer des entreprises innovantes et de la main d'œuvre qualifiée. Ainsi, dans le secteur de l'intelligence artificielle (IA), des moyens importants sont mis en œuvre pour accroître les capacités des *data center* indispensables au développement du secteur de l'IA. Pour le moment, la croissance de ce secteur reste trop limitée pour avoir un impact économique réel. Au total, même si les EAU semblent les mieux placés régionalement pour mettre en œuvre la deuxième vague de diversification, et si celle-ci est a priori trop récente pour en mesurer les effets, leur capacité à maintenir le niveau de développement économique actuel, dans le cadre de la transition bas-carbone, reste très incertaine.

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

¹ R. Cherif, F. Hasanov et M. Sarsenbayev, *Call of Duty. Industrial Policy for the Post-Oil Era*, IMF, WP/24/74.

AFRIQUE DU SUD

LONG CHEMIN DE CROIX

L'économie sud-africaine a terminé l'année 2023 en évitant de justesse la récession. La mauvaise qualité des infrastructures du pays ralentit fortement l'activité. En outre, le gouvernement manque de marge de manœuvre budgétaire et la désinflation est lente et irrégulière, ce qui oblige la banque centrale à maintenir sa politique monétaire restrictive. Face aux nombreux défis macroéconomiques, le Congrès national africain (ANC) a amorcé des réformes attendues de longue date mais à un rythme jugé insuffisant. Il devrait en payer le prix aux élections générales du mois de mai et perdre la majorité absolue au Parlement pour la première fois de son histoire. Le choix du parti avec lequel il devra faire coalition pourrait bouleverser la dynamique des réformes et la trajectoire de la dette publique.

D'UNE CRISE ÉNERGÉTIQUE À UNE CRISE LOGISTIQUE

En 2023, la croissance économique de l'Afrique du Sud a ralenti à 0,6%, freinée par l'accumulation des contraintes dues aux infrastructures défaillantes du pays. En premier lieu, les coupures d'électricité imposées par l'entreprise publique Eskom ont atteint un point culminant avec 335 jours de délestages, dont 106 jours aux niveaux critiques 5-6 (contre 205 jours dont 32 aux niveaux 5-6 en 2022). Selon la banque centrale (SARB), la pénurie d'électricité aurait soustrait 1,5 point de pourcentage (pp) à la croissance du PIB. En outre, les goulets d'étranglement en matière de logistique, qui pénalisent le transport ferroviaire et maritime, ont persisté en 2023 (graphique 1). En décembre dernier, l'entreprise publique Transnet, en charge de ce secteur, avait accumulé un retard dans la livraison de marchandises estimé à 0,7% de PIB. Dans cet environnement, l'économie a évité de justesse la récession au T4 2023 : le PIB est reparti marginalement à la hausse (+0,1% t/t) après une contraction au T3 (-0,2% t/t).

Avec une croissance économique attendue à 1,1% en 2024, les perspectives restent moroses, mais en légère amélioration. Les délestages continueront mais le pire de la crise énergétique est passé : la multiplication des dispositifs privés de production d'électricité, à la suite de la libéralisation du secteur en 2022, a permis de réduire graduellement la demande adressée à Eskom, tandis que l'offre a rebondi au T4 2023 avec la reprise (temporaire) de l'activité des centrales de Kusile. Néanmoins, les difficultés logistiques persisteront et empêcheront un rebond plus dynamique de l'activité. Du côté de la demande, l'investissement et le rebond de la consommation devraient soutenir la croissance économique : après deux trimestres de contraction, la consommation des ménages est repartie à la hausse au T4 2023 ; cette dynamique devrait se poursuivre avec le recul progressif de l'inflation. Depuis juillet 2023, la croissance de l'indice des prix à la consommation est restée sous la cible supérieure de la SARB (6%), mais en mars 2024, elle s'établissait encore à 5,3% en g.a. Le processus de désinflation sera encore lent et irrégulier dans les prochains mois : l'inflation ne reviendrait à sa cible préférentielle (4,5%) qu'en fin d'année. En outre, le gouverneur de la banque centrale a récemment annoncé que la cible préférentielle d'inflation pourrait être revue à la baisse d'ici fin 2024 afin de tenter de rendre l'économie plus compétitive. Si une telle mesure se confirmait, le début du cycle d'assouplissement monétaire de la SARB, qui pour le moment n'est pas attendu avant septembre 2024, pourrait être retardé.

UN DÉFICIT DE CAPITAL PHYSIQUE ET HUMAIN

La crise des infrastructures découle d'un sous-investissement chronique, mais la sévérité des défaillances d'Eskom (électricité) et de Transnet (logistique) au cours des deux dernières années a fini par faire réagir les agents économiques. Ainsi, en 2023, l'investissement a poursuivi son rebond amorcé en 2022, enregistrant une croissance de 4,2%, tirée par l'investissement du secteur privé (+4,9%, 72% de la formation brute de capital fixe totale).

PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	4,7	1,9	0,6	1,1	1,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,6	6,9	5,9	4,8	4,5
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-5,1	-4,7	-5,4	-4,8	-4,7
Dette du gouv. central, % du PIB (1)	67,8	70,9	74,0	76,4	78,4
Solde courant, % du PIB	3,7	-0,5	-1,6	-2,8	-3,0
Dette externe, % du PIB	38,2	40,5	41,0	41,8	41,2
Réserves de change, mds USD	57,6	60,6	62,5	63,0	63,5
Réserves de change, en mois d'imports	5,4	4,8	5,3	5,0	5,2

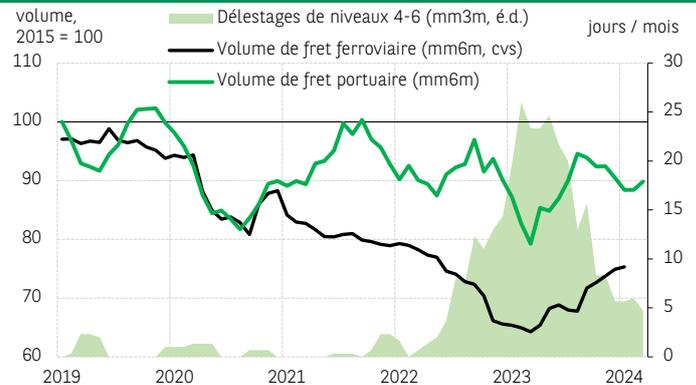
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

AFRIQUE DU SUD : PERSISTANCE DES CONTRAINTES INFRASTRUCTURELLES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : STATS SA, TRANSNET, ESKOMSEXPUSH, BNP PARIBAS

Toutefois, à 15,2% de PIB, le taux d'investissement a tout juste rattrapé son niveau de 2019 et demeure en dessous de la moyenne sur 2011-2015 (18%). De plus, il se situe largement en deçà de la moyenne des pays à revenu intermédiaire supérieur (34% de PIB) dont l'Afrique du Sud fait partie. Les tendances du marché du travail sont également préoccupantes : à 32% fin 2023, le taux de chômage se situait encore 3pp au-dessus des niveaux observés en 2019. Le taux de chômage élargi, qui prend en compte les chercheurs d'emploi découragés, dépassait les 41%. Chez les jeunes (15-24 ans), le chômage était encore plus prononcé et dépassait les 60% en moyenne sur 2023.



Au-delà d'une conjoncture économique défavorable, ces chiffres traduisent également une inadéquation entre l'offre de compétences et la demande des entreprises. Selon l'OCDE, en 2022 seulement 50% des individus de 25-34 ans détenaient un diplôme d'enseignement secondaire supérieur, et seulement 1% d'entre eux étaient titulaires d'un master (ou équivalent). Pourtant, les dépenses publiques dans l'éducation, une fois rapportées au PIB, sont parmi les plus élevées au monde (6,2% de PIB en 2022). Améliorer la qualité de l'éducation à long terme devra donc passer par une meilleure gestion des dépenses. Il faudra plusieurs années pour corriger le retard pris au cours de la décennie passée en matière de capital physique et humain, et ainsi redresser durablement le potentiel de croissance du pays. Entre-temps, dans un environnement de croissance faible, les pressions sur les finances publiques seront de plus en plus aiguës.

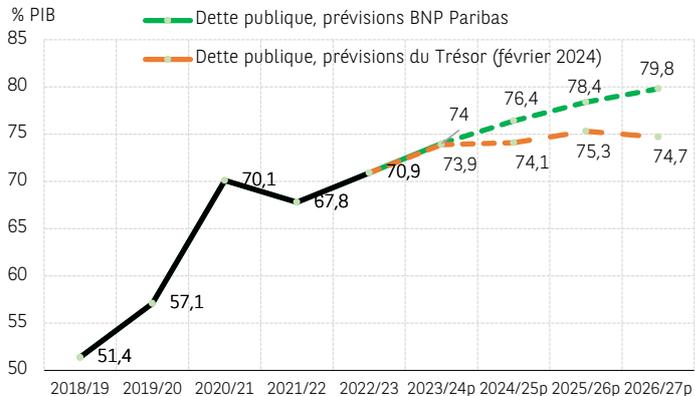
PRAGMATISME DES FINANCES PUBLIQUES

La tentative de consolidation budgétaire menée en 2023 n'a pas porté ses fruits. Sur les onze premiers mois de l'année budgétaire (avril 2023 à février 2024), les dépenses affichent une hausse modérée de +4,7% en g.a., mais les recettes stagnent, à +0,8%. Ces dernières sont notamment tirées vers le bas par la contraction de 11% de l'impôt sur les sociétés, qui avait atteint des records en 2022 grâce aux bonnes performances du secteur minier, entre autres. Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2023/24, le déficit public devrait atteindre 5,4% du PIB, contre 4,7% un an plus tôt.

