

# ECO EMERGING

1<sup>er</sup> trimestre 2019

## Editorial

### La dette, encore et toujours

L'endettement dans les pays émergents et en développement est un thème récurrent qui ressurgit lorsque les conditions financières se durcissent et/ou l'activité économique ralentit. Le FMI a notamment publié sur son blog une tribune sur le sujet avec un titre assez alarmiste. Il est vrai que la révision en baisse de la croissance, le renchérissement du dollar et la normalisation/le durcissement des politiques monétaires, jusqu'à présent plutôt accommodantes, vont se conjuguer pour alourdir la charge de l'endettement. Mais les pays débiteurs à risque sont peu nombreux et la probabilité que l'endettement engendre une crise systémique de crédit reste faible même si elle a augmenté pour les pays les plus vulnérables.

p.2



### Chine

p.4

La relance budgétaire : l'option à privilégier



### Inde

p.6

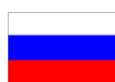
Une fin de mandat en demi-teinte pour Narendra Modi



### Brésil

p.8

Une nouvelle ère



### Russie

p.10

2019 : une année plus incertaine



### Turquie

p.12

Grandes manœuvres



### Hongrie

p.14

Des contradictions assumées



### Serbie

p.16

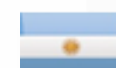
La convergence progresse



### Israël

p.18

Des bases toujours solides



### Argentine

p.20

Une année électorale à haut risque



### Thaïlande

p.22

Elections en vue



### Taiwan

p.24

Exposé aux chocs externes, mais solide



### Algérie

p.26

Financement non conventionnel : une option contrôlée

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES

**Eco**  
EMERGING



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## Editorial

### La dette, encore et toujours

*L'endettement dans les pays émergents et en développement est un thème récurrent qui ressurgit lorsque les conditions financières se durcissent et/ou l'activité économique ralentit. Le FMI a notamment publié sur son blog une tribune sur le sujet avec un titre assez alarmiste. Il est vrai que la révision en baisse de la croissance, le renchérissement du dollar et la normalisation/le durcissement des politiques monétaires, jusqu'à présent plutôt accommodantes, vont se conjuguer pour alourdir la charge de l'endettement. Mais les pays débiteurs à risque sont peu nombreux et la probabilité que l'endettement engendre une crise systémique de crédit reste faible même si elle a augmenté pour les pays les plus vulnérables.*

L'endettement dans les pays émergents et en développement (PEED) est un thème récurrent qui ressurgit lorsque les conditions financières se durcissent et/ou l'activité économique ralentit, ce qui est le cas actuellement<sup>1</sup>. Les grandes institutions financières internationales continuent, en effet, de revoir à la baisse leurs prévisions de croissance.

#### ■ Le ralentissement se confirme

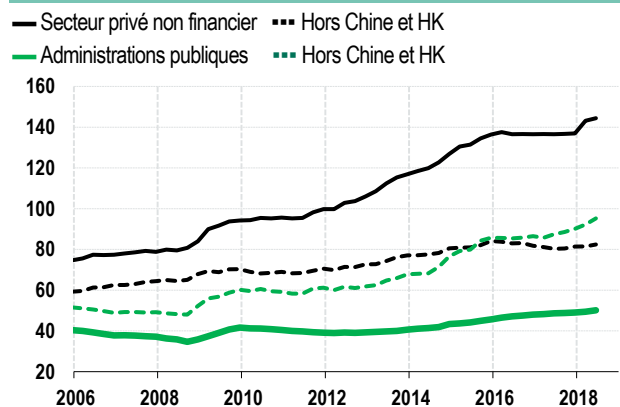
Par rapport à juin 2018, la Banque mondiale (BM) a abaissé sa prévision de croissance de l'ensemble des PEED de 0,6 point de pourcentage (pp) pour 2019 (4,2% contre 4,8%) et de 0,2 pp pour 2020 (4,5% contre 4,7%). Le FMI vient également de revoir en baisse, pour la deuxième fois consécutive, sa prévision à 4,5% pour 2019 contre 5,1% en juin 2018 (soit une révision équivalente à celle de la BM). En revanche, pour 2020, le FMI prévoit une ré-accelération un peu plus marquée que la BM à 4,9%.

La révision encore modeste de la croissance chinoise depuis la mi-2018 (-0,2 pp pour le FMI, -0,1 pp pour la BM) n'explique qu'environ 10% à 15% de la révision pour l'ensemble des PEED (le PIB chinois représente environ 30% du PIB des PEED). Les 85% à 90% restants s'expliquent par les effets induits du ralentissement de la Chine sur les pays d'Asie et une reprise laborieuse de l'économie russe malgré le rebond des prix du pétrole (cf. infra). A cela s'ajoutent les ralentissements marqués en Afrique du Sud et au Mexique, et les récessions en Argentine, Iran, Turquie et Venezuela.

La révision à la baisse de la croissance de l'ensemble des PEED se fonde principalement sur les données d'enquête et les indicateurs conjoncturels usuels (production industrielle, exportations, ventes au détail) qui marquent le pas ou se dégradent depuis la mi-2018. Plus fondamentalement, cette révision se justifie par : 1/ le ralentissement du commerce mondial en 2019 (de 0,6 pp par rapport aux anticipations à la mi-2018, tant pour le FMI que pour la BM), et 2/ les effets du durcissement des conditions financières externes (élévation des primes de risque, dépréciation des devises contre dollar) et internes (normalisation ou durcissement de la

<sup>1</sup> Le FMI a récemment publié une tribune de Martin Muhselsein et Mark Flanagan intitulée, de manière assez alarmiste, « *Three steps to avert a debt crisis* » où les auteurs, exploitant la base du FMI qui couvre 190 pays, mettent l'accent sur l'endettement dans les pays émergents. L'IIF a fait de même dans la dernière mise à jour de son Global Debt Monitor intitulée « *Devils in the details* ». Enfin, dans le dernier Global Economic Prospects de la Banque mondiale paru en janvier, un chapitre est consacré à l'endettement des pays à faible revenu (« *Debt in low-income countries : Evolution, Implications and Remedies* »).

#### 1- Dette des principaux pays émergents (% PIB)



Source : BRI

politique monétaire, notamment pour les pays ayant subi de fortes pressions sur leur devise comme l'Argentine et la Turquie).

#### ■ Une dette privée plus élevée mais soutenable

Ces deux facteurs vont se conjuguer pour alourdir la charge de l'endettement des PEED. Le FMI et l'IIF insistent sur le fait que, depuis la crise de 2008-2009, il n'y a pas eu de désendettement (« *deleveraging* ») du secteur privé non financier dans les PEED, contrairement aux pays avancés. Cela est vrai au niveau agrégé car la Chine explique à elle seule la poursuite de la hausse du ratio dette du secteur privé/PIB sur les dernières années (hors Chine, le ratio est globalement stable depuis 2016 – graphique 1). Cependant, même hors Chine, il est sensiblement plus élevé que ce qu'il était avant la crise de 2008-2009 (82% du PIB au T3 2018 contre 64% fin 2007). Élément aggravant, l'endettement en devises a fortement progressé sur les dernières années, surtout si on exclut la Chine. D'après l'IIF, depuis 2015, la dette en devises du secteur non bancaire (y compris la dette souveraine en devise) des pays émergents hors Chine est passée de 14% à 20% du PIB et dépasse son précédent point haut de la fin des années 90, avant la crise financière asiatique.

L'endettement soulève au moins deux interrogations. Quels pays seront confrontés à une forte augmentation des remboursements de dette dans les années à venir ? La hausse de l'endettement pourrait-elle engendrer une crise de crédit ?



La réponse à la première question est que les pays débiteurs à risque sont peu nombreux même si le montant agrégé des échéances de la dette obligataire et des prêts syndiqués s'alourdit année après année (d'après l'IIF, l'amortissement annuel sera en moyenne de USD 1949 mds en 2019-2020 (avec un pic à USD 2160 mds cette année) contre USD 1639 mds en moyenne en 2017-2018. Mais, au niveau des pays, si on compare les remboursements aux réserves officielles de change de fin 2018, seule l'Ukraine se singularise avec un ratio à la fois élevé et en forte augmentation (graphique 2). Parmi les pays à ratio élevé, il faut distinguer ceux dont la situation macroéconomique est satisfaisante (Chine, Corée du Sud, Malaisie) des pays vulnérables (Afrique du Sud, Turquie et, surtout, Ghana) qu'il faudra surveiller. Mais globalement, les PEED n'ont pas à faire face à un mur de remboursement de dette de marché, du moins à court terme.

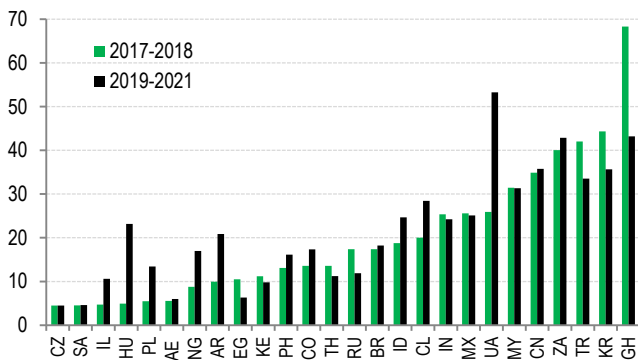
La réponse à la deuxième question a été apportée récemment par les économistes de la Banque centrale européenne<sup>2</sup>. Comme la plupart des études académiques récentes portant sur la vulnérabilité des pays émergents, la conclusion est que le risque qu'un choc financier entraîne une crise de balance des paiements ou une crise systémique de crédit, est plus faible que par le passé. Les pays émergents sont, dans leur très grande majorité, mieux armés ; liquidité et solvabilité extérieure satisfaisantes, régime de change flexible, politique monétaire crédible, bilans bancaires ne présentant pas de déséquilibres majeurs.

En comparant quelques données macroéconomiques fondamentales d'un échantillon d'une vingtaine de pays émergents avant la crise asiatique de 1997-1998 avec ce qu'elles sont aujourd'hui, les auteurs n'identifient que trois pays ayant une probabilité de connaître une crise bancaire sensiblement plus

élevée actuellement. Ces pays sont, sans surprise, ceux qui présentent la plus forte vulnérabilité extérieure : l'Argentine, la Turquie et l'Ukraine. L'Argentine et l'Ukraine bénéficient d'un programme du FMI qui, pour l'instant, a apporté la stabilité financière (durable dans le cas de l'Ukraine sous programme depuis 2014). Dans le cas de la Turquie, la consolidation des finances publiques et du secteur bancaire au cours de la décennie 2000 permet jusqu'à présent à l'économie de digérer les chocs financiers successifs, y compris récemment la hausse du coût du risque de crédit des banques.

**François Faure**  
[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**2- Amortissement de la dette obligataire et des prêts syndiqués (% réserves de change <sup>1</sup>)**



(1) Actifs (nets) des fonds souverains pour les Emirats Arabes Unis  
 AE : Emirats Arabes Unis, AR : Argentine, BR : Brésil, CZ : Rep. Tchèque, CL : Chili, CO : Colombie, CN : Chine, EG : Egypte, GH : Ghana, HU : Hongrie, IL : Israël, ID : Indonésie, IN : Inde, KE : Kenya, KR : Corée du Sud, MX : Mexique, MY : Malaisie, NG : Nigéria, PH : Philippines, PL : Pologne, RU : Russie, SA : Arabie Saoudite, TH : Thaïlande, TR : Turquie, UA : Ukraine, ZA : Afrique du Sud.  
 Sources : IIF - BNP Paribas

<sup>2</sup> Livia Chitu & Dominic Quint, "Emerging market vulnerabilities – a comparison with previous crises", Bulletin Economique de la BCE – décembre 2018.

# Chine

## La relance budgétaire : l'option à privilégier

La croissance est passée de 6,8% en 2017 à 6,6% en 2018 et le ralentissement se poursuivra à court terme. Son ampleur dépendra de l'évolution, très incertaine, des relations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, ainsi que des mesures de politique contra-cyclique de Pékin. L'action de la banque centrale est toutefois sévèrement contrainte par l'excès de dette de l'économie et la menace de sorties de capitaux. En outre, alors que Pékin a poursuivi ses efforts pour améliorer la réglementation financière et la santé des entreprises publiques depuis deux ans, la redéfinition de ses priorités augmente le risque d'une interruption de ce processus d'assainissement. Dans ce contexte, le gouvernement central devrait accroître son recours aux mesures de soutien budgétaires.

La croissance du PIB réel s'est établie à 6,4% au T4 2018 en glissement annuel (g.a.) contre 6,8% au T1 2018. Le ralentissement se confirme et devrait se poursuivre à court terme. Son ampleur dépendra de l'évolution des relations commerciales de la Chine avec son partenaire américain ainsi que des actions des autorités pour stimuler la demande interne. Alors que l'incertitude persiste quant aux accords que pourraient bientôt signer Washington et Pékin, l'orientation de la politique économique chinoise s'est nettement clarifiée au cours des dernières semaines : la priorité à court terme est désormais aux mesures contra-cycliques.

### ■ L'industrie en difficulté face au recul de la demande

Le ralentissement dans le secteur industriel s'est accentué en fin d'année. La progression de la production a reculé de 6,9% en g.a. sur la période janvier-mai à 6,0% en juin-août et 5,7% en septembre-décembre (graphique 2). Les perspectives de très court terme restent assombries par la mauvaise performance des exportations et des ventes au détail (en particulier dans le secteur automobile). L'indice PMI manufacturier est d'ailleurs passé sous la barre des 50 en décembre, en raison notamment de la forte baisse des sous-composantes « nouvelles commandes » et « commandes à l'exportation ». L'industrie fait également face à la diminution rapide de l'inflation des prix à la production (+0,9% en g.a. en décembre, contre 4,7% en juin), en ligne avec la chute des prix des matières premières ainsi qu'avec la réduction de la demande et des taux d'utilisation des capacités de production. En conséquence, la progression des profits des entreprises industrielles a fortement ralenti depuis le T3 2018.

Le secteur des services se porte mieux. Après un fléchissement au T1 2018, sa croissance a ré-accélééré légèrement et atteint 7,6% sur l'ensemble de 2018, et les indices PMI sont repartis à la hausse en fin d'année.

Les exportations ont récemment marqué le pas, notamment sous l'effet des hausses des droits de douane américains<sup>1</sup>. Après un

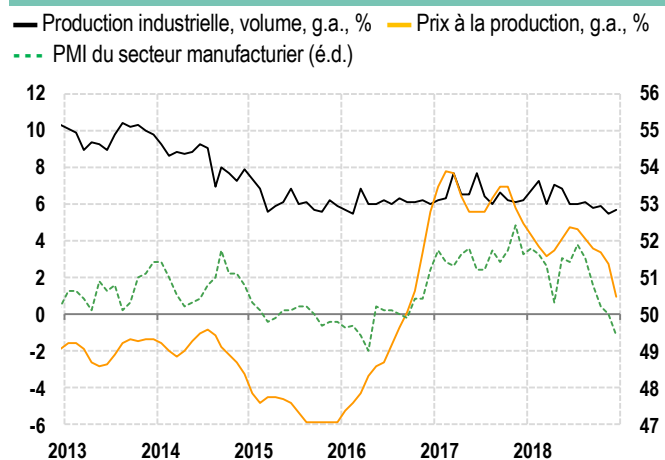
<sup>1</sup> Environ une moitié des exportations de biens chinois vers les Etats-Unis (soit USD 250 mds) est actuellement affectée par des hausses de droits de douane allant de 10% à 25%. La dernière hausse (de 10%) a été introduite en septembre sur environ USD 200 mds de ventes de marchandises. Si Pékin et Washington ne trouvent aucun accord d'ici mars (fin de la trêve), la hausse pourrait être relevée à 25% sur ces USD 200 mds de biens, et même être étendue à l'ensemble des exportations chinoises. En cas d'accord et de concessions par Pékin sur l'achat de biens américains (notre scénario central aujourd'hui), le *statu quo* ou une révision à la baisse des récentes hausses de droits de douane sont probables.

### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	6,8	6,6	6,2	6,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	2,1	1,9	2,5
Solde budgétaire réalisé, % du PIB	-3,7	-3,8	-4,0	-4,5
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,4	16,5	19,2	22,0
Balance courante, % du PIB	1,3	0,2	-0,4	-0,8
Dette externe totale, % du PIB	14,0	14,2	14,0	14,0
Réserves de change, mds USD	3 140	3 073	2 950	3 100
Réserves de change, en mois d'imports	17,0	14,6	13,0	13,0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,5	6,9	6,9	6,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Aggravation du ralentissement dans l'industrie



Source : Bureau statistique (NBS)

rebond au T3, en partie lié à l'accélération des livraisons aux Etats-Unis en anticipation des hausses tarifaires ainsi qu'à la dépréciation du yuan, les ventes de produits chinois ont fortement ralenti en novembre (+5% en g.a. en valeur contre +13% en moyenne sur les dix premiers mois de 2018) et se sont contractées en décembre (-5%). Les importations ont suivi les mêmes tendances. Le recul des échanges extérieurs devrait se poursuivre au moins au début de l'année 2019. Par la suite, leur évolution dépendra largement du résultat des négociations en cours entre Washington et Pékin.

La consommation des ménages ralentit. La progression des ventes au détail a atteint un point bas historique au T4 2018 (+8,3% en g.a.



en valeur), sous l'effet du fléchissement des achats de biens durables (en lien avec celui des ventes de logements) et de la contraction des ventes automobiles (fin des incitations fiscales, ralentissement structurel du secteur). Les ventes de produits par internet ont aussi ralenti mais restent dynamiques (+25% en 2018), de même que la consommation de services. Les récentes tendances baissières s'expliquent aussi par la modération du crédit à la consommation (suite au resserrement réglementaire), la dégradation de la confiance des ménages et le nouveau fléchissement de la progression des salaires et des revenus totaux après l'amélioration de 2017. Celui-ci est la conséquence même des difficultés de l'industrie. A court terme, l'amélioration de la demande des ménages ne pourra venir que des mesures de soutien.

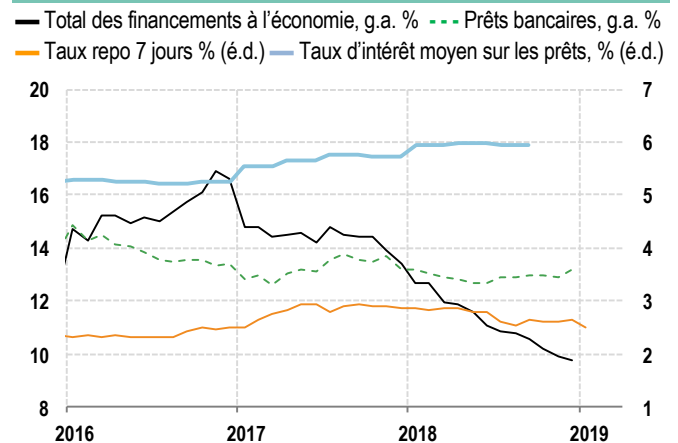
L'investissement dans les infrastructures a commencé à bénéficier de l'assouplissement de la politique économique. Il s'est redressé au T4 2018, les collectivités locales ayant été autorisées à émettre davantage sur les marchés obligataires pour financer les projets. Leur marge de manœuvre restera néanmoins très contrainte par leur niveau d'endettement déjà élevé. Dans le secteur manufacturier, l'investissement a rebondi en 2018 malgré la montée des tensions commerciales, mais devrait s'affaiblir début 2019 étant donné le ralentissement des exportations et la dégradation des profits des entreprises. Dans l'immobilier, l'investissement ne devrait pas connaître de reprise notable, puisque les volumes de transactions sont en baisse sur les quatre derniers mois de l'année et que les autorités devraient éviter de trop assouplir les règles prudentielles encadrant l'activité dans le secteur. Le développement équilibré du marché du logement et la lutte contre la spéculation restent en effet des objectifs prioritaires. Au final, la reprise de l'investissement total (qui a progressé de 7,9% en g.a. en valeur en octobre-novembre 2018 contre 5,4% sur les neuf premiers mois) devrait être d'ampleur très modérée à court terme.

### ■ Les autorités doivent préférer la relance budgétaire

Au cours des derniers mois, les autorités ont activé une série de politiques contra-cycliques qui devraient permettre de contenir le ralentissement de la croissance. La politique monétaire a été très prudemment assouplie. Une nouvelle facilité de financement « ciblée » vient d'être annoncée pour encourager le crédit bancaire aux petites et moyennes entreprises et les coefficients de réserves obligatoires continuent d'être réduits (atteignant 13,5% en janvier 2019 contre 17% en mars 2018). Les injections nettes de liquidités via les opérations d'*open-market* ont également été augmentées ces derniers jours (mais un de leurs objectifs est de pouvoir répondre au pic saisonnier de demande de liquidité).

Les autorités tentent d'abaisser les coûts de financement pour les entreprises, de relancer le crédit et de faciliter le financement des projets d'investissement des collectivités locales. Or, jusqu'à maintenant, la baisse des taux monétaires a été très limitée (le taux repo à 7 jours s'est établi à 2,49% en moyenne depuis début janvier contre 2,63% au T4 2018) et le taux moyen sur les prêts a à peine diminué en 2018, atteignant 5,94% fin septembre (graphique 3). L'accélération de l'inflation a aidé à la détente des taux réels jusqu'en octobre, mais la tendance s'est depuis inversée. En outre,

### 3- L'assouplissement des conditions de crédit reste timide



Source : Banque centrale

la progression du crédit total à l'économie a continué de ralentir jusqu'à fin 2018 (atteignant 9,8% en g.a. contre 11,1% mi-2018). Ceci cache néanmoins une légère reprise des prêts bancaires et des financements obligataires au T4 2018, qui a été plus que compensée par la contraction des activités du *shadow banking*.

La timidité de l'assouplissement des conditions de crédit reflète plusieurs problèmes. Premièrement, la marge de manœuvre des autorités monétaires et des établissements bancaires est sévèrement contrainte par l'excès de dette de l'économie et la faible efficacité marginale du crédit. En outre, Pékin a poursuivi des efforts de renforcement de la réglementation financière, d'amélioration de la santé des entreprises publiques et d'assainissement du secteur immobilier depuis deux ans, et ne souhaite probablement pas interrompre ce processus en dépit de la redéfinition de ses priorités. Par ailleurs, la politique monétaire est aussi contrainte par le risque de sortie de capitaux et de pressions sur le yuan, à un moment où la contrainte externe se resserre aussi du fait de la forte baisse de l'excédent courant et où une dépréciation alimenterait encore les tensions commerciales avec les Etats-Unis.

Dans ce contexte, le gouvernement central doit accroître son recours aux mesures fiscales pour soutenir la demande sans aggraver les risques d'instabilité financière. Il en a la capacité, étant donné le niveau modéré de son déficit et, surtout, de sa dette (16% du PIB à fin septembre 2018). Des réductions d'impôts sur les revenus et les sociétés sont déjà effectives depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, et d'autres mesures pourraient être bientôt annoncées, notamment des baisses de TVA et de nouvelles incitations fiscales à l'achat de véhicules et de biens d'équipement par les ménages.

Cependant, ceci n'empêchera probablement pas les autorités d'assouplir encore la politique monétaire et d'accélérer la mise en œuvre de projets d'infrastructure si le ralentissement de la croissance s'accroît à très court terme. La résorption de l'excès de dette des entreprises et des collectivités locales prendra donc encore du temps.

Christine PELTIER

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## Inde

### Une fin de mandat en demi-teinte pour Narendra Modi

La croissance économique indienne a ralenti entre juillet et septembre 2018, pénalisée en grande partie par la hausse de la facture pétrolière. La forte baisse des prix du pétrole depuis octobre va réduire, au moins temporairement, les tensions sur les finances publiques, atténuer les pressions sur la balance des paiements et, par voie de conséquence, sur la roupie indienne, qui s'est dépréciée de 9% face au dollar en 2018. Dans ce contexte économique moins favorable, le parti de Narendra Modi, le BJP, a perdu le pouvoir dans trois Etats lors des dernières élections législatives.

#### ■ Ralentissement de la croissance, mais les perspectives restent bien orientées

Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire 2018/19 (juillet-septembre 2018), la croissance du PIB indien a décéléré à 7,2% en glissement annuel (g.a.). Ce ralentissement reflète principalement la contribution négative des exportations nettes à la croissance induite par une forte hausse des importations (pétrole et biens d'équipement). En effet, la demande intérieure est restée dynamique bien qu'en légère décélération par rapport au trimestre précédent. La consommation des ménages a été soutenue par la diminution des pressions inflationnistes (même si la baisse des prix agricoles a pesé sur les revenus des ménages ruraux). La croissance des investissements est restée soutenue pour le troisième trimestre consécutif (+12,5% en g.a.) en raison de la hausse des dépenses d'infrastructure du gouvernement, de l'accélération du crédit bancaire et de la hausse des taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier.

Contre toute attente, la forte hausse des prix du fioul a été plus que compensée par la baisse des prix alimentaires (-2,6% en g.a. en novembre), lesquels constituent toujours une partie très importante du panier de consommation des ménages indiens (39%). Ainsi, fin novembre la hausse de l'indice général des prix était contenue à 2,3% en g.a. soit un rythme bien inférieur à la cible fixée par les autorités monétaires (4% +/- 2 points de pourcentage).

Malgré l'accélération du crédit (+13% en g.a.) la banque centrale indienne a décidé de maintenir ses taux directeurs à 6,5% lors du dernier comité politique monétaire de décembre dans un contexte de moindre volatilité de la roupie (INR). Néanmoins, les taux d'intérêt sur les crédits nouvellement accordés ont enregistré une légère hausse au troisième trimestre (+20 pb), reflet notamment du durcissement de la politique monétaire en juin et en août.

Les perspectives de croissance restent bien orientées. La croissance sur l'ensemble de l'année 2018/19 devrait être proche de 7,4% pour accélérer progressivement au cours des deux prochaines années malgré le ralentissement de la demande extérieure. Elle sera soutenue par le dynamisme de la demande intérieure. L'assainissement du secteur bancaire sera favorable à la reprise des investissements privés dans l'industrie, même si le léger relèvement des taux devrait se poursuivre.

#### 1-Prévisions

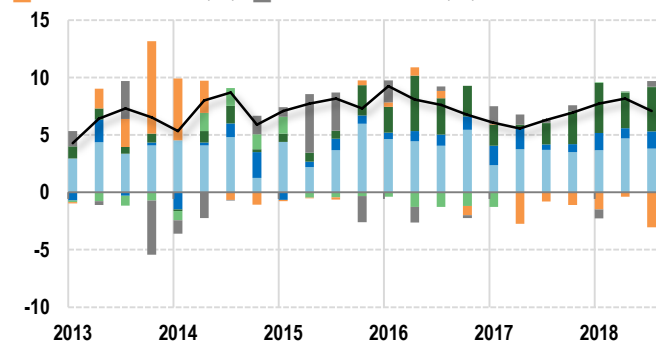
	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel <sup>(1)</sup> , variation annuelle (%)	6,7	7,4	7,6	7,8
Inflation moyenne <sup>(1)</sup> (CPI, %)	3,6	3,8	4,0	4,1
Solde budgétaire gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-3,5	-3,5	-3,3	-3,0
Dette gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	46,9	46,1	45,7	45,2
Solde courant <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-1,9	-2,7	-2,5	-0,8
Dette extérieure <sup>(1)</sup> / PIB (%)	20,4	19,4	19,2	19,1
Réserves de change, mds USD	409	393	410	418
Réserves de change, en mois d'imports	11,5	9,1	9,3	9,5
Taux de change USDINR (fin d'année)	63,9	69,8	72,0	73,5

(1): Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Ralentissement de la croissance

— PIB, g.a. ■ Consommation des ménages (pp) ■ Dépenses publiques (pp)  
■ Investissement (pp) ■ Variation des stocks (pp)  
■ Exportations nettes (pp) ■ Erreurs statistiques (pp)



Source : CEIC

#### ■ Dérapage budgétaire du gouvernement central sur les sept premiers mois de l'exercice en cours

Après cinq années de consolidation, le gouvernement central pourrait, pour la deuxième année consécutive, ne pas atteindre son objectif de réduction du déficit budgétaire (de 3,5% du PIB en 2017/2018 à 3,3% du PIB en 2018/2019). En effet, les recettes budgétaires, et notamment celles issues de la TVA, seraient bien inférieures aux objectifs du gouvernement.



Sur les sept premiers mois de l'exercice budgétaire 2018/2019, qui s'achèvera au 31 mars 2019, le déficit budgétaire a atteint 104% de sa cible annuelle. Or, le gouvernement avait comme objectif de ne pas dépasser 75% à cette période, afin de ne pas être contraint de revoir à la baisse ses dépenses prévues au second semestre de l'exercice budgétaire. L'année dernière, à la même époque, le déficit atteignait 96% de sa cible annuelle. Cette dégradation s'explique principalement par des recettes inférieures aux objectifs. En effet, bien qu'en hausse de 8,2% par rapport à l'année dernière, elles n'ont atteint que 45,7% de leur cible sur les sept premiers mois de l'exercice en cours contre 48,1% l'année dernière et 50% en moyenne au cours des trois derniers exercices. En effet, même si les revenus issus de la TVA ont enregistré une augmentation significative, ils restent encore très inférieurs aux prévisions du ministère des Finances (35% de l'objectif annuel atteint).

Sur les sept premiers mois de l'exercice budgétaire, les dépenses publiques ont été relativement conformes aux objectifs du budget car elles n'ont atteint que 59,6% des dépenses annuelles, soit légèrement moins que l'année dernière, en dépit de la hausse du coût des subventions sur les prix de l'essence (+7,2%). Point positif : les dépenses d'investissement, indispensables pour soutenir la croissance à moyen terme, ont augmenté de près de 9% par rapport à la même période l'année dernière et atteint 58,9% de l'objectif annuel.

Néanmoins, il sera difficile pour le gouvernement de respecter son objectif de baisse de 0,2 point de pourcentage du déficit budgétaire, à moins qu'il ne réduise significativement ses dépenses d'investissement sur la seconde partie de l'exercice. La baisse des prix du pétrole depuis la mi-octobre devrait néanmoins lui permettre de réduire ses subventions sur l'essence et le manque à gagner sur les taxes à l'importation<sup>1</sup>.

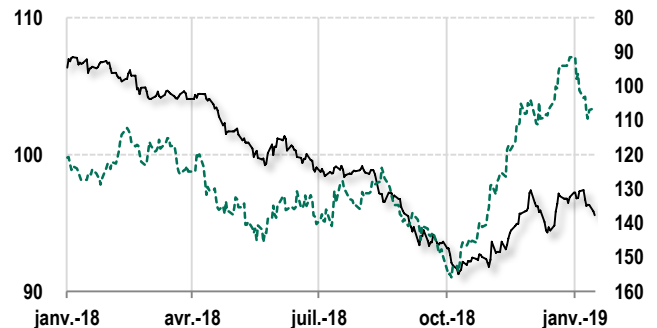
Les Etats, à l'inverse du gouvernement central, sont parvenus à contenir leur déficit budgétaire au premier semestre de l'exercice budgétaire en cours, lequel a atteint moins de 35% de sa cible fixée à 2,6% du PIB pour l'ensemble de l'année (vs 3,1% du PIB en 2017/18)<sup>2</sup>. Ce bon résultat, à l'image de celui de l'année dernière, reflète essentiellement une hausse des recettes induites par les transferts de la part du gouvernement pour compenser les pertes de revenus induites par la mise en place de la TVA. Cependant, contrairement au gouvernement central, les Etats engageront la plus grande partie de leurs dépenses au deuxième semestre de l'exercice budgétaire. Trois Etats ont par ailleurs annoncé des dépenses supplémentaires suite au changement de gouvernement après les résultats des élections le 11 décembre dernier : le Madhya Pradesh, le Rajasthan et le Chhastigarh. Les nouveaux gouverneurs (membres du parti du Congrès) ont décidé d'annuler certains prêts contractés par les agriculteurs (à l'instar de ce qui a déjà été fait précédemment dans sept autres Etats) et d'augmenter

<sup>1</sup> Pour limiter l'impact de la hausse des prix du pétrole sur le pouvoir d'achat, le gouvernement a réduit en octobre ses taxes à l'importation sur les produits pétroliers et demandé aux gouvernements locaux de réduire la TVA sur ces produits. Moody's estime que le coût budgétaire restera modeste (0,05% du PIB d'ici la fin de l'exercice budgétaire en cours).