Étant donné la faiblesse de la croissance économique et l'impératif de consolidation des finances publiques, les marges de manœuvre budgétaires sont réduites. Ainsi, malgré une campagne électorale difficile pour l'ANC, les mesures expansionnistes prévues pour l'année 2024/25 sont limitées. L'allocation Social Relief of Distress (SRD) a été prolongée jusqu'en mars 2025 mais n'a toujours pas été officiellement pérennisée, et sa revalorisation pour 2024/25 (+5,7%) est à peu près indexée sur l'inflation. Le projet de loi d'assurance maladie nationale, pourtant adopté par le Parlement fin 2023, n'a pas reçu de soutien financier supplémentaire dans le budget de février dernier. En outre, après maints débats controversés, le Trésor a finalement opté pour une gestion prudente des bénéfices réalisés sur son compte de réserves en or et en devises (GFECRA) auprès de la SARB : des ZAR 507 mds de profits, ZAR 150 mds (2% de PIB) seront retirés durant les trois prochaines années et serviront à réduire les besoins de financement préexistants, et non à financer de nouvelles dépenses.

Malgré ces efforts, les prévisions budgétaires du Trésor nous semblent trop optimistes. D'une part, les taux de croissance économique prévus à court et moyen terme semblent trop élevés. D'autre part, l'excédent budgétaire primaire devrait rester inférieur aux prévisions et la dette publique ne devrait pas se stabiliser à horizon 2026-27 (graphique 2). La hausse tendancielle de la charge de la dette (21,6% des recettes budgétaires en 2023/24) ainsi que la faible croissance du PIB tirent mécaniquement le ratio de dette sur PIB vers le haut, indépendamment de la volonté du Trésor. En outre, d'importants risques de dérapage budgétaire persistent (matérialisation des passifs éventuels dus aux entreprises publiques, pérennisation du SRD, financement de l'assurance maladie). L'annonce du budget 2024/25 en février dernier n'a donc pas eu l'effet escompté de rassurer les investisseurs : les taux d'intérêt sur les obligations du Trésor sont repartis à la hausse (jusqu'à atteindre mi-avril 12,5% sur l'obligation à 11 ans, contre 11,4% mi-janvier), tandis que la part des investisseurs étrangers sur le marché domestique des obligations du Trésor a chuté à un plancher record de 24,6% en mars. L'incertitude qui caractérise les élections de mai contribue également largement aux inquiétudes des investisseurs.

AFRIQUE DU SUD : ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TRÉSOR SUD-AFRICAÏN, BNP PARIBAS

VERS UN GOUVERNEMENT DE COALITION

Les regards sont désormais tournés vers les élections générales du 29 mai prochain. Malgré de fortes divergences concernant l'issue du scrutin, ce qui invite à la prudence, un résultat commun rassemble tous les sondages jusqu'ici : l'ANC devrait perdre sa majorité absolue au Parlement. Depuis décembre dernier, le parti au pouvoir a chuté dans les sondages après la création du parti uMkhonto we Sizwe (MK), dont Jacob Zuma, président du pays de 2009 à 2018, est devenu le chef de file. Ce dernier, qui jouit encore d'une forte popularité dans la province du KwaZulu-Natal (2e province en nombre de votants), pourrait remporter entre 7 et 13% des voix, selon les plus récents sondages.

Si l'ANC parvenait à se maintenir autour de 44-45% des votes, il devrait être en mesure de former un gouvernement de coalition avec un parti minoritaire. Cela lui permettrait de poursuivre sans trop d'engagements sa politique de réformes structurelles sur les cinq prochaines années, et de garantir ainsi une relative continuité économique et politique. En revanche, si l'ANC venait à chuter sous la barre des 44%, une alliance avec un ou plusieurs partis rivaux serait plus délicate et nécessiterait des compromis (cession d'un portefeuille ministériel clé). À un mois des élections, tout peut basculer : la Cour constitutionnelle doit encore déterminer si Jacob Zuma peut se présenter aux élections. Sa décision pourrait rebattre les cartes du jeu.

PRESSIONS SUR LES COMPTES EXTÉRIEURS

En 2023, le déficit de compte courant s'est creusé à 1,6% de PIB (contre 0,5% en 2022). Avec notamment le reflux des cours des matières premières que le pays exporte (le prix du charbon, qui constitue plus d'un quart de la production minière, a fortement reculé en 2023), le surplus commercial s'est réduit de 2,9% à 0,9% de PIB. Les entrées nettes de capitaux ont résisté et se sont élevées à 1,3% de PIB sur l'année entière, mais elles ont basculé en territoire négatif au T4 en raison des sorties nettes d'investissement de portefeuille. La même dynamique devrait se poursuivre au S1 2024 et entretenir des pressions à la baisse sur le taux de change. Depuis le début de l'année, le rand sud-africain (ZAR) s'échange au-dessus des ZAR 18,5/USD. Ces pressions devraient s'accroître dans les prochaines semaines, en amont des élections. En 2024, les comptes extérieurs devraient également pâtir du creusement du déficit du compte courant attendu à 2,8% de PIB.

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com



MAROC

RISQUES MAÎTRISÉS

Au Maroc, les derniers chiffres de la croissance du PIB et de l'inflation ont été meilleurs qu'attendu, mais le nouvel épisode de sécheresse compromet la reprise économique. L'instabilité régionale constitue un autre risque à prendre en considération. Le pilotage adéquat de la politique économique et les fondamentaux solides du pays restent toutefois des facteurs rassurants de stabilité macroéconomique.