<sup>2</sup> Bulletin de la Banque centrale indienne, décembre 2018.

### 3- Evolution inversée de la roupie et du pétrole (2017 = 100)

— Taux de change INR par USD (baisse = dépréciation)  
 - - - Prix du pétrole (échelle inversée, droite)



Source : Datastream

le prix de vente minimum de certaines cultures en plus de ce qui a été annoncé par le gouvernement Modi cet été. Le coût de l'annulation des prêts s'élève dans certains Etats, comme le Madhya Pradesh, à 20% de leur budget et devra donc être réparti sur plusieurs années. Même si le risque de dérapage budgétaire dans les Etats reste contenu, ces annulations de dettes, à l'instar de celles dont ont bénéficié les entreprises publiques d'électricité, ne sont pas favorables à la mise en place d'une bonne gouvernance et d'une bonne gestion des risques de crédit dans le pays.

En dépit des risques de dérapage budgétaire, le FMI prévoyait en octobre une diminution du ratio de dette publique rapportée au PIB. Au cours des cinq dernières années, ce ratio a augmenté de plus de deux points de pourcentage selon la banque centrale et il est resté bien supérieur à ce qui prévalait dans les autres pays d'Asie (68,9% du PIB en mars 2018 selon la banque centrale). Une simple stabilisation est la plus probable.

#### ■ Stabilisation de la situation des banques publiques

La situation des banques a cessé de se dégrader mais elle reste fragile. Au T2 2018/2019, le taux de créances douteuses a décliné pour la première fois depuis mi-2014 pour atteindre 10,8% (14,8% dans les banques publiques). Le taux de provisionnement, bien que toujours très insuffisant, s'est élevé à 52,4% en septembre contre 48,1% en mars 2018. Dans le même temps, les ratios de solvabilité se sont légèrement dégradés. Afin que les banques les plus fragiles puissent respecter le ratio fixé à 9% au 31 mars 2019, le gouvernement a annoncé qu'il injecterait INR 410 mds supplémentaires d'ici là. En effet, en raison de leurs difficultés financières, les banques publiques ne sont parvenues à lever que INR 240 mds sur les 580 mds nécessaires. L'apport du gouvernement s'élèverait ainsi à INR 1060 mds sur l'année budgétaire 2018/19. Par ailleurs la banque centrale a annoncé le report d'un an du relèvement de 0,625% du ratio de fonds propres de précaution (« *Capital Conservation Buffer* ») à 2,5%.

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# Brésil

## Une nouvelle ère

L'élection de Jair Bolsonaro à la présidence du Brésil, en plus de marquer un virage à droite et un affaiblissement des partis politiques traditionnels, signe le retour des militaires au sein du paysage politique national. Le nouveau gouvernement aura pour défi majeur de gagner la confiance des investisseurs étrangers en engageant rapidement une réforme budgétaire tout en réconciliant d'importantes différences idéologiques au sein de ses rangs. La reprise économique se poursuit mais reste hésitante. De larges capacités de production sont inutilisées dans l'industrie tandis que le chômage reste élevé. Les indicateurs de confiance laissent toutefois augurer une activité à la hausse au 1<sup>er</sup> trimestre 2019.

### ■ Leadership tricéphale?

Depuis l'entrée en fonction du nouveau président, la composition de l'équipe ministérielle a été marquée par l'émergence de trois groupes distincts : les technocrates libéraux, les militaires et le groupe nationaliste anti-mondialisation emmené par Ernesto Araujo, ministre des Affaires étrangères et fervent admirateur de la rhétorique nationaliste du président américain Donald Trump.

A la tête du contingent technocrate figure Paulo Guedes aux commandes d'un « super ministère » composé des ministères de l'Économie, du Plan, de l'Industrie et du Commerce. Roberto Campos Neto, ancien haut dirigeant de Banco Santander a été nommé gouverneur de la banque centrale tandis que Joaquim Levy, autre diplômé de l'université de Chicago – avec Guedes – et ancien ministre des Finances au sein du 2<sup>e</sup> gouvernement Rousseff, dirigera la 3<sup>e</sup> plus grande banque de développement nationale au monde, BNDES. Roberto Castello Branco, économiste de formation et troisième « Chicago Boy », a été nommé PDG de Petrobras après un passage auprès de Vale, le géant minier, et de la banque centrale en tant que cadre dirigeant. Tereza Cristina - chef de file du lobby agricole au parlement et l'une des deux seules femmes nommées au gouvernement – dirigera pour sa part le ministère de l'Agriculture, tandis que Ricardo Salles, avocat de formation, fervent critique des présidents Lula et Rousseff et défenseur du libéralisme économique, pilotera le ministère de l'Environnement. Pour rétablir la « primauté de la loi et de l'ordre », l'une de ses promesses électorales, Jair Bolsonaro a nommé l'ancien juge anti-corruption Sergio Moro à la tête du ministère de la Justice et salué la nomination de Mauricio Valeixo aux commandes de la police fédérale. Les deux hommes - personnalités majeures de l'opération « Lava Jato » - sont à l'origine de l'incarcération de l'ex-président Lula en avril 2018.

Les cadres militaires sont également très largement représentés au sein du nouveau gouvernement avec plus d'un tiers des postes – un record depuis la transition du Brésil vers un régime démocratique<sup>1</sup>.

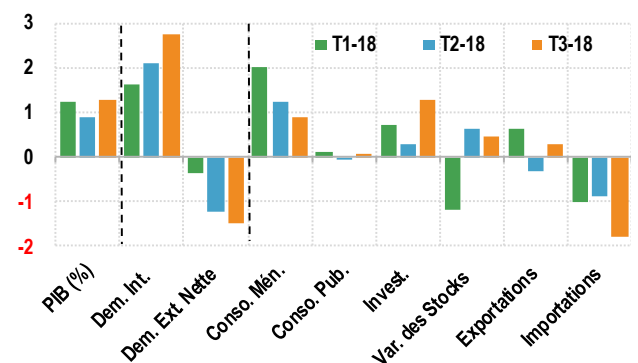
<sup>1</sup> Les postes importants occupés par des personnalités au passé militaire comprennent : la présidence (capitaine), la vice-présidence (général), le ministère de la Défense (général), le Bureau des renseignements (général), le ministère en charge des relations avec le congrès (général), le ministère des Sciences et des Technologies (officier de haut rang de l'Armée de l'air), le ministère de l'Énergie (amiral), le ministère de l'Infrastructure (ingénieur militaire), le ministère de la Transparence de la Supervision et du Contrôle (capitaine) et le secrétaire chargé de la Communication du gouvernement (général).

### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB (croissance %)	1,1	1,3	3,0	2,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,4	3,7	3,8	3,6
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7,8	-7,5	-7,2	-6,6
Dette publique brute (en % du PIB)	74	77	85	85
Solde courant (en % du PIB)	-0,5	-0,9	-1,5	-2,4
Dette externe (en % du PIB)	27	33	35	38
Réserves de change (USD mds)	373	374	375	370
Réserves de change, en mois d'imports	20	18	17	17
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,3	3,9	3,3	3,2

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Contribution (p.p.) des composantes au PIB (g.a.)



Sources : IBGE, BNP Paribas

Les questions susceptibles d'attiser les tensions entre ces trois groupes comprennent notamment les relations avec la Chine, l'étendue des privatisations et les règles encadrant l'investissement étranger, le retrait des accords de Paris sur le climat et ses implications pour un accord commercial Mercosur - Union européenne<sup>2</sup>. Ces tensions risquent de s'exacerber lorsque le nouveau congrès siègera à partir de février. Le refus de Bolsonaro de former une coalition stable, au prix de nominations politiques, laisse présager des difficultés éventuelles à mettre en place ses politiques publiques.

<sup>2</sup> Dans le cadre de sa nouvelle politique, l'Union européenne refusera de signer des accords commerciaux avec des pays n'ayant pas ratifié l'accord de Paris sur les changements climatiques.





## ■ Regain de confiance

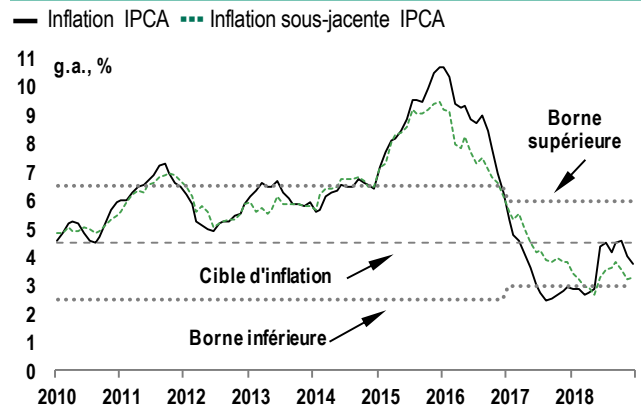
La reprise économique se poursuit mais reste hésitante. Le PIB a progressé de 0,8% t/t en données cvs et de 1,3% en glissement annuel (g.a.) au T3 2018. La croissance trimestrielle a bénéficié d'un effet de base important dû à un T2 largement impacté par la grève des routiers. Du côté de la demande, la croissance a été tirée par l'investissement et la consommation privée pour respectivement 1,3 p.p. et 0,9 p.p. En revanche, la contribution nette des échanges extérieurs a été négative (-1,5 p.p., cf. graphique 2). L'offre restant supérieure à la demande, la contribution des stocks à la variation annuelle du PIB a de nouveau été positive (+0,5 p.p.). L'acquis de croissance était de 1,1% au T3.

L'économie bénéficie actuellement de facteurs de soutien atténuant le risque de retournement conjoncturel. L'amélioration de la situation financière de l'ensemble des ménages devrait soutenir la consommation. Après avoir connu une croissance négative pendant la majeure partie de 2016, les salaires réels se sont redressés progressivement. Le ratio de dette des ménages en pourcentage du revenu disponible s'est aussi amélioré. Le risque inflationniste étant contenu, la politique monétaire devrait par ailleurs restée accommodante (graphique 3). Le crédit aux ménages, qui progresse à un rythme mensuel en g.a. de l'ordre de +6,5%, continuera de soutenir la consommation privée tandis que l'élargissement de la base de financement du crédit hypothécaire devrait stimuler l'investissement résidentiel.

La période post-électorale a été marquée par un rebond des marchés financiers et, plus généralement, par une amélioration du climat de confiance. L'indicateur de confiance à la consommation (CCI) a progressé vigoureusement au T4, atteignant son plus haut niveau en décembre depuis avril 2014. Le climat des affaires reflète la volonté de la nouvelle équipe dirigeante de mettre en œuvre des politiques publiques favorables aux entreprises. L'indice de confiance des entreprises (BCI) a augmenté d'1 point en décembre pour atteindre 95,9 points, soit son plus fort rebond depuis mars 2014. Cette augmentation a été largement tirée par un regain d'optimisme notamment dans les secteurs des services, du commerce et de la construction (graphique 4). L'indice PMI composite est également revenu dans la zone d'expansion pour la première fois depuis mai, atteignant 52,4 points en décembre. La victoire de Bolsonaro a également déclenché une série d'introductions en Bourse au terme de plusieurs mois de paralysie. Le marché des actions a atteint des sommets avec une hausse de 12% depuis le second tour des élections. Le taux de change s'est quelque peu redressé depuis l'entrée en fonction de Bolsonaro (+4%), après une année de baisse du real face au dollar (-15%).

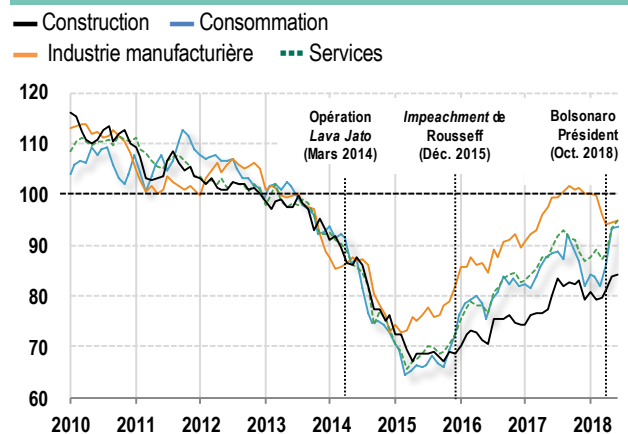
La résurgence des mouvements sociaux - à commencer par une possible nouvelle grève des routiers - constitue le principal risque conjoncturel à court terme. De plus, l'industrie tourne toujours au ralenti, en témoignent les taux d'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier qui demeurent bien en deçà des niveaux d'avant-crise. La production automobile (-14% au second semestre) traduit bien la faiblesse de la production industrielle qui stagne depuis juillet. Le crédit aux entreprises reste

## 3- L'inflation reste contenue en deça de la cible



Sources : IBGE, BNP Paribas

## 4- Rebond des indices de confiance après l'élection



Sources : IBRE/FGV, BNP Paribas

pour sa part en berne, affichant un taux de croissance réel négatif depuis décembre 2014.

Plus fondamentalement, des marges de manœuvres limitées en matière de politique budgétaire ne permettent plus de relancer l'économie. Même s'il s'est un peu infléchi, le taux de chômage demeure élevé à 11,6%. Des obstacles structurels – faibles niveaux d'investissement, de productivité, d'ouverture commerciale et des niveaux élevés d'informalité, d'inégalité et de corruption – continueront de peser sur les perspectives de croissance à moyen terme.

**Salim HAMMAD**

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

# Russie

## 2019 : une année plus incertaine

L'année 2018 a été marquée par une reprise de la croissance, un retour du surplus budgétaire, une hausse de l'excédent courant et la création d'un organisme de défaillance pour assainir le secteur bancaire. Le « nouveau » gouvernement Poutine a par ailleurs affirmé sa volonté de soutenir la croissance potentielle en augmentant l'âge de départ à la retraite et en adoptant un vaste programme de dépenses publiques pour les six prochaines années. Néanmoins, les risques qui pèsent à court terme sur l'économie sont en hausse. L'activité pourrait être pénalisée par le durcissement monétaire et la hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier. Par ailleurs, un renforcement des sanctions américaines est à craindre, lequel pourrait générer de nouvelles pressions à la baisse sur le rouble.

### ■ Ralentissement de la croissance au T3 2018

Au troisième trimestre 2018, la croissance économique russe a décéléré à 1,5% en glissement annuel (g.a.) après 1,9% au trimestre précédent. Elle a atteint 1,6% sur les trois premiers trimestres de l'année 2018. La production de pétrole a rebondi de 5%, reflet de la hausse progressive des quotas (+4% au deuxième semestre) mais l'activité s'est contractée dans le secteur agricole, la croissance dans l'industrie a légèrement décéléré alors qu'elle a fortement augmenté dans les services. Les indicateurs avancés dans le secteur manufacturier comme dans les services restent favorables mais la décélération du pouvoir d'achat des salaires enregistrée depuis le mois d'août et la hausse du taux de TVA, de 18% à 20%, le 1<sup>er</sup> janvier devraient peser sur la consommation des ménages.