Confrontée à une accumulation de chocs depuis cinq ans, l'économie marocaine s'illustre par sa capacité de résistance. Les autorités maintiennent une politique économique prudente qui ne remet pas en cause la trajectoire de stabilisation en cours depuis la crise du Covid-19. Plus encourageant, elles ont aussi cherché à tirer les leçons de ces événements en lançant des réformes ambitieuses à l'image du programme de développement de la région de Marrakech, touchée par un séisme en septembre 2023, qui va bien au-delà de la reconstruction. De plus, cette année encore verra la mise en place de mesures de renforcement du filet social, à commencer par l'instauration d'une aide directe mensuelle aux familles défavorisées ou la poursuite de la généralisation de la couverture sociale.

Les vents contraires restent puissants. En plus de l'instabilité régionale, le Maroc est de nouveau confronté à une situation de stress hydrique. La chute de la production agricole va peser sur la croissance économique. Néanmoins, les bons fondamentaux macroéconomiques vont permettre à l'économie de traverser cette nouvelle période de turbulence sans trop de dégâts.

LA STABILITÉ DES COMPTES EXTÉRIEURS N'EST PAS MENACÉE

La dynamique des comptes extérieurs ne soulève pas d'inquiétude majeure. Après s'être creusé en 2022 à 3,6% du PIB, le déficit courant s'est réduit, atteignant 0,6% du PIB en 2023 (voir graphique 1), grâce au reflux des cours mondiaux des principales matières importées par le Maroc et à la bonne tenue des principales sources de devises. Avec 14,5 millions de visiteurs en 2023 et des recettes dépassant pour la première fois les USD 10 mds (7,4% du PIB), le secteur touristique a, en effet, connu une année record, tout comme les transferts financiers de la diaspora marocaine en hausse de presque 6% (USD 11,4 mds, soit 8,1% du PIB). Sur le plan des exportations, la performance d'ensemble a été plus mitigée (+0,2%). Mais le fait que les ventes d'automobiles (+27,4%) aient compensé la chute de 34% des exportations de phosphates et produits dérivés est révélateur du renforcement de la capacité de résistance de l'économie à des chocs extérieurs. En l'espace d'une dizaine d'années, la production de voitures a quasiment quintuplé pour atteindre 536 000 unités l'an dernier, faisant du secteur la première source d'exportation du pays (+77% entre 2019 et 2023). Combiné à l'essor d'autres niches industrielles (électronique, aéronautique), ce développement soutenu a réduit la vulnérabilité de l'économie aux fluctuations des termes de l'échange et à la demande de ses principaux partenaires commerciaux. Le Maroc n'a cessé de gagner des parts de marché sur le continent européen. Malgré une hausse des importations, liée à la progression de l'investissement et au surcroît des besoins alimentaires en raison de la chute de la production agricole, le déficit courant devrait rester contenu à moins de 3% du PIB cette année.

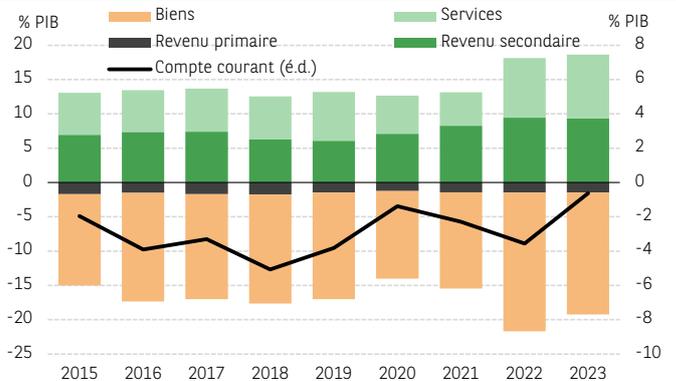
PRÉVISIONS

	2021	2022e	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	8,0	1,3	3,1	2,4	3,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,4	6,7	6,1	2,4	2,3
Solde budgétaire, % du PIB	-5,9	-5,2	-4,5	-4,3	-3,8
Dette du gouv. central, % du PIB	69,5	71,6	71,0	70,4	69,9
Solde courant, % du PIB	-2,3	-3,6	-0,6	-2,4	-2,8
Dette externe, % du PIB	45,8	49,5	49,1	49,3	49,9
Réserves de change, mds USD	35,6	32,3	36,3	37,2	38,0
Réserves de change, en mois d'imports	7,1	5,3	5,9	5,7	5,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MAROC : COMPTES EXTÉRIEURS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OFFICE DES CHANGES, BNP PARIBAS

La couverture des besoins de financements extérieurs restera gérable. À rebours de la tendance mondiale, les entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE) ont progressé de 60% entre 2020 et 2022 pour atteindre 1,6% du PIB. Elles sont tombées à 0,7% du PIB en 2023 sous le double effet d'investissements importants à l'extérieur du Maroc et d'une baisse de 18% des flux entrants. Ces derniers devraient néanmoins rebondir dès cette année au regard de la multiplication des projets annoncés. Par ailleurs, le pays dispose d'un bon accès aux marchés financiers internationaux, son endettement extérieur est modéré (il est inférieur à 50% du PIB) et les réserves de change sont confortables (5,9 mois d'importations de biens et services). Dans un environnement encore instable, la mise à disposition d'une ligne de crédit modulable de USD 5 mds par le FMI rassure également.



CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE : LE CAP EST MAINTENU

La crédibilité de la stratégie de consolidation budgétaire du gouvernement est un autre facteur de stabilité macroéconomique. Malgré un montant record d'investissement public de 7,7% du PIB, le déficit budgétaire s'est contracté de 0,7 point en 2023, à 4,5% du PIB, grâce à de bonnes rentrées fiscales et à la baisse de 1,1 point de PIB des subventions énergétiques et alimentaires, qui a fait suite à la normalisation des cours mondiaux des matières premières (après leur hausse brutale en 2022). Le gouvernement table sur un déficit de 4,3% du PIB en 2024 (hors recettes des privatisations) avant de le ramener à son niveau pré-pandémie de 3 à 3,5% du PIB à horizon 2025-2026. La volatilité de la conjoncture et la mise en place de mesures coûteuses constituent des sources potentielles de dérapage, mais le risque apparaît maîtrisé.

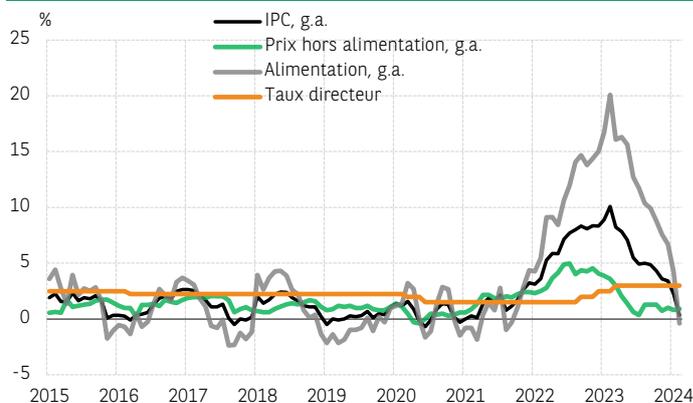
Pour y parvenir, les autorités comptent notamment sur une réforme de la TVA visant à simplifier le système et à élargir son assiette fiscale. Surtout, les charges de compensation (gaz butane, blé, sucre) sont attendues en forte baisse pour n'atteindre que 0,5% du PIB en 2026 contre 2,1% en 2023 une refonte du système de subventions, ce qui permettra à la fois d'absorber le surcoût généré par la mise en place d'aides directes aux ménages mais aussi de réduire la volatilité inhérente à ce poste budgétaire. L'absence de tensions sur le marché mondial du gaz, qui constitue l'essentiel du coût supporté par la caisse de compensation, demeure propice à la mise en place de cette réforme socialement sensible. Un recours accru aux partenariats public-privé sera enfin privilégié pour rationaliser les dépenses d'investissements publics et les maintenir au-delà de 6% du PIB.

Dans ce contexte, la dette du gouvernement devrait continuer de baisser pour passer sous la barre des 70% du PIB en 2025. Cela reste 10 points au-dessus de son niveau de 2019 mais sa structure favorable offre des marges de manœuvre. Libellée aux trois quarts en monnaie locale et détenue par des investisseurs résidents, elle est peu sensible aux aléas externes. De plus, le resserrement de la politique monétaire est resté modéré, ce qui a permis de contenir les charges d'intérêt à moins de 10% des recettes budgétaires. Or, il y a peu de raison que cette situation se dégrade à l'avenir compte tenu de la dissipation du choc inflationniste.

BAISSE DE L'INFLATION, STATU QUO MONÉTAIRE

Le reflux de l'inflation est spectaculaire. En février 2024, l'indice des prix à la consommation (IPC) ne progressait plus que de 0,3% en glissement annuel contre un pic de 10% début 2023. Pour l'essentiel, c'est la baisse de l'inflation alimentaire qui explique cette dynamique (voir graphique 2). Mais le ralentissement est généralisé avec une hausse de l'IPC hors alimentation de seulement 0,9% en février. Cette décreue de l'inflation valide la stratégie prudente des autorités monétaires qui ont attendu le mois de septembre 2022 pour commencer à relever les taux, et ce pour une amplitude totale modérée de 150 pb. À 3%, le taux directeur est ainsi resté longtemps sous l'inflation. Ce n'est plus le cas. La question d'un assouplissement pourrait donc se poser. Néanmoins, plusieurs facteurs laissent penser que le statu quo prévaudra cette année. En particulier, le relèvement annoncé des prix du gaz butane et la chute de la production agricole vont créer des tensions inflationnistes dans les mois à venir. L'impact devrait être a priori modeste. L'inflation moyenne est attendue à 2,4% en 2024 contre 6,1% en 2023. Mais tant que le risque n'est pas maîtrisé, la banque centrale restera vigilante. Dans un contexte de fort différentiel de taux entre l'Europe et le Maroc, il est aussi important de préserver l'attractivité financière du pays, notamment auprès de la diaspora marocaine dont le poids dans les dépôts bancaires est prépondérant (18%). Enfin, au regard du regain de

MAROC : ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, HCP, BNP PARIBAS

dynamisme de l'investissement, l'économie semble s'accommoder des conditions monétaires actuelles.