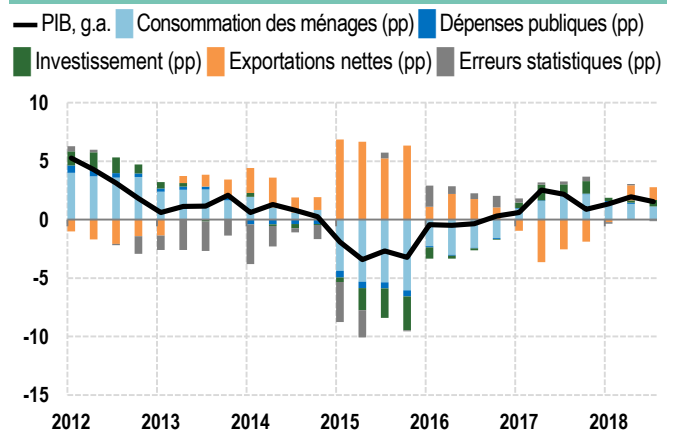
Depuis le début du deuxième semestre 2018, l'inflation a accéléré pour atteindre +3,8% en g.a. en novembre contre 2,3% en moyenne sur les six premiers mois de l'année. Pour l'instant, elle reste en deçà de la cible de 4% fixée par les autorités monétaires. Cette accélération reflète l'augmentation des prix des produits alimentaires, non alimentaires et des services. Elle s'explique par trois facteurs : des effets de base défavorables (en 2017 la récolte agricole avait été particulièrement bonne et ainsi favorisé une détente des prix alimentaires), la hausse des prix de l'essence qui s'est traduite par une hausse des coûts de transport et la dépréciation du rouble. A horizon des deux prochaines années, les perspectives de croissance restent modestes et les risques qui pèsent sur l'économie sont élevés. En premier lieu, la Russie s'est engagée en décembre 2018 à réduire sa production de pétrole de 230 000 barils par jour (l'équivalent de 2% de la production actuelle) à partir du mois de janvier 2019. Par ailleurs, l'activité domestique devrait être pénalisée par la hausse de la TVA et les effets de second tour qu'elle pourrait générer. A ce jour, la Banque centrale russe estime que la hausse des prix sur l'ensemble de l'année 2019 devrait être comprise entre 5% et 5,5% pour revenir à 4% en 2020 en moyenne. Néanmoins, le risque inflationniste pourrait être revu à la hausse si le Congrès américain décidait d'imposer des sanctions supplémentaires à l'encontre de la Russie, lesquelles pourraient alors générer de nouvelles pressions à la baisse sur le rouble. Pour contenir les risques de dérapage inflationniste, les autorités monétaires ont relevé de 25 points de base leurs taux directeurs en décembre dernier, à 7,75%, et annoncé d'ores et déjà de possibles nouvelles hausses de taux. Le durcissement de la politique

### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,5	1,7	1,5	1,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,7	2,8	5,1	4,1
Solde budg. du gouvernement % PIB	-1,5	2,5	0,9	0,5
Dettes publiques, % du PIB	15,5	14,9	15,8	16,4
Balance courante, % du PIB	2,2	5,7	2,7	2,3
Dettes externes, % du PIB	32,9	29,5	27,0	26,5
Réserves de change, mds USD	347	372	413	446
Réserves de change en mois d'imports	10,3	12,8	12,9	13,0
Taux de change USDRUB (fin d'année)	58,3	69,4	71,0	70,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Ralentissement de la croissance au T3 2018



Source : CEIC

monétaire pourrait pénaliser l'investissement, dont la croissance a déjà commencé à décélérer au deuxième trimestre.

A plus long terme, la Banque mondiale estime que la croissance potentielle de la Russie continuerait de s'éroder de 1,5% en 2017 à 1,3% d'ici 2022. L'institut estime néanmoins qu'elle pourrait être relevée à 3% si d'importantes réformes étaient mises en oeuvre<sup>1</sup> afin d'accroître la population active (relèvement de l'âge de départ à la retraite, politique en faveur de l'immigration) et favoriser la diffusion du progrès technique

<sup>1</sup> Russia, Economic Report, November 2018.



### ■ Une politique budgétaire pour soutenir la croissance

Les finances publiques russes se sont sensiblement consolidées sur les onze premiers mois de l'année 2018 conjointement à la forte hausse des revenus et à la bonne maîtrise des dépenses publiques. Néanmoins, le gouvernement a provisoirement abandonné son objectif d'équilibrer le solde primaire pour les six prochains exercices budgétaires et prévoit désormais un déficit primaire de 0,5% du PIB. Le gouvernement s'est, en effet, engagé à accroître les dépenses structurelles afin de soutenir la croissance. Ce « dérapage » devrait toutefois être contenu.

Sur les 11 premiers mois de l'exercice 2018, l'excédent budgétaire du gouvernement fédéral a atteint 3,7% du PIB alors qu'en 2017 à la même époque, il affichait un déficit de 0,7%. Dans le même temps, le déficit hors revenus pétroliers et gaziers a été ramené à 4,9% du PIB, soit un point de pourcentage de moins qu'en 2017, reflet de la baisse du ratio des dépenses rapportées au PIB. Le solde primaire du gouvernement et des administrations a enregistré un excédent de plus de 3% sur les 10 premiers mois de l'année.

En 2018, la consolidation des finances publiques devrait permettre de réduire le ratio de la dette publique rapportée au PIB avant qu'il n'augmente progressivement au cours des six prochaines années suite à la hausse des dépenses publiques à partir de 2019. En mai 2018, le gouvernement a annoncé plusieurs mesures visant notamment à inverser la dynamique démographique, élever le PIB potentiel, réduire la pauvreté, et allonger la durée de vie, à l'horizon 2024. Pour ce faire, le ministère des finances s'est engagé à augmenter les dépenses dans de nombreux domaines (éducation, santé, infrastructures, soutien aux PME, etc.). Le coût de ces dépenses est estimé à 1,1% du PIB par an au cours des six prochaines années. Le gouvernement prévoit de les financer en partie par la hausse de la TVA (laquelle devrait générer une hausse des recettes de 0,5 à 0,6 point de PIB tous les ans) et par une rationalisation de la fiscalité sur le secteur pétrolier d'ici 2024. Le solde serait financé par des émissions de dette sur le marché domestique. La hausse de la dette publique resterait néanmoins limitée à cinq points de pourcentage de PIB.

### ■ Le secteur bancaire toujours fragile

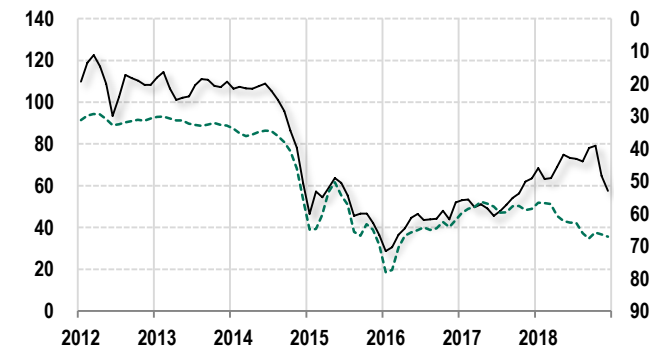
Le secteur bancaire reste fragile car exposé au risque de crédit, d'une part, et au risque de taux d'intérêt, d'autre part. Néanmoins le soutien du gouvernement, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques et les mesures prises par les autorités monétaires sont favorables à sa consolidation.

Au cours des douze derniers mois, la qualité des actifs bancaires ne s'est pas améliorée, en dépit d'une meilleure situation financière des entreprises depuis la reprise de l'activité économique (les entreprises reçoivent 70% des prêts bancaires). La part des créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire est restée quasiment stable à 10,7% au T3 2018 selon le FMI contre 10,2% fin 2017). En revanche, la part des prêts en défaut ou sur le point de l'être<sup>2</sup>, a continué d'augmenter, selon la banque centrale russe,

<sup>2</sup> Catégorie IV et V. Ces statistiques intègrent les mauvaises créances détenues par les banques publiques recapitalisées en 2017 Promsvyazbank, Otkritie, B&N.

### 3- Le rouble reste déconnecté du pétrole depuis 2017

— Prix du pétrole (USD, éch. gauche)  
 --- Cours de change du RUB par USD (échelle inversée, droite)



Sources : Irving, NBER

atteignant 11,9% en octobre contre 10,5% fin 2017). Les secteurs d'activité les plus fragiles sont ceux de la construction et de l'immobilier où la part des crédits risqués a continué d'augmenter au cours des douze derniers mois. Les entreprises endettées en devises pourraient voir leur situation se dégrader encore davantage suite à la dépréciation du rouble.

La forte accélération du crédit aux ménages au cours des douze derniers mois pourrait devenir une source de préoccupation. Elle a atteint +22,5% en octobre en g.a. (vs 10,7% il y a un an). Jusqu'à présent, la baisse des taux d'intérêt sur les crédits aux ménages à plus d'un an (-165 pb en un an) avait permis de contenir partiellement la hausse de leur charge d'endettement. Néanmoins, la croissance du crédit étant supérieure à celle des revenus des ménages, le ratio de dette rapportée à leur revenu a augmenté, même s'il reste encore très modéré autour de 25%. A ce jour, les arriérés de paiement sur les crédits à la consommation ou sur les crédits hypothécaires n'ont pas augmenté. Cependant, pour contenir les risques, la banque centrale a pris en mai et en septembre 2018 des mesures visant à renforcer la pondération des crédits à la consommation et des crédits hypothécaires (pour ceux avec des acomptes minimes) dans le calcul des actifs pondérés à risque afin d'inciter les banques à réduire leur exposition aux ménages. Fin octobre 2018, les ratios de solvabilité des banques étaient satisfaisants. Le CAR et le Tier-1 CAR atteignaient respectivement 12,4% et 9,5% en octobre 2018.

La hausse du risque de taux d'intérêt est l'autre source d'inquiétude. Selon la banque centrale, l'exposition des banques au risque de taux d'intérêt s'est accentuée en raison des déséquilibres croissants d'échéances entre leurs avoirs (longs) et leurs engagements (courts). En octobre 2018, leurs avoirs à moins d'un an ne couvraient que 61% de leurs engagements à moins d'un an (contre 63% en janvier 2018).

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# Turquie

## Grandes manœuvres

Alors que se profilent les élections municipales (31 mars), test important pour le gouvernement, celui-ci a relancé les grandes manœuvres pour soutenir l'économie et faire valoir ses intérêts en Syrie, au prix d'un regain de tensions diplomatiques avec les Etats-Unis. Les tensions financières se sont apaisées depuis la crise de change d'août dernier, mais la situation conjoncturelle reste dégradée. Le scénario d'une récession sur plusieurs trimestres se précise avec comme principale inquiétude la situation financière des entreprises non financières. La réduction rapide du déficit courant et la décélération de l'inflation sur les tous derniers mois attestent de l'ampleur de l'ajustement macroéconomique en cours.

### ■ Une relation tumultueuse avec les Etats-Unis...

Les relations chaotiques entre Ankara et Washington auront rythmé l'année 2018 : procès aux Etats-Unis pour contournement de l'embargo sur l'Iran par la banque publique turque Halkbank, refus des Etats-Unis d'extrader Fethullah Gülen et crise diplomatique autour du pasteur Brunson (finalement libéré le 12 octobre) à l'origine des sanctions américaines en août.

Alliés historiques au sein de l'OTAN, les deux pays ont un intérêt géopolitique mutuel à coopérer dans le conflit syrien. Mais leurs divergences persistent, notamment sur la question kurde, mais aussi sur l'Iran (fournisseur de pétrole de la Turquie) et l'Arabie Saoudite (partenaire historique des Etats-Unis). L'annonce mi-décembre du retrait des Etats-Unis de la Syrie a été perçue par la Turquie comme une aubaine pour annoncer une intervention militaire dans le cadre de sa stratégie de sécurisation de sa frontière sud par l'établissement d'une zone tampon et de sanctuarisation d'un territoire pour accueillir les millions de réfugiés syriens. Mais la réaffirmation de l'objectif ultime d'annihiler les forces kurdes de Syrie a de nouveau tendu les relations avec les Etats-Unis, Donald Trump menaçant de « dévaster l'économie Turque », avant de nouvelles négociations en cours sur un accord.

### ■ ...qui fragilise la difficile stabilisation financière

L'aggravation des déséquilibres macroéconomiques alimentée par des politiques économiques pro-cycliques jusqu'à l'automne et la vulnérabilité financière extérieure de la Turquie, ont renforcé l'exposition du pays aux facteurs géopolitiques. En retour, depuis la crise de change d'août dernier, l'économie turque a subi un retournement conjoncturel et l'inflation a fortement accéléré (cf. infra). Les élections municipales fin mars auront valeur de test pour un gouvernement dont la cote de popularité s'est érodée depuis les élections législatives et présidentielles en juin dernier. Le parlement a accordé le 15 janvier dernier au président Erdogan les pleins pouvoirs pour prendre toutes les mesures nécessaires en cas de menace sur la stabilité financière du pays.

Les tensions financières se sont apaisées depuis mi-septembre, dans le sillage de la hausse massive des taux d'intérêt par la banque centrale (CBRT) et de la libération du pasteur Brunson. Après une chute vertigineuse de 42% par rapport au panier euro-dollar entre janvier et août, dont la moitié sur le seul mois d'août, la livre turque (TRY) a rebondi en septembre-octobre pour clôturer l'année 2018 sur une dépréciation de 27% sur un an et en moyenne annuelle. Les primes de CDS à 5 ans sur les obligations

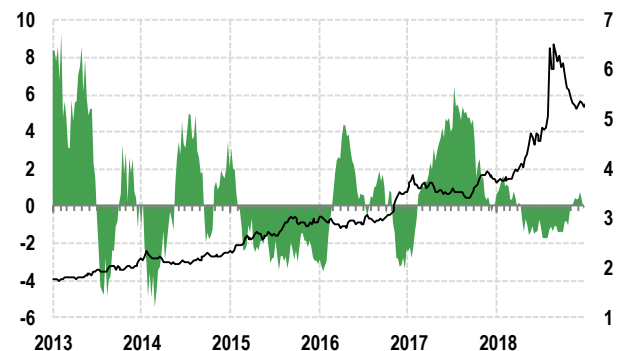
### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	7,4	2,9	2,0	3,3
Inflation moyenne (IPC, %)	11,1	16,3	17,1	11,4
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,5	-2,0	-2,2	-2,2
Dette publique / PIB (%)	28,3	31,1	30,0	29,2
Solde courant / PIB (%)	-5,6	-3,6	-3,3	-3,7
Dette extérieure / PIB (%)	53,3	57,4	55,6	56,6
Réserves de change, mds USD	82,6	72,0	72,0	75,0
Réserves de change, en mois d'imports	4,0	3,5	3,4	3,2
Taux de change USDTRY (fin d'année)	3,8	5,3	5,8	6,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Investissements de portefeuille et taux de change

■ Flux nets d'investissements de portefeuille étrangers (USD mds, 3 mois)  
— Taux de change nominal USDTRY (éch. d.)



Sources : CBRT, BNP Paribas

souveraines en devises ont chuté de 580 points de base (pb) début septembre à 350 pb mi-janvier. Après une envolée de 1400 pb entre janvier et août à 27,3%, les taux obligataires à 2 ans ont baissé fortement depuis septembre à 18% mi-janvier. La courbe des taux s'est donc retournée, le taux interbancaire à trois mois demeurant proche du taux directeur (repo à une semaine) à 24% depuis septembre.

Les sorties nettes d'investissements de portefeuille de la part des non-résidents en monnaie locale ont finalement été limitées sur l'ensemble de l'année 2018 à USD 1,9 md (-USD 1 md sur le marché obligataire et -USD 0,9 md sur le marché actions). Les flux



nets sont redevenus positifs entre mi-septembre et fin novembre (+USD 0,7 md). Mais les investisseurs étrangers se sont de nouveau désengagés du marché obligataire depuis décembre (-USD 0,8 md) et ne détiennent plus que 15% de la dette publique domestique (plus de 20% jusqu'en 2014).