REPRISE CONTRARIÉE, UN ESPOIR POUR LA SUITE

Avec une croissance de 4,1% au T4 2023 contre 3,3% initialement estimée, la vigueur de l'activité économique a surpris. Après une hausse de 11,6% au T3, l'investissement a poursuivi sa bonne dynamique (+19,6%), et la consommation des ménages (+3%) a retrouvé quelques couleurs grâce à la baisse des tensions inflationnistes. Avec une croissance de 1% en moyenne sur l'ensemble de l'année, après s'être contractée de 0,7% en 2022, elle demeure néanmoins en berne. Sur le plan sectoriel, ce sont surtout les activités industrielles qui ont tiré la croissance vers le haut au T4.

Les perspectives pour 2024 sont mitigées. Hors agriculture, la croissance devrait se consolider à 3,3% (2,8% en 2023), tirée une nouvelle fois par l'investissement, tandis que le redressement de la consommation restera timide en raison du niveau élevé du chômage. Celui-ci atteint désormais 13%, soit presque 3 points de plus que son niveau pré-pandémie. De plus, le marché de l'emploi va de nouveau pâtir de la contre-performance du secteur agricole. Selon la banque centrale, la production céréalière devrait chuter de moitié, à 25 millions de quintaux, en raison de mauvaises conditions climatiques. Le secteur pèse pour 10% du PIB et 30% de l'emploi. Une contraction sévère de la valeur ajoutée agricole aura de multiples conséquences sur l'économie. Les prévisions de croissance ont ainsi été rabaisées de presque 1 point à 2,4%.

En revanche, la croissance du PIB pourrait rebondir à presque 4% en 2025 sous réserve d'une normalisation de la production agricole. Cette volatilité n'est pas nouvelle mais la répétition des épisodes de sécheresse ces dernières années soulève de nombreux défis. Des projets de désalinisation d'eau de mer ont été lancés pour y répondre. Surtout, le Maroc table sur ses avantages comparatifs indéniables pour bénéficier des processus de nearshoring industriel et de décarbonation, et donc continuer à se diversifier. Combiné au renforcement des filets sociaux, les autorités espèrent ainsi relever le potentiel de croissance économique à 5-6% contre 3,5% aujourd'hui. L'explosion des projets d'IDE greenfield, passés de moins de USD4mds en 2021 à USD 38 mds en 2023 laisse penser que le pays est sur la bonne voie.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



SÉNÉGAL

UNE ANNÉE CHARNIÈRE

Au moment où le Sénégal s’apprête à lancer sa production de gaz et de pétrole, la reconfiguration du paysage politique soulève un immense espoir auprès de la population. Porté par un projet de rupture, le candidat de l’opposition, Bassirou Diomaye Faye, a remporté les élections présidentielles dès le premier tour. Mais les défis qui l’attendent sont d’envergure, en particulier sur le front de l’emploi. Malgré une décennie de croissance robuste, l’économie s’est, en effet, peu transformée et souffre de faibles gains de productivité que l’effort soutenu d’investissement pourra difficilement continuer de masquer, en raison du niveau désormais élevé de l’endettement.

CONTEXTE POLITIQUE : ENTRE SOULAGEMENT ET PRUDENCE

La prestation de serment du nouveau président Bassirou Diomaye Faye, le 2 avril dernier, clôt une séquence électorale inédite à plus d’un titre. À 44 ans, il est le plus jeune président élu à la tête du pays. Pour la première fois également, le président sortant, Macky Sall, n’était pas candidat à sa succession. Jamais non plus depuis l’indépendance du pays, un opposant n’avait réussi à se faire élire au premier tour. Avec 54% des voix contre 36% pour Amadou Ba, le candidat du pouvoir, M. Diomaye Faye obtient donc un mandat solide même si l’absence de majorité à l’Assemblée nationale devrait le pousser à chercher des alliances avant une éventuelle dissolution.

Peu connu, sans mandat électif et encore en prison deux semaines avant l’élection, M. Diomaye Faye doit son ascension fulgurante en grande partie à l’abouement de son mentor, Ousmane Sonko, disqualifié à cause d’une condamnation judiciaire. Sa victoire traduit aussi une adhésion de la population à un programme de rupture caractérisé, entre autre, par un renforcement de souveraineté économique. Il envisage des mesures fortes telles que la réforme du franc CFA, voire son abandon, ou la renégociation des contrats d’exploitation de pétrole et de gaz dont la production est censée démarrer cette année.