Les récents mouvements de portefeuille tiennent en partie à la stratégie du Trésor turc de limiter l'appel aux marchés et de privilégier l'endettement en devises. Le fort renchérissement des conditions de financement sur le marché local l'a en effet conduit à davantage solliciter les marchés des obligations internationales, en émettant au taux de 7,7% lors de la dernière soumission d'Eurobonds en janvier. Sur les onze premiers mois de 2018, la dette externe du gouvernement central s'est accrue de TRY 5,7 mds (environ USD 1 md), alors que le programme annuel prévoyait un désendettement de TRY 1,6 md. Dans le même temps, le moindre recours au marché domestique s'est traduit par une hausse de la dette domestique de TRY 40,6 mds à novembre contre TRY 62,7 mds programmés initialement sur l'année.

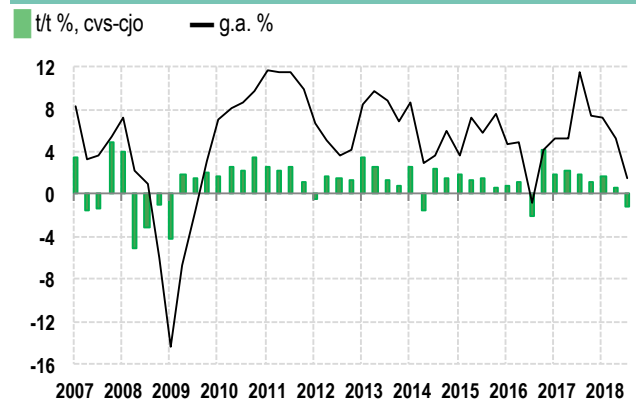
Depuis septembre, les banques turques ont réussi à renouveler environ 90% de leurs financements externes sous forme de prêts syndiqués, dont le marché secondaire a redémarré. Le relâchement des tensions leur ont permis de reconstituer leurs dépôts en devises (notamment *via* le mécanisme d'options de réserves obligatoires ROM) auprès de la banque centrale (CBRT), après une baisse de USD 26 mds entre mars et septembre. Enfin, les surplus du compte courant dégagés depuis août et le redressement du compte financier (dont les importantes entrées de devises non-identifiées enregistrées au poste « erreurs et omissions ») ont aussi œuvré à reconstituer un peu les réserves de change brutes (+USD 7,2 mds entre octobre et mi-janvier), en repli de USD 40 mds depuis 2013. Celles-ci couvrent environ 40% des tombées de dette externe en 2019 (USD 173 mds pour la dette à courte terme et la dette à moyen et long terme à refinancer) et les réserves dites « libres » (i.e. hors ROM) seulement 15%.

### ■ Ajustement macroéconomique brutal

Le scénario d'une récession sur plusieurs trimestres se confirme sous l'effet de la forte dépréciation de la livre turque, l'envolée de l'inflation et des taux d'intérêt, la contraction du crédit bancaire, et les difficultés financières de nombreuses entreprises, notamment dans le secteur de la construction, moteur de la croissance ces dernières années. En léger rebond depuis octobre, les indices de confiance des entreprises et des ménages demeurent très bas, et les autres indicateurs mensuels et avancés restent déprimés pour le T4 2018 et le début de l'année 2019.

Au T3 2018, le PIB réel s'est contracté de 1,1% t/t en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés (cvs-cjo). En glissement annuel (g.a.), il n'a progressé que de 1,6%, contre 11,5% un an plus tôt (record depuis le T3 2011) et encore 5,3% au T2. La consommation a fortement ralenti à +1,1% g.a. au T3, après +6,4% au T2, et l'investissement a reculé de 3,8%. Les créations d'emplois stagnent et le taux de chômage (cvs) a progressé de 9,9% à 11,5% entre janvier et octobre. La contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB est devenue fortement

### 3- Croissance du PIB réel



Source : Turkstat

positive grâce au dynamisme des exportations (+13,6% g.a. en volume) et au plongeon des importations (-16,7% g.a. en volume). La valeur ajoutée dans le secteur de la construction a chuté de 5,3% g.a., et la production industrielle s'est contractée de 6,5% g.a. en novembre. Seule l'activité dans les services a affiché une croissance positive (+4,5% g.a. au T3).

Les déséquilibres macroéconomiques s'atténuent. Entre janvier et novembre, le déficit du compte courant s'est réduit d'USD 13,5 mds par rapport à 2017 à USD 26,2 mds, en raison de la compression des importations (accentuée par la baisse des prix du pétrole) et de la bonne tenue des recettes d'exportations et touristiques. Le pic d'inflation semble avoir été atteint en octobre (25,2% g.a.) et l'IPC a clôturé l'année à 20,3%. Moins soumise à des pressions politiques, la CBRT ne devrait pas desserrer les conditions financières avant une confirmation claire de la désinflation.

### ■ Soutien à l'économie, entreprises fragilisées

Le dérapage du déficit public a été relativement contenu en 2018, avec un solde primaire très légèrement positif. La baisse probable des recettes fiscales et des revenus non-récurrents, ainsi que les mesures annoncées de soutien à l'économie (hausse du salaire minimum de 26%, hausse attendue des salaires des fonctionnaires, rabais sur la facture d'électricité des ménages défavorisés) devraient peser sur les finances publiques en 2019. D'autres mesures pourraient s'avérer une charge indirecte ou future pour l'Etat au travers des garanties publiques et des engagements contingents, comme le fonds de garantie du crédit, très actif en 2017, et les nouveaux programmes de soutien au crédit immobilier et à la consommation *via* les banques publiques Ziraat et Halkbank.

Face à la multiplication des demandes de restructurations de dette de la part des entreprises non-financières (officiellement 846 procédures dite *Konkordato* initiées en décembre 2018) afin d'éviter la mise en faillite, le régulateur bancaire a enjoint les banques commerciales à honorer toutes les demandes.

Sylvain Bellefontaine

[sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)



# Hongrie

## Des contradictions assumées

La situation macroéconomique de la Hongrie illustre une Europe centrale florissante économiquement mais s'émancipant de certains principes de démocratie libérale, creuset de l'Union européenne. La croissance du PIB hongrois est estimée à 4,5% en moyenne en 2018, un niveau record depuis 2004 et supérieur au potentiel. Des facteurs endogènes et exogènes annoncent un retournement du cycle économique dans les prochains trimestres. Mais la détérioration attendue des fondamentaux macroéconomiques n'est pas une source d'inquiétude à court et moyen terme.

### ■ Entre interventionnisme et libéralisme économique

Depuis la crise de la zone euro, l'affaiblissement des institutions européennes a fait le lit des populismes nationaux, notamment en Hongrie. Au pouvoir depuis 2010 et confirmé dans ses fonctions après la nette victoire du Fidesz aux élections législatives d'avril 2018, le premier ministre Victor Orban peut se prévaloir d'une situation macroéconomique favorable. Il entend mener la fronde eurosceptique, souverainiste et anti-immigration lors des élections européennes de mai prochain et peser sur les grandes orientations de l'Union pour les prochaines années, à un moment où le couple franco-allemand, moteur traditionnel de l'UE, est fragilisé.

Sur le plan économique, le « modèle Orban » est plus pragmatique que dogmatique, équilibre fragile entre interventionnisme et mesures libérales. Il n'est pas dénué de certaines contradictions. En dépit d'un fort rejet des institutions européennes, la Hongrie est très friande des fonds structurels. Ceux-ci sont amenés à baisser à partir de 2021 pour les pays d'Europe centrale et orientale, indépendamment de l'instauration (discutée à Bruxelles) ou non d'un critère de respect des règles de l'état de droit pour l'attribution et la fixation des montants alloués aux pays. Le patriotisme économique prévaut dans des secteurs stratégiques (énergie, télécommunications, finance), mais les autorités promeuvent l'ouverture aux investisseurs étrangers dans les secteurs industriels intensifs en main d'œuvre. Petite économie ouverte dont les exportations de biens et services représentent 87% du PIB, l'économie hongroise est très intégrée dans les chaînes de valeurs européennes et mondiales. Tous les constructeurs automobiles allemands opèrent en Hongrie, pour qui le secteur représente un quart des exportations, avec le coût de la main d'œuvre (EUR 8/h) le bas de l'UE derrière la Roumanie. Dans cette quête d'attractivité et de compétitivité, l'impôt sur les sociétés a été ramené de 19% à 9% en 2017, soit le taux le plus bas au sein de l'UE, et les cotisations sociales employeurs ont été abaissées de 2,5 points de pourcentage en 2018. En décembre, la loi rehaussant le plafond des heures supplémentaires (de 250h à 400h par an avec possibilité d'en différer le paiement jusqu'à trois ans) a suscité des mouvements sociaux à surveiller.

### ■ Haut de cycle

La croissance économique a continué d'accélérer en 2018 grâce à un cocktail de politiques économiques expansionnistes, de fonds structurels européens et de reprise du crédit domestique depuis fin 2016. Les banques ont assaini leur bilan pour afficher désormais

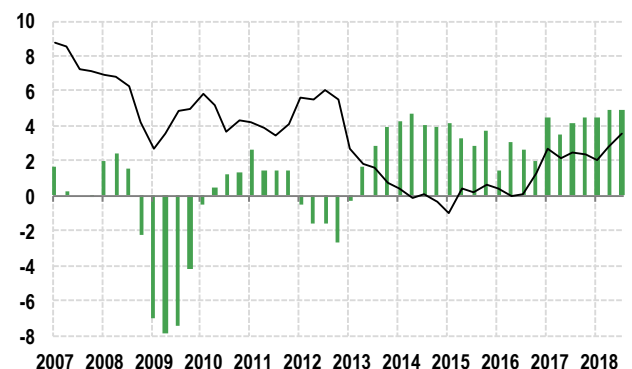
### 1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	4,1	4,5	3,2	2,8
Inflation, HICP, var. annuelle, %	2,4	2,9	3,3	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,2	-2,4	-2,0	-1,8
Dette du gouvernement, % du PIB	74,8	74,2	71,7	69,8
Balance courante, % du PIB	3,2	1,9	0,7	1,1
Dette externe, % du PIB	84,6	76,9	70,3	62,2
Réserves de change, mds USD	23,4	27,4	27,9	28,4
Réserves de change, en mois d'imports	2,8	3,1	2,9	2,8
Taux de change EURHUF (fin d'année)	309	319	330	330

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Croissance économique et inflation

Croissance du PIB réel (% g.a.) — Inflation (IPCH, %, g.a.)



Sources : Eurostat, Office central des statistiques hongrois (KSH)

des niveaux de capitalisation, de liquidité et de profitabilité satisfaisants, leur permettant une politique de crédit plus agressive soutenue par la banque centrale (taux d'intérêt bas, programme de financement des PME). Si à peine 30% de l'enveloppe de financements européens (EUR 21,9 mds sur 2014-2020) a été déboursé jusqu'à présent, le gouvernement a préfinancé (selon le principe de cofinancement) un certain nombre de projets éligibles.

En 2018, le PIB réel a crû de 4,8% sur les neuf premiers mois par rapport à l'année précédente (glissement annuel, g.a.). Il affiche dix trimestres consécutifs de progression. La consommation des ménages en est le principal moteur (+5,5% g.a. sur les trois premiers trimestres 2018) et les ventes au détail ont augmenté de 6,3% sur les onze premiers mois de l'année. La consommation des



ménages a continué d'être soutenue par une forte hausse de 10% des salaires nominaux sur un an, exacerbée par les tensions sur le marché du travail dans une économie au quasi plein-emploi avec un taux de chômage de 3,8%.

L'investissement a bondi de 17,4% g.a. sur les trois premiers trimestres 2018, tiré par le secteur de la construction dont la valeur ajoutée a affiché une hausse de 23,8% g.a. sur trois trimestres. L'investissement résidentiel a continué de profiter de l'incitation fiscale instaurée sur l'immobilier neuf expirant en janvier 2020. Dans le même temps, l'investissement dans le secteur industriel (machines et équipements) a continué de bénéficier de conditions d'accès au financement favorables et d'investissements directs étrangers (EUR 4,5 mds sur un an au T3 2018 contre EUR 2 mds en moyenne par an depuis 2010, soit à peine 2% du PIB).

La production manufacturière a légèrement marqué le pas au T3 (+2,5% g.a.), en lien notamment avec le ralentissement du secteur automobile (forte baisse des immatriculations en Allemagne) associé aux nouvelles normes anti-pollution européennes. Toutefois, les indicateurs mensuels montrent un rebond en octobre pour l'automobile et l'électronique. Conséquence d'une demande intérieure très soutenue, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB est négative depuis deux ans, la croissance des importations (+6,8% g.a. en volume sur les trois premiers trimestres 2018) dépassant celle des exportations (+5,4%).

Un ralentissement de l'activité est attendu en 2019-2020. La progression de la consommation et de l'investissement devrait se modérer. Des goulets d'étranglements ont fait bondir les coûts de construction, et l'accélération des prix à la consommation (2,7% g.a. en décembre contre 2,1% un an plus tôt) pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages. Malgré l'extension des capacités de production, le contexte mondial moins porteur pourrait contraindre les exportations industrielles (secteur automobile notamment).

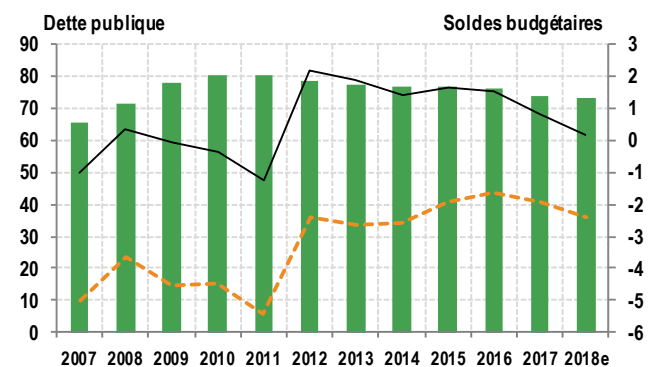
### ■ Dégradation non alarmante des fondamentaux macro

Les prévisions de ralentissement économique au sein de l'Union européenne, les risques associés aux tensions commerciales et au Brexit, ainsi que la « normalisation » des politiques monétaires aux Etats-Unis et en zone euro devraient peser sur les comptes extérieurs de la Hongrie. En dépit de la révision à la baisse des prix du pétrole, les excédents commerciaux et courants substantiels affichés en 2015-2017 devraient se réduire en 2019-2020. Parallèlement, les flux entrants d'IDE pourraient ralentir compte tenu de la détérioration du climat des affaires.

Cette perspective ne mettrait pas en péril la position extérieure du pays à court et moyen terme. Quoique toujours substantiel, la dette externe du pays a fortement baissé depuis 2010 (de 145% du PIB à moins de 80% en 2018), du fait du *deleveraging* opéré par l'Etat et le secteur privé (même si les engagements en devises des banques ont augmenté en 2018). La position extérieure nette du pays (actifs à l'étranger moins engagements vis-à-vis de l'étranger) s'est améliorée (-47% du PIB mi-2018 contre -105% en 2010). Le désendettement public en devises a fait fondre les réserves de changes au cours des dernières années. Mais les entrées de devises fin 2018, liées à l'émission d'*Eurobonds* et aux transferts

### 3- Finances des administrations publiques (% PIB)

■ Dette publique — Solde budgétaire primaire — Solde budgétaire global



Source : Commission européenne

européens, ont permis d'inverser la tendance. Bien qu'atteignant le seuil de trois mois d'importations, les réserves de change ne constituent pas une source d'inquiétude pour un pays non-exportateur de matières premières affichant un excédent courant.

Relativement stable depuis trois ans, le forint (HUF) pourrait connaître un regain de volatilité du fait de l'augmentation du risque politique (élections européennes en mai), ainsi que de la fin de l'assouplissement quantitatif en zone euro et du durcissement monétaire aux Etats-Unis. Au cours d'une année 2018 très agitée pour les devises émergentes, le forint ne s'est déprécié que de 4% contre l'euro (-10% face au dollar US), reflet du maintien de la confiance des investisseurs à l'égard de la Hongrie et des autres économies d'Europe centrale. La MNB a annoncé son intention de maintenir son taux directeur à 0,90% (niveau historiquement bas en vigueur depuis mai 2016) jusqu'en 2020, malgré l'accélération prévue de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation et prix régulés) au-dessus de la cible centrale de 3%, à 3,5% en moyenne en 2019 et 3,3% en 2020. Toutefois, la MNB pourrait être contrainte d'opérer une hausse de taux d'intérêt courant 2019.