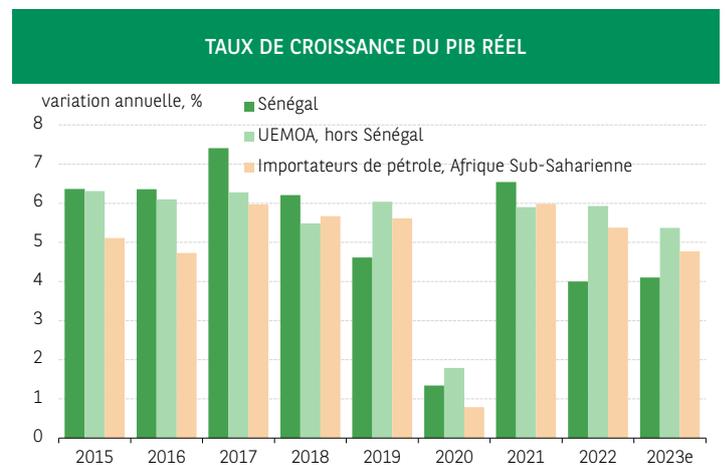
L’élection était suivie de près par la communauté internationale. Après des semaines de crise politique déclenchée par la décision du président sortant de reporter les élections, dans une région marquée par une succession de coups d’État depuis trois ans, la solidité des institutions démocratiques du Sénégal a une nouvelle fois rassuré ses principaux partenaires. La baisse de 80 points de base (pb) des primes de couverture de risque à 5 ans sur les obligations souveraines internationales depuis l’annonce des résultats atteste également d’un soulagement du côté des investisseurs. En plus de la décrispation du contexte politique, le fléchissement du discours de M. Diomaye Faye et de son mouvement à l’approche du scrutin laisse présager d’un assouplissement de la politique économique, en particulier sur la question du franc CFA où les autorités semblent désormais privilégier une approche communautaire. La formation du gouvernement traduit aussi cet équilibre délicat à trouver entre volonté de changement et gage d’assurance. Sans trop de surprise, Ousmane Sonko a été nommé Premier ministre d’une équipe resserrée de vingt-cinq ministres dont une grande partie sont des cadres de la mouvance présidentielle. Néanmoins, l’expertise semble avoir prévalu dans l’attribution de postes clés, à l’instar du nouveau ministre des Finances, Cheikh Diba, qui occupait jusqu’ici le poste de directeur de la programmation budgétaire au sein de ce même ministère.

Pour autant, la prudence reste de mise. Les marges de manœuvre budgétaires pour mettre en place le projet sont faibles sachant que le pays est engagé dans un programme de soutien du FMI et qu’il est lourdement endetté. Le fonctionnement de l’attelage inédit entre un président, candidat de substitution, et un Premier ministre, leader principal du mou-

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	6,5	4,2	4,1	8,8	10,1
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,2	9,6	6,1	3,2	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,3	-6,6	-4,9	-3,9	-3,3
Dette du gouv. central, % du PIB	67,4	67,5	71,0	67,6	64,3
Balance courante, % du PIB	-11,2	-19,9	-14,6	-7,9	-3,6
Dette publique externe, % du PIB	49,9	46,6	47,9	46,0	45,0
Réserves de change, mds USD	4,2	3,9	4,7	5,4	6,0
Réserves de change, en mois d’imports	4,5	3,2	3,7	4,2	4,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BCEAO, BNP PARIBAS

vement, peut également se révéler difficile. Or, les défis qui attendent les autorités sont immenses, à la hauteur des espoirs de la population.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE : ÉLEVÉE MAIS PEU DIVERSIFIÉE

Un des principaux chantiers consistera à mettre l’économie sénégalaise sur une trajectoire de croissance plus solide et surtout plus inclusive. À première vue, cela peut paraître paradoxal pour un pays qui sort d’un cycle de 10 ans d’une croissance supérieure à 5%, et pour lequel les perspectives tablent sur une progression du PIB réel de 9-10% en 2024-2025 grâce au démarrage de la production de pétrole et de gaz.

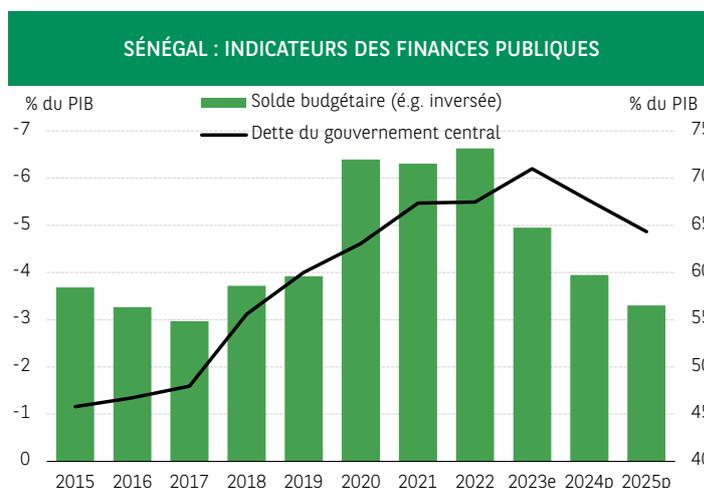
Cependant, les retombées du développement des hydrocarbures sur le reste de l'économie ne doivent pas être surestimées, en particulier en matière d'emploi. Au-delà des recettes générées par le secteur, l'économie pourrait à terme bénéficier d'une diminution du coût de l'énergie grâce à la substitution du pétrole importé par du gaz produit localement. Cette transition repose néanmoins sur des investissements importants dont le bouclage demeure incertain. Dans tous les cas, cela prendra du temps. Par ailleurs, l'impulsion donnée par la production de gaz et de pétrole sur le PIB réel ne devrait être que temporaire. Dès 2026, la croissance retomberait à 5-5,5%, tirée quasi-exclusivement par les activités hors hydrocarbures. Cela est loin d'être acquis.

La crise de la COVID-19, puis le choc de la guerre en Ukraine ont mis en lumière certaines limites du modèle de développement sénégalais. Le pays a dans l'ensemble plutôt bien résisté, mais la croissance entre 2020 et 2023 a décéléré plus que la moyenne des autres pays de l'UEMOA et des économies importatrices de pétrole d'Afrique subsaharienne (graphique 1). Les pressions inflationnistes ont été également plus fortes en 2022 (9,7% au Sénégal contre 6,6% pour le reste de l'UEMOA). De fait, le Sénégal n'a pas su tirer les bénéfices du contexte favorable de la période pré-pandémique pour se transformer. Le secteur des services demeure toujours aussi prépondérant (environ 60% du PIB) mais reste dominé par des activités à faible valeur ajoutée, alors que l'agriculture ne représente que 10% du PIB. Or, pour un secteur qui emploie 60% de la population active, le poids limité de l'agriculture traduit avant tout sa faible productivité. Un constat similaire peut être fait pour le secteur secondaire où les exportations sont peu diversifiées, en dehors de l'essor de métaux précieux (or, titane et zircon).

En l'absence de gains de productivité dus à une recomposition sectorielle, la croissance de l'économie sénégalaise a donc fortement reposée sur l'accumulation de capital. Le taux d'investissement est passé de 18,5% en 2010 à plus de 33% en 2023, une dynamique qui interpelle par son amplitude et son niveau. À titre de comparaison, il atteint 27% en Côte d'Ivoire pour des performances de croissance supérieures. Au Sénégal, une part élevée de l'investissement semble ainsi s'être orientée vers le secteur de la construction, dont les effets sur l'activité économique sont de courte durée. En outre, il a résulté de cet effort d'investissement une pression accrue sur les finances publiques (en particulier l'endettement), et donc une forte sensibilité aux différents chocs depuis 2020. Une grande partie de la contreperformance de l'économie sénégalaise en 2022-2023 provient ainsi de la contraction de l'investissement public en termes réels, une situation qui pourrait se reproduire au regard de la fragilité de la situation macroéconomique actuelle.

DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES PERSISTANTS

Malgré le renforcement des exportations grâce à l'essor du secteur des hydrocarbures, le Sénégal va continuer d'enregistrer des déficits courants. Selon le FMI, ils devraient rester proches de 5% du PIB après avoir culminé à presque 14% du PIB en moyenne entre 2020 et 2023, en raison des besoins colossaux en importations de biens d'équipements liés aux premières phases de développement des champs gaziers et pétroliers. Le retard pris dans le lancement des exportations d'hydrocarbures explique que le déficit courant soit encore attendu à 8% du PIB en 2024. À première vue, la couverture future des besoins de financements extérieurs (déficit courant et amortissement de la dette extérieure) semble assurée. Mais cela suppose que le Sénégal continue de bénéficier de l'appui financier de la communauté internationale. Selon le FMI, un peu plus de la moitié des flux totaux de capitaux extérieurs dans les 3 à 4 prochaines années devraient être composés



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

d'IDE, ce qui est significatif mais laisse un gap difficile à combler uniquement par l'émission de dette euro-obligataire. Par ailleurs, l'économie sénégalaise est débitrice nette dans des postes clés des échanges commerciaux, en particulier les biens alimentaires. Elle va donc rester vulnérable aux aléas de la conjoncture internationale.

Les finances publiques ne sont pas vraiment plus solides. La politique de grands chantiers d'infrastructures menée lors des deux mandats du président Sall et les différents chocs enregistrés entre 2020 et 2023 se sont, en effet, traduits par un gonflement significatif de l'endettement. À 71% du PIB, la dette du gouvernement sénégalais est désormais supérieure de 12 points à la moyenne des pays de l'UEMOA. Point positif, sa structure est favorable. Malgré un recours accru aux marchés locaux/ régionaux des capitaux pour se financer ces dernières années, 40% du stock de la dette reste détenu par des créanciers bi-multi-latéraux. En conséquence, la charge d'intérêt demeure à un niveau modéré. Néanmoins, elle a tendance à augmenter rapidement (13,5% des revenus du gouvernement contre 10,7% en 2019 et 8,1% en 2014). En outre, le gonflement du PIB nominal lié au démarrage de la production d'hydrocarbures devrait permettre d'améliorer le ratio d'endettement qui restera élevé (64% du PIB à fin 2025, graphique 2). La poursuite de la consolidation budgétaire demeure donc indispensable. L'objectif de la précédente administration était de ramener le déficit budgétaire de 4,9% du PIB en 2023 à 3,9% en 2024, puis 3% en 2025. Pour y parvenir, elle tablait en grande partie sur une diminution graduelle des subventions énergétiques dont l'envolée en 2022 avait poussé les autorités à couper dans les investissements publics. Cette réforme du système des subventions figure également en bonne place dans le programme de soutien du FMI. Toutefois, rien ne dit que les nouvelles autorités poursuivront dans cette voie auquel cas, il faudra certainement procéder à de nouveaux ajustements, dans la mesure où les recettes d'hydrocarbures ne devraient pas excéder 1% du PIB. La prochaine revue du FMI devrait donc faire l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette
Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@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

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



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. 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.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). 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 : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Jo Panuwat D