Côté finances publiques, les estimations des autorités hongroises et des organisations internationales (Commission européenne, FMI, OCDE) convergent vers un déficit du gouvernement général de 2,3%-2,4% du PIB en 2018. Ce nouveau creusement du déficit est imputable en partie à la perte de certains revenus exceptionnels et aux mesures fiscales, alors que la bonne performance des recettes a largement été dilapidée en dépenses supplémentaires (salaires et investissements). Le caractère pro-cyclique de la politique budgétaire est illustré par un déficit structurel élevé (3,8% du PIB en 2018 selon la Commission européenne). Le déficit apparent est attendu en légère réduction autour de 2% du PIB en 2019-2020, sous l'hypothèse de nouvelles mesures d'incitation fiscale, mais aussi de hausse des salaires et des transferts sociaux moindre que la croissance du PIB nominal, et de décaissement de fonds structurels pour des projets en partie préfinancés par le gouvernement. La dette publique devrait malgré tout passer sous la barre des 70% du PIB en 2020.

Sylvain Bellefontaine [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)



# Serbie

## La convergence progresse

L'économie serbe bénéficie d'une d'accélération de la croissance depuis 2017, soutenue par la consommation et l'investissement. L'inflation reste modérée, aidée par l'appréciation du dinar. Dans ce contexte favorable, le surplus budgétaire donne au gouvernement une certaine marge de manœuvre. La dette publique se réduit même si elle reste relativement élevée et vulnérable aux variations du change et à l'appétit des investisseurs internationaux. Par ailleurs, le potentiel de l'économie serbe reste contraint par une évolution démographique défavorable, des réformes du secteur public qui progressent lentement et un environnement politique difficile.

### ■ Fort rebond de l'activité

L'accélération de l'activité économique observée en 2017 s'est confirmée en 2018. Au troisième trimestre de 2018, la croissance économique a atteint 3,8% en termes réels. Le principal moteur de l'activité reste la demande domestique et plus particulièrement l'investissement productif qui reste inscrit dans un cycle haussier (+6,9% g.a.). L'investissement est dynamique à la fois dans le secteur public et privé, ce dont bénéficie notamment la construction dont l'activité a crû de 18% en termes réels par rapport à la même période de 2017. Par ailleurs, l'attractivité de l'économie serbe auprès des investisseurs étrangers reste forte. Les investissements directs étrangers (IDE) ont crû de 9% en valeur sur les dix premiers mois de 2018, et devraient être équivalents à 6% du PIB en 2018. La destination sectorielle de ces IDE est assez diversifiée et environ un tiers concerne des activités exportatrices.

La consommation privée (+3,3% g.a. en T3 2018) est l'autre moteur de la croissance serbe. Tout en restant à un niveau relativement élevé, le taux de chômage continue de baisser et a atteint 11,3% au T3 2018. Parallèlement, la croissance réelle du salaire moyen reste supérieure à 3% sur un an. Les transferts des expatriés constituent un autre élément de soutien. Ces transferts étaient en hausse de 18% en octobre 2018 en glissement annuel et représentent plus de 8% du PIB. L'accélération du crédit aux ménages se poursuit (+12% g.a. en novembre 2018) et contribue favorablement à l'évolution de la consommation. Par ailleurs, l'amélioration significative des comptes publics a permis une hausse plus affirmée de la dépense publique (+4% g.a. en T3 2018).

Sans surprise, la contribution externe à la croissance économique reste négative étant donné l'effet d'entraînement de la demande interne sur les importations de biens de consommation et d'équipement. Celles-ci ont crû de 11% au T3 2018 (g.a.) contre 9% environ pour les exportations. Ces dernières ont bénéficié du dynamisme des biens intermédiaires (métaux et plastiques notamment) ainsi que des pièces détachées destinées à l'industrie automobile.

Selon les premières estimations de l'office de statistiques serbe, la croissance réelle du PIB devrait atteindre 4,4% en 2018 contre 2% en 2017. A court terme, les perspectives sont un peu moins favorables mais la croissance devrait rester supérieure à 3,5% en 2019. La demande interne devrait être soutenue par l'évolution favorable du marché du travail, les gains de pouvoir d'achat et une baisse des taux d'intérêt réels. Néanmoins, le ralentissement de la

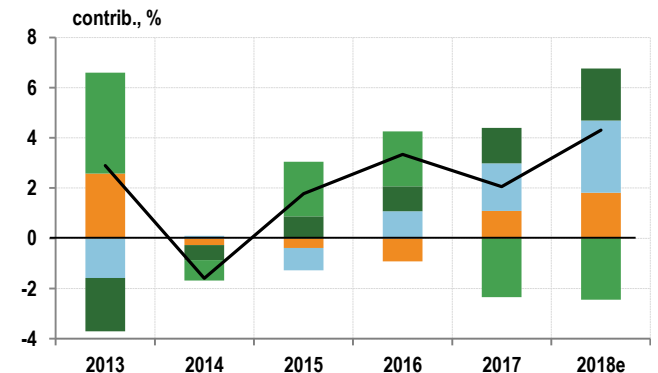
### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	2,0	4,3	3,8	3,5
Inflation, HICP, var. annuelle, %	3,2	2,0	2,9	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	1,2	0,5	-0,3	-0,5
Dette du gouvernement, % du PIB	62	56	54	52
Balance courante, % du PIB	-6,2	-5,9	-7,4	-7,9
Dette externe, % du PIB	68	61	57	53
Réserves de change, mds EUR	10,4	11,3	12	12,5
Réserves de change, en mois d'imports	4,9	4,7	4,5	4,3
Taux de change EURRSD	118,5	118,2	120,0	123,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Croissance du PIB

— PIB total ■ Exportations nettes ■ Consommation finale ■ FBCF  
■ Stocks et erreurs statistiques



Sources: Institut Statistique de la République de Serbie, BNPParibas

croissance européenne (1,5% attendu en 2019 contre 2,2% estimé en 2018 pour la zone euro) devrait peser sur les exportations. L'Union européenne est le débouché d'environ deux tiers des exportations serbes.

### ■ Une politique monétaire prudente

Malgré le dynamisme de la croissance, la hausse des prix reste contenue et s'inscrit en baisse par rapport à 2017. L'inflation des prix à la consommation a atteint 2% en moyenne en 2018 contre 3,2% en 2017. Ce sont principalement l'alimentation et l'énergie qui l'alimentent. Hors énergie et biens alimentaires, la hausse des prix à





la consommation a atteint 1,3% en moyenne annuelle en 2018. Par ailleurs, la stabilisation du dinar par rapport à l'euro au cours de l'année 2018 (+0,2%) a pu contribuer à la modération de l'inflation.

Depuis 2009, la banque centrale poursuit officiellement une politique monétaire de ciblage d'inflation. Actuellement, la bande de fluctuation cible pour la variation annuelle moyenne des prix à la consommation est 3,0% +/-1,5%. Les anticipations d'inflation à court terme s'établissent à environ 3%. Dans ce contexte, et pour tenir compte des incertitudes concernant, d'une part, le rythme du durcissement monétaire en zone euro, et, d'autre part, l'incertitude quant à l'évolution des prix mondiaux de l'énergie, la banque centrale a maintenu le statu quo monétaire en gardant son taux directeur à 3% (inchangé depuis avril 2018) lors de sa réunion du 10 janvier dernier. Par ailleurs, la banque centrale intervient sur le marché des changes afin de réduire la volatilité du taux de change (mais sans objectif de cours). L'euroisation des bilans bancaires est élevée (environ 70% des crédits et dépôts) et la part de la dette publique libellée en devises est très significative.

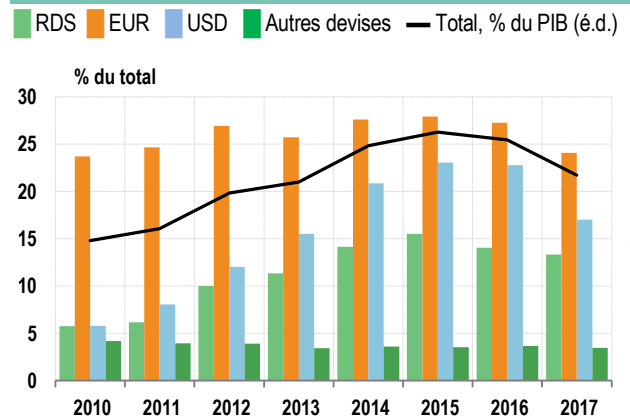
### ■ Assainissement des finances publiques

Grâce à l'effort de consolidation budgétaire mené sous l'égide du FMI (*Stand-By Arrangement* terminé en février 2018) et la forte progression des recettes, les comptes publics ont enregistré un surplus pour la deuxième année consécutive. Après 1,2% du PIB en 2017, le surplus budgétaire devrait s'être réduit à 0,5% du PIB en 2018 en raison d'une forte hausse à la fois des dépenses courantes et de l'investissement. Pour sa part, le solde budgétaire primaire (i.e hors intérêts) devrait être supérieur à 3% du PIB. En 2019, étant donné le léger fléchissement attendu de la croissance économique et le maintien d'une politique de soutien à l'activité, le solde budgétaire devrait être légèrement en déficit (0,3% du PIB).

Ce contexte budgétaire favorable a permis une baisse du ratio de dette publique. Celui-ci devrait atteindre 56% du PIB en 2018 (contre 69% du PIB en 2016), et se réduire à 54% en 2019. La prime de risque de moyen terme appliquée à la dette souveraine externe en devises est en baisse régulière. Elle est actuellement inférieure à 110 points de base (pb) contre plus de 200 pb à fin 2016. Cependant, la composition de la dette du gouvernement reste une source de vulnérabilité. A fin 2017, environ 42% de la dette totale du gouvernement était libellée en euro et 19% en dollar US. Au total, plus de 77% de cette dette est en devises (dont 36% de celle émise sur le marché domestique) bien que le gouvernement ait introduit une stratégie de dinarisation de la dette depuis 2012. La dépendance aux investisseurs étrangers est significative puisqu'ils détiennent plus de 70% de la dette.

Un certain nombre d'éléments limitent le risque de refinancement. Grâce à l'émission de titres longs sur le marché domestique, la maturité résiduelle de près de la moitié des titres émis localement (en devises et en dinars) est supérieure à trois ans. Le risque de change est limité par certains éléments : la politique de change prudente de la banque centrale, l'utilisation de produits de couverture et l'amélioration des comptes externes permettent une appréciation du dinar. En 2018, les réserves de change de la banque centrale ont augmenté de 14% pour atteindre

### 3- Dette du gouvernement



Sources : Ministère des Finances, BNPParibas

EUR 11,3 mds, soit plus de cinq mois d'importations de biens et services.

### ■ Des faiblesses structurelles persistantes

Malgré cette situation conjoncturelle favorable et des perspectives plutôt bien orientées, un certain nombre de faiblesses structurelles demeurent et affectent négativement le potentiel de l'économie serbe.

La population (environ 7 millions de personnes en 2018) se réduit depuis de nombreuses années. Le taux de décroissance annuel s'élève à 0,5% et le pays a perdu environ 480 000 habitants depuis 2002. Par ailleurs, la productivité du travail est faible par rapport à la moyenne des pays de la région et la valeur ajoutée par employé est même inférieure à celle des pays des Balkans de l'Ouest.

La restructuration des entreprises publiques reste l'élément central de la transition économique. Si les progrès dans ce domaine sont réels, ils restent insuffisants. Selon la BERD, les entreprises publiques (hors secteur financier) représentent environ les deux tiers du PIB et sont actives dans l'ensemble des secteurs économiques. Sur la période 2012-2015, la rentabilité moyenne de ces entreprises était à peine positive, ce qui représente un risque potentiel pour la consolidation des comptes publics. Cependant, étant donné la poursuite des privatisations (plus de 45 opérations effectuées depuis 2015), le poids sur les finances publiques se réduit. Ainsi, les garanties du gouvernement s'élevaient à 3,7% du PIB en octobre dernier contre 7,8% du PIB en 2013.

Enfin, l'environnement politique et institutionnel est un autre facteur contraignant le potentiel économique. Les indicateurs de gouvernance ne sont pas favorables (application de la loi, corruption) et la situation politique régionale est une source de tension potentiellement importante. Ce sont autant de contraintes à l'accélération du processus d'accession à l'Union européenne.

Pascal Devaux

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)



## Israël

### Des bases toujours solides

Le dynamisme de la demande interne reste le principal moteur de l'activité économique qui croît à un rythme supérieur à 3%. Cela alimente la résurgence de pressions inflationnistes qui restent pour le moment très modérées. Le déficit budgétaire s'accroît mais se maintient dans les limites fixées par le gouvernement. Le commerce extérieur connaît des transformations importantes. La perte de dynamisme des exportations de biens réduit la part de marché des produits israéliens, tandis que les exportations de services de haute technologie sont désormais le véritable moteur du commerce extérieur. Les variations du prix du pétrole restent un déterminant important du solde courant malgré l'exploitation de ressources gazières.

#### ■ Des fondamentaux économiques enviables

La croissance économique s'est légèrement tassée en 2018 mais reste à un niveau soutenu. Selon les premières estimations officielles, le PIB a crû de 3,2% en termes réels contre 3,3% en 2017. La consommation privée et l'investissement productif sont les principaux moteurs de l'activité. Selon la banque centrale (BoI), l'économie est proche du plein emploi, ce qui provoque des tensions en termes d'offre et expliquerait la hausse soutenue des importations, et la contribution négative du commerce extérieur à la croissance. Celle-ci devrait rester négative en 2019 malgré l'accélération des exportations de biens et de services. En 2019, la consommation privée devrait rester dynamique dans un contexte de tensions sur le marché du travail. Le taux de chômage se maintient à un niveau bas (4,1% en novembre 2018) tandis que le taux d'emplois non pourvus reste à un niveau historiquement élevé. Dans ce contexte, la hausse des salaires réels est soutenue (+2,5% g.a. en octobre 2018).

L'inflation des prix à la consommation a accéléré et reste largement sous contrôle (+0,8% en moyenne en 2018). Après les périodes déflationnistes de 2015 et 2016 (respectivement -0,6% et -0,6%), les prix avaient été quasi-stables en 2017 (+0,3%) en raison notamment de l'appréciation du shekel. La situation de plein emploi et la poursuite de la hausse des salaires devraient alimenter les pressions inflationnistes, mais elles resteront très modérées en raison de l'appréciation attendue du shekel (elles se situent dans une fourchette 1,3%-1,6% en moyenne annuelle). Dans ce contexte, la BoI a procédé à une hausse de son taux directeur en décembre dernier à 0,25%, première hausse depuis février 2015. Cette normalisation monétaire, qui a quelque peu surpris le marché, a été opérée largement à titre préventif afin de tenir compte, d'une part, des conditions économiques internes plus inflationnistes, et, d'autre part, des incertitudes externes liées à l'évolution des prix du pétrole et à la politique monétaire américaine et européenne. Cependant, autant le niveau actuel d'inflation que ceux qui sont anticipés restent proches de la borne basse de la cible d'inflation de la BoI (1%-3%). Le durcissement de la politique monétaire restera probablement très graduel.

Le solde budgétaire s'est significativement dégradé en 2018 (2,9% du PIB après 1,9% en 2017) mais reste dans la cible de déficit du gouvernement (2,9% du PIB). Cette hausse du déficit budgétaire est liée à une augmentation plus forte que prévu des dépenses, notamment dans le secteur militaire. Elle s'explique également par

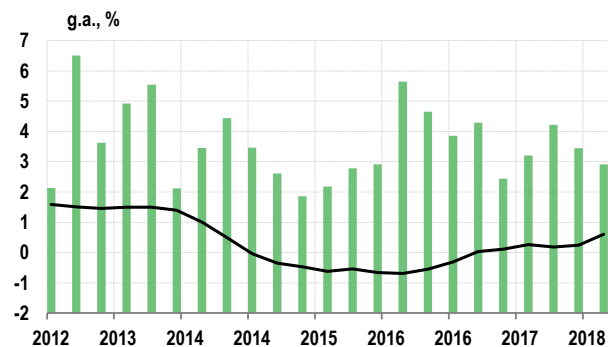
#### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	3,3	3,2	3,4	3,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0,3	0,8	1,3	1,8
Solde budgétaire, % du PIB	-1,9	-2,9	-3,3	-3,0
Dette du gov. central, % du PIB	59	61	61	61
Balance courante, % du PIB	2,8	2,0	2,2	2,5
Dette externe, % du PIB	25	25	24	24
Réserves de change, mds USD	113	115	118	122
Réserves de change, en mois d'imports	12	13	12	12
Taux de change USDILS (fin d'année)	3,5	3,7	3,6	3,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Croissance et inflation

PIB réel — Inflation des prix à la consommation



Sources: Central Bureau of Statistics, BNP Paribas

l'absence de revenus exceptionnels. En effet, 2017 avait été marqué par des ventes importantes d'actifs israéliens à des investisseurs étrangers et par une collecte exceptionnelle de taxes sur les dividendes. L'incertitude politique actuelle et le déroulement d'élections parlementaires en avril prochain ne sont a priori pas favorables à la consolidation budgétaire. Par conséquent, nous estimons que le déficit devrait se creuser en 2019 pour atteindre 3,3% du PIB. Le ratio de la dette publique devrait rester légèrement supérieur à 61% du PIB.

Au total, bien qu'en légère dégradation, les perspectives économiques restent bien orientées. Le climat de volatilité politique



actuel ne devrait avoir qu'un impact marginal sur l'économie, comme souvent dans ce pays.

### ■ La dégradation de la compétitivité affecte marginalement le compte courant

Les comptes extérieurs ont connu des évolutions significatives au cours des dernières années. Le premier élément notable est la détérioration de la balance commerciale de base<sup>1</sup> ; son déficit a atteint un niveau record en 2018 : environ USD 25 mds, soit 6,9% du PIB (4,3% du PIB en 2017). Les exportations de biens stagnent tandis que la hausse des importations a suivi l'accélération de la demande interne. On constate que l'évolution en volume des exportations est devenue négative depuis 2012. Selon les estimations du FMI, ces exportations ont baissé en moyenne de 0,4% entre 2013 et 2017. Depuis le maximum atteint en 2000, la part de marché des exportations israéliennes dans le commerce mondial n'a cessé de se réduire (de 0,46% à, au mieux, 0,30% en 2018). L'appréciation du taux de change effectif réel (TCER) depuis 2012 explique probablement cette perte de compétitivité des exportations de biens. Par rapport à sa tendance de long terme, la surévaluation du TCER<sup>2</sup> est actuellement de plus de 10%.

L'évolution des exportations de biens (en valeur) selon leur intensité technologique ne permet pas de dégager une tendance claire. Les exportations de basse intensité technologique (7% du total) sont relativement stables, tandis que celles d'intensité technologique moyenne et élevée (53% et 40% du total) sont assez volatiles. Il semble cependant que la baisse des exportations de haute technologie en 2018 (-6% en valeur g.a.) soit principalement due à la chute des exportations pharmaceutiques. La répartition des exportations de biens par destination est relativement stable depuis 2012. L'Europe et les Etats-Unis restent les principaux débouchés des exportations israéliennes (respectivement 35% et 30% du total) suivis par l'Asie (25% du total).

Contrairement aux exportations, la croissance du volume des importations a été soutenue entre 2012 et 2017 (+3,2% en moyenne) par la consommation privée et l'investissement. Il semblerait que l'exploitation des importantes réserves gazières n'ait pas encore diminué significativement la dépendance du pays aux importations d'hydrocarbures. En effet, pour le moment les produits pétroliers continuent de très largement dominer les importations d'énergie et entretiennent la volatilité des comptes extérieurs. En 2018, la facture énergétique devrait s'élever à plus de USD 10 mds, soit une hausse de 35% par rapport à 2017. Au total, le déficit de la balance commerciale devrait perdurer à moyen terme.

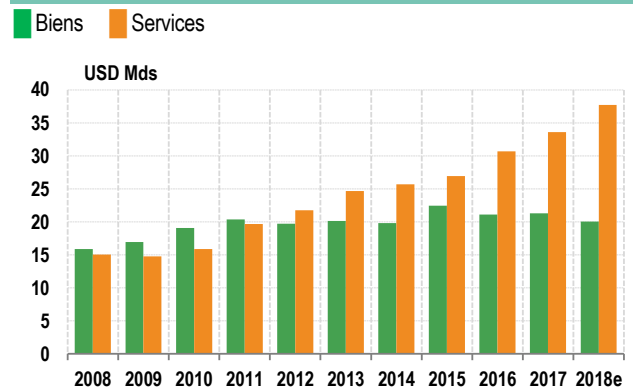
Le dynamisme des exportations de services contraste avec celui des biens, et traduit un changement dans la structure du commerce extérieur. En 2017, les échanges de services ont enregistré un excédent record de plus de USD 15 mds (11,2% du PIB). Depuis 2010, les exportations de services de haute technologie<sup>3</sup> ont transformé la structure du compte courant. Celles-ci se sont élevées

<sup>1</sup> Hors navires, avions et diamants

<sup>2</sup> Basé sur l'inflation des prix à la consommation

<sup>3</sup> Notamment dans les secteurs de la communication, la sécurité, la médecine et l'informatique

### 3- Exportations de haute technologie



Sources : Central Bureau of Statistics, BNPParibas

à USD 33,6 mds en 2017, soit un doublement en moins d'une décennie. En termes nets, les services de haute technologie ont dégagé un excédent de plus de USD 20 mds en 2017 (USD 7,5 mds en 2010).

L'activité touristique est en net rebond depuis 2016 mais sa contribution nette au commerce extérieur de services est négative depuis trois ans. Le nombre de visiteurs a augmenté de 25% et 14% respectivement en 2017 et 2018. Cependant, étant donné la forte hausse des déplacements touristiques des Israéliens sur la même période, le solde net de cette activité était négatif de pratiquement USD 1 md en 2017.

Étant donné l'absence de modification significative du solde des revenus (- USD 3,7 mds en 2017) et des transferts (+ USD 7,8 mds en 2017), l'excédent courant est resté significatif en 2018 (2% du PIB) même s'il s'est contracté par rapport aux deux dernières années en raison de la remontée des cours du pétrole. En 2019, le solde courant devrait légèrement progresser, à 2,2% du PIB.

A court terme, les principales menaces sur les comptes extérieurs sont la hausse des prix du pétrole et les conditions de sécurité dans le pays qui affecteraient l'activité touristique. A moyen terme, le maintien de la compétitivité des exportations de services ainsi que les possibilités d'exportation de gaz (limitées pour le moment) devraient contribuer à soutenir les revenus d'exportation. Enfin, l'évolution du taux de change reste un élément déterminant de l'évolution des comptes externes. Si la Bol détient certains leviers permettant d'influer sur son évolution (taux d'intérêt, réserves de change), cette dernière demeure largement liée aux évolutions structurelles de l'économie israélienne qui, en plus de ses excédents courants, continue d'attirer des flux de capitaux importants.

**Pascal Devaux**

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)



# Argentine

## Une année électorale à haut risque

Depuis fin septembre 2018, le calme est revenu sur la place financière argentine. Le peso, qui a perdu 50% contre dollar sur les neuf premiers mois de l'année, s'est stabilisé. La banque centrale, obligée de relever son taux directeur jusqu'à 70%, a pu desserrer son étreinte. Le soutien du FMI y est pour beaucoup mais se paie au prix fort d'une politique monétaire strictement quantitative et d'un retour à l'équilibre du solde budgétaire primaire dès 2019. L'économie est entrée en récession au T2 2018 et devrait le rester probablement jusqu'à la mi-2019. Pour l'instant, la récession n'a pas entamé les performances budgétaires, le solde commercial est redevenu excédentaire et le pic d'inflation est passé. Cela suffira-t-il à faire revenir la confiance avant les élections d'octobre ?

### ■ Apaisement des tensions financières ...

Depuis la fin septembre 2018, les tensions financières se sont apaisées en Argentine. Le peso, qui s'était déprécié de près de 50% contre le dollar sur les neuf premiers mois de l'année, s'est stabilisé, oscillant entre 36 et 38 pesos pour 1 dollar US. Le nouveau taux d'intérêt de référence de la banque centrale (BCRA), le taux des lettres de liquidité (*Leliq*) à 7 jours<sup>1</sup>, s'est détendu de 73,5% à 61%. Pour autant, les investisseurs restent méfiants. Ainsi, la prime de risque des CDS à 5 ans ressortait à 750 points de base (pb) à la mi-janvier, en hausse de 150 pb depuis octobre.

Ce début de stabilisation financière a été obtenu grâce à l'annonce le 26 octobre 2018 de la révision du programme *stand-by* avec le FMI avec une enveloppe étendue de USD 50 à 56 mds en octobre et la conclusion, le 19 décembre, de la deuxième revue de l'accord de *stand-by* et le déboursement consécutif de USD 7,6 mds qui a largement contribué au renforcement des réserves de change de la BCRA (USD 66 mds fin décembre contre 51 fin novembre). La stabilisation financière doit également beaucoup à une politique monétaire très restrictive au prix d'une récession sévère.

### ■ ... grâce à une politique monétaire très stricte ...

Confrontée à une dynamique auto-entretenue entre la dépréciation du change et l'inflation, les autorités monétaires mènent depuis septembre une politique monétaire quantitative très stricte. La cible d'inflation a été provisoirement abandonnée et remplacée par un objectif de stabilité nominale de la base monétaire jusqu'en juin 2019 (hors augmentations saisonnières en décembre et juin) puis de progression limitée à 1% par mois au S2 2019. Parallèlement, la BCRA n'est pas autorisée à intervenir pour soutenir (ou affaiblir) le peso dès lors que celui-ci reste dans une bande de fluctuation assez large (20%). En revanche, les limites inférieure et supérieure suivent une progression de 2% par mois, rythme nettement inférieur à celui de l'inflation observée (4,3% en moyenne au cours des 6 derniers mois) et même à celui anticipé (2,5% en moyenne au T1 2019 d'après l'enquête de décembre de la BCRA auprès des opérateurs de marché). Si le peso sort de ses limites, la BCRA peut intervenir mais sans pouvoir stériliser ses interventions.

<sup>1</sup> Les *Leliq* ont été massivement substituées depuis la mi-2018 aux *Lebac*, instruments de stérilisation de la BCRA dont le coût était devenu une contrainte pour les finances publiques (*Argentine : une transition délicate*, Conjoncture BNP Paribas - Septembre 2018). Le taux des *Leliq* est le taux de référence depuis le 8 août 2018.

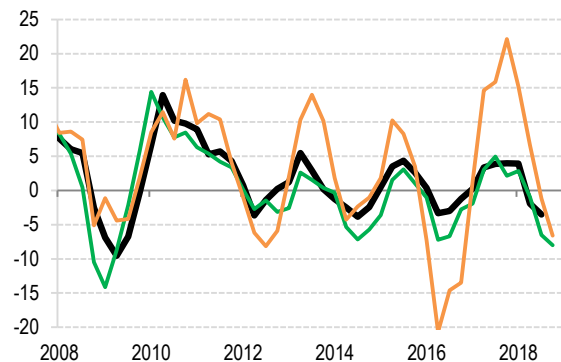
### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	2,9	-2,5	-1,5	2,5
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	25,2	33,8	37,0	18,0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-6,0	-5,2	-3,7	-3,0
Dettes publiques (en % du PIB)	57,1	78,0	83,0	87,0
Solde courant (en % du PIB)	-4,9	-5,2	-3,0	-2,5
Dettes externes (% PIB)	37,2	54,7	56,9	51,5
Réserves de change (USD Mds)	55,0	66,0	60,0	65,0
Réserves de change (mois d'import)	6,2	7,0	7,3	6,5
Taux de change USDARS (fin d'année)	18,6	38,5	55,6	57,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2 - Mauvaise passe

— PIB en volume (g.a %) — Activité dans la construction (g.a %)  
— Production industrielle (g.a %)



Sources : INDEC - FIEL

Ce cadre n'est pas sans rappeler celui de la caisse d'émission (*currency board*) dans une variante même plus restrictive en ce qui concerne la règle monétaire<sup>2</sup>. La stratégie est d'ancrer les anticipations de (dés)inflation grâce à une appréciation réelle du taux de change, appréciation justifiée *ex post* par l'amélioration du ratio entre la base monétaire et les réserves de change.

<sup>2</sup> Le régime de caisse d'émission n'impose pas une stabilité absolue de la base monétaire mais une stabilité relative sous la forme d'un rapport constant entre cette dernière et les réserves de change. En revanche, la marge de fluctuation du change est d'ordinaire bien plus étroite.



Même s'il est trop tôt pour évaluer l'efficacité de cette politique monétaire et de change, le rythme d'inflation a nettement ralenti depuis le pic atteint en septembre, de 6,5% (par mois) à 3,2% en novembre pour l'indice d'ensemble, et de 7,6% à 3,3% pour l'inflation sous-jacente. Ceci a permis à la BCRA d'abaisser le plancher de 60% qu'elle s'était fixée pour son taux d'intervention tant que le taux d'inflation anticipé sur 12 mois n'enregistrait pas, dans les enquêtes, deux mois de baisse consécutive (ce qui fut le cas en novembre). La stabilité du peso et la tendance baissière des cours des métaux puis de ceux du pétrole ont même conduit à un repli des prix à la production de 0,6% sur un mois en novembre contre +16,2% en septembre. Les anticipations d'inflation montrent plus de rigidité mais elles s'infléchissent également.

La stratégie monétaire et de change n'est toutefois pas sans risque pour la croissance. Premièrement, l'impossibilité de stériliser les entrées et sorties de capitaux en dehors du corridor peut engendrer une forte volatilité des taux d'intérêt. Même si la politique monétaire est jugée crédible et permet une détente des taux réels, la volatilité potentielle des taux monétaires aux bornes du corridor peut gêner la décision d'investissement, laquelle nécessite une prédictibilité des taux d'intérêts. Deuxièmement, l'existence d'une bande de fluctuation (même large) introduit une contrainte à l'ajustement du taux de change réel qui peut nuire à la compétitivité. Dans les deux cas, le potentiel de croissance peut être bridé.

Ces risques sur la croissance semblent relativement secondaires. Les entreprises sont habituées à la volatilité financière et, au-delà du cycle de la demande, les contraintes à l'investissement sont plus à rechercher dans l'instabilité des politiques macroéconomiques et de l'environnement des affaires que celui des taux d'intérêt. En revanche, la solvabilité des agents économiques fortement endettés en devises (l'Etat au premier chef) nécessite une stabilité du taux de change réel. L'effet de revalorisation des dettes libellées en devises sur la dynamique des ratios d'endettement est mécanique et massif alors que celui du taux de change réel sur le compte courant est faible<sup>3</sup>. Plus généralement, la priorité pour soutenir la croissance est d'infléchir durablement l'inflation afin de redonner des marges de manœuvre à la banque centrale.

### ■ ... mais au prix d'une récession sévère

L'économie a plongé en récession au T2 2018 et tout porte à croire qu'elle n'en était pas sortie au T4 et que cette phase récessive se prolongera au moins sur la première partie de 2019.

La baisse cumulée du PIB réel sur les T2 et T3 2018 est estimée à près de 5% (-3,9% comparée à la même période de 2017). Le secteur agricole (8% du PIB en volume en 2017) a contribué très largement à la baisse d'ensemble (-2,8% sur un an) en raison d'un chiffre exécrable au T2, l'activité s'étant à peu près stabilisée au T3. En revanche, l'activité des autres secteurs de l'économie (construction, industrie, services) a continué de se contracter bien qu'à un rythme moindre qu'au T2.

<sup>3</sup> D'après le FMI, l'élasticité du solde courant au taux de change réel est de seulement -0,06 à comparer, par exemple, avec -0,23 pour la Chine qui est déjà considérée comme faible. Cette très faible élasticité s'explique largement par la structure des exportations dominées par les produits primaires.

Le seul point positif est que la contribution des échanges extérieurs est devenue positive au T3 sous l'effet de la contraction des importations mais également grâce au rebond des exportations. Toutefois, les chiffres de la production industrielle et les enquêtes laissent anticiper une nouvelle baisse du PIB au T4. La consommation des ménages n'est pas prête de se redresser compte tenu de la contraction des salaires réels (-11,3% sur un an au T3 2018 contre +4% au T4 2017) et la baisse de l'emploi (-1,5% en g.a. sur la période sept-nov 2018 contre 2% fin 2017). De plus, le rebond des exportations n'empêchera pas une baisse de l'investissement. Enfin, la politique budgétaire va rester très restrictive avec un objectif de solde primaire (solde total hors charge nette d'intérêts) à l'équilibre dès 2019.

Pour l'heure, les effets de la récession sur les performances budgétaires ne sont pas perceptibles. Au contraire, la maîtrise des dépenses a permis au solde primaire de se réduire de 3,8% du PIB en 2017 à 2,4% en 2018 selon les premières estimations du ministère des Finances. Les dépenses primaires ont été ramenées de 23,2% à 21,2% du PIB. La charge nette d'intérêts a en revanche progressé de 2,2% à 2,4% du PIB. L'alourdissement de cette dernière est encore très ténu mais son poids relatif va s'alourdir non seulement à cause de la revalorisation des intérêts sur la dette en devises mais aussi des taux d'intérêts réels domestiques plus élevés qu'avant le choc financier de 2018.

L'équilibre de la balance des paiements reste fragile également. Le déficit courant pourrait être divisé par deux, passant de USD 31,3 mds en 2017 à 15 mds en 2019. Mais l'attentisme des investisseurs à l'approche des élections d'octobre devrait réduire l'excédent du compte financier. Les investissements directs et les investissements de portefeuille des non-résidents (respectivement USD 8,8 mds et 13,3 mds sur T1-T3 2018) vont se tarir. L'équilibre de la balance des paiements dépendra des sorties de capitaux des résidents qui ont été massives au cours des deux dernières années (USD 20 mds en 2017 et 26 mds sur jan.-nov. 2018). Ces sorties pourraient ralentir si le taux de change se stabilise. Rien n'est moins sûr dans le contexte électoral à venir. Pour l'instant, grâce à l'allongement des maturités obtenu lors de l'apurement des arriérés en 2016, le service de la dette obligataire internationale de l'Etat argentin (USD 190 mds) est largement supportable (8,1 mds en 2019). En revanche, celui de l'ensemble de la dette extérieure et de la dette domestique libellée en dollars de l'Etat est massif (USD 37,5 mds), ce qui explique la taille de l'enveloppe accordée par le FMI.

François Faure

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)



# Thaïlande

## Elections en vue

Les élections promises par les militaires depuis leur arrivée au pouvoir en 2014 devraient avoir lieu en 2019. La crise politique et sociale n'est pas résolue pour autant : la junte au pouvoir entend le rester, sans apporter de véritable solution de « réconciliation nationale ». D'un point de vue économique, les perspectives de croissance à court terme restent bonnes. L'économie thaïlandaise souffrira du ralentissement chinois, mais le dynamisme de la demande interne permettra une croissance proche de son potentiel cette année encore. A long terme en revanche, les perspectives continuent de se dégrader, l'environnement politique pesant sur le potentiel de croissance.

### ■ Des élections enfin en vue...

Promises par les militaires depuis leur arrivée au pouvoir après le coup d'Etat de mai 2014, les élections tant attendues devraient avoir lieu entre février et mai prochains. Reportées à quatre reprises depuis 2015, elles seront les premières organisées depuis la promulgation de la nouvelle constitution, en avril 2017. Le parlement sera dorénavant doté d'une chambre haute, le Sénat, dont les 250 membres seront élus par un panel de grands électeurs (tous nommés conjointement par le roi et les militaires), et d'une chambre basse, la Chambre des représentants, dont les 500 membres seront élus tous les quatre ans.

La tenue des élections marque bien sûr une avancée, mais elle ne sera pas suffisante pour résoudre la crise sociale et politique qui perdure dans le pays depuis près de quinze ans. Afin de limiter le mécontentement populaire, l'interdiction d'organiser des réunions publiques (une des premières décisions prises au moment de leur arrivée au pouvoir) avait été assouplie en septembre, pour permettre aux différents partis de recruter de nouveaux membres et d'élire leurs dirigeants. Celle-ci n'a été totalement levée que le 11 décembre, ne laissant qu'un peu plus de deux mois aux partis politiques pour s'organiser et mener la campagne électorale.

Les risques de soulèvement populaire demeurent élevés, comme le montrent les nombreuses manifestations recensées depuis la levée de leur interdiction. Elles se sont d'ailleurs intensifiées depuis le début du mois de janvier, quand les militaires ont évoqué un possible report des élections, initialement prévues le 24 février. Officiellement, les militaires ne veulent pas que la tenue des élections interfère avec les préparatifs du couronnement du roi, prévu entre le 4 et le 6 mai prochains. Les élections pourraient donc être reportées après cette date.

### ■ ...qui ne réduiront pas le pouvoir des militaires

Au-delà des problèmes de calendrier, les élections ne permettront pas de véritable retour à la démocratie. La « réconciliation nationale » promise par les militaires au moment de leur arrivée au pouvoir n'a pas été mise en œuvre<sup>1</sup>. La junte au pouvoir semble

<sup>1</sup> Schématiquement, l'exercice du pouvoir oppose l'élite, la bureaucratie et les militaires (urbains, proches de la royauté), qui entendent détenir l'intégralité du pouvoir, aux « démocrates », ruraux, pour qui le pouvoir doit être exercé par des représentants politiques élus. La nouvelle constitution semble creuser davantage l'écart entre les deux camps et institutionnaliser la présence des militaires et des élites au pouvoir.

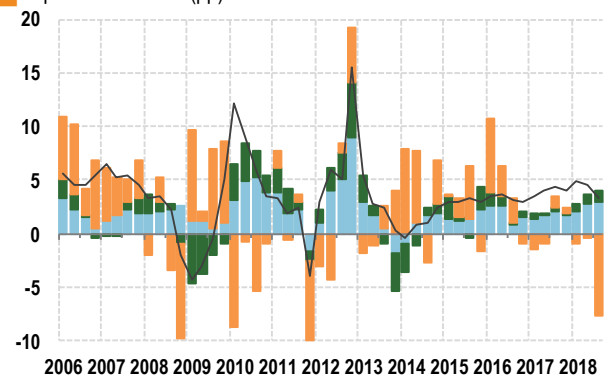
### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	3,9	4,1	3,7	3,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0,7	1,1	1,3	1,5
Solde budgétaire, % du PIB	-1,8	-2,1	-2,3	-2,1
Dette des adm. publiques, % du PIB	41,2	41,8	42,2	42,6
Balance courante, % du PIB	10,8	8,1	7,3	6,8
Dette externe, % du PIB	33,0	32,0	31,5	31,0
Réserves de change, mds USD	194	197	215	225
Réserves de change, en mois d'imports	8,5	8,9	9,0	10,1
Taux de change THB/USD (fin d'année)	32,7	32,4	32,8	32,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Croissance soutenue

— PIB, %, g.a. ■ Consommation (pp) ■ Investissement (pp)  
■ Exportations nettes (pp)



Source: Comptes nationaux

décidée à le rester, et met tout en œuvre pour que les résultats des élections lui soient favorables. L'ambition des militaires depuis leur arrivée au pouvoir est de réduire au maximum l'influence du parti de Thaksin Shinawatra<sup>2</sup> (encore très forte) et des anti-monarchistes ; c'est très certainement dans ce but que les élections ont été plusieurs fois reportées.

La nouvelle constitution a d'ailleurs été rédigée par les militaires dans leur intérêt : quel que soit le résultat des élections, le nouveau

<sup>2</sup> Premier ministre de 2001 à 2006, renversé par un coup d'Etat et en exil depuis, pour échapper à une accusation de corruption qu'il juge politique.



gouvernement devra se conformer au « plan stratégique » (établi par le gouvernement actuel et inscrit dans la constitution), qui encadrera la vie politique du pays au cours des 20 prochaines années. Le nouveau gouvernement sera ainsi contraint par un ensemble de lois destinées à réserver le pouvoir aux militaires, au Sénat ainsi qu'aux agences « indépendantes ». Les nouvelles règles électorales semblent être pensées pour favoriser la fragmentation de l'opposition et empêcher la formation d'une coalition forte.

En outre, une autre disposition de la nouvelle règle électorale prévoit qu'un individu non membre du parlement - qui pourra être un militaire - puisse se porter candidat au poste de Premier ministre, si aucun candidat « naturel » n'émerge parmi les parlementaires. Cette disposition semble avoir été écrite sur mesure pour que Prayuth chan-o-cha, le Premier ministre en exercice depuis le coup d'Etat, puisse garder son poste.

### ■ La croissance devrait rester soutenue

Sur le plan économique, les perspectives à court terme restent bonnes, en dépit d'un ralentissement attendu en 2019 : la croissance du PIB sera probablement supérieure à 4% en 2018 (le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis 2012), et devrait ralentir à 3,7% en 2019. Quel que soit le résultat des élections, la politique économique du nouveau gouvernement sera très encadrée par la « stratégie nationale » et aura donc peu d'effets sur la croissance.

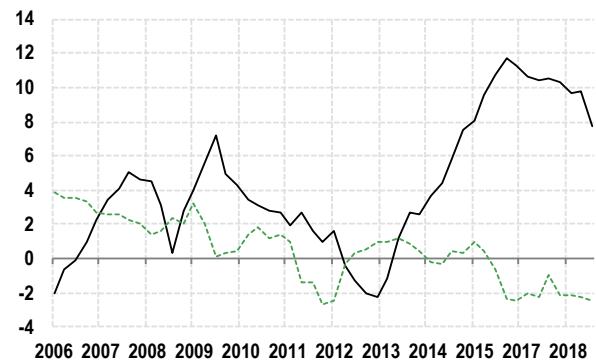
D'une part, la croissance sera tirée par la demande interne, la consommation des ménages profitant de l'amélioration continue du marché du travail. D'autre part, la stratégie « Thailand 4.0 », qui prévoit une transition vers une industrie manufacturière à plus forte valeur ajoutée, et les différents projets d'infrastructures mis en place depuis 2016, notamment à l'est du pays (EEC – Eastern Economic Corridor), continueront de soutenir l'investissement public et privé. L'investissement public a déjà progressé de plus de 4% en moyenne au cours des trois premiers trimestres 2018.

En revanche, les exportations manufacturières (plus de 50% du PIB) vont ralentir. Après avoir rapidement progressé au cours des huit premiers mois de l'année (plus de 10% en glissement annuel entre janvier et août 2018), celles-ci ont déjà très fortement ralenti depuis le mois de septembre (progressant de moins de 1% entre les mois de septembre et novembre 2018). Ce ralentissement se poursuivra en 2019 car les exportations thaïlandaises subiront les effets conjugués de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis et du ralentissement de l'économie chinoise. La Chine et les Etats-Unis représentent chacun environ 12% des exportations de marchandises.

En outre, les exportations de services pourraient également être exposées au ralentissement de l'économie chinoise, via les recettes du tourisme (plus de 12% du PIB en 2017). Les touristes chinois ont représenté près de 30% du total au premier semestre 2018.

### 3- Solde courant conséquent

— Solde courant, 4 trimestres glissants, % du PIB  
 - - - Solde net d'IDE, 4 trimestres glissants, % du PIB



Source : Banque Centrale de Thaïlande

### ■ Inquiétudes à moyen terme

Logiquement, la baisse des recettes de tourisme et des exportations, ainsi que l'augmentation des importations consécutives à l'avancée des projets d'infrastructures pèseront sur l'excédent courant, qui se réduira à 7% du PIB en 2019, après 8% en 2018 et plus de 11% du PIB en 2016-2017. L'excédent courant reste toutefois conséquent et permet de compenser largement les sorties structurelles de capitaux (IDE des entreprises thaïlandaises à l'étranger).

La politique budgétaire restera accommodante, mais le déficit devrait rester contenu. Les dépenses pré-électorales et les différents projets d'infrastructures mis en place par le gouvernement augmenteront le déficit public (attendu à plus de 2% du PIB en 2018 et 2019). La dette publique devrait légèrement augmenter mais rester modérée (à 42% du PIB en 2019, alors qu'elle se situait à 40% du PIB en 2017), et son profil demeurer favorable (moins de 1% de la dette est libellé en devises, et moins de 15% est détenu par des non-résidents).

Comme c'est le cas depuis une dizaine d'années, les perspectives de moyen et long terme continuent de se dégrader. Les nombreux défis structurels auxquels le pays est confronté (vieillesse de la population, bas niveau d'éducation et surtout baisse de l'attractivité du pays et des entrées d'IDE suite à la crise politique) s'amplifient, sans qu'aucune solution durable ne soit apportée. Si elles sont effectivement mises en place, les réformes prévues par la « stratégie nationale » et les plans « Thailand 4.0 » et l'EEC, devraient permettre d'augmenter l'attractivité du pays et la productivité, et permettre à l'industrie du pays de monter en gamme dans les chaînes de valeur. Mais la mise en place des réformes souffre du manque de continuité politique.

Hélène Drouot

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)



# Taiwan

## Exposé aux chocs externes, mais solide

Les exportations et la croissance économique commencent à souffrir des tensions commerciales sino-américaines et des difficultés du secteur exportateur chinois. Taiwan est particulièrement exposé à ce type de chocs externes étant donné sa forte dépendance aux exportations de produits technologiques vers les marchés chinois et américain. Mais Taiwan est aussi bien armé pour absorber les chocs. Les comptes externes et les finances publiques sont très solides, et les autorités ont une large marge de manœuvre pour agir. Elles devraient maintenir des politiques monétaire et budgétaire accommodantes afin de stimuler la demande interne à court terme, et poursuivre des réformes structurelles pour améliorer les perspectives économiques de long terme.

### ■ Vulnérable au risque de guerre commerciale

La croissance s'est progressivement renforcée entre 2016 et le début de 2018, grâce à un environnement extérieur plus favorable et des politiques économiques expansionnistes. Les exportations ont été soutenues en 2017 par le redressement de la demande mondiale de produits technologiques, qui s'est ensuite essouffée en 2018, tandis que des mesures de relance budgétaire et le maintien de conditions monétaires accommodantes ont soutenu la consommation intérieure. Cependant, la croissance du PIB réel a ralenti au T3 2018, atteignant +2,3 % en glissement annuel (g.a.) contre 3,2 % au S1 2018. L'investissement s'est redressé au T3 après quatre trimestres consécutifs de croissance négative ou faible, mais la consommation privée et les dépenses publiques ont marqué le pas. De plus, le secteur exportateur a connu un fort ralentissement, avec une contribution négative des échanges extérieurs nets à la croissance du PIB.

Les données récentes sur le commerce extérieur et les derniers indices PMI du secteur manufacturier indiquent la poursuite du repli de l'activité au T4 2018 et au début de 2019. Les exportations ont commencé à fléchir au cours de l'été (+4,1 % en valeur en g.a. sur la période juillet-octobre 2018 contre 10,7% au S1 2018) et ont enregistré une contraction au cours des deux derniers mois de l'année (-3,3 %). Cette détérioration a été due, dans un premier temps, au ralentissement du commerce mondial et, plus récemment, à la dégradation des performances commerciales de la Chine, suite au bras de fer entre Washington et Pékin (graphique 2).

A court terme, la principale incertitude pour l'économie taïwanaise résulte de ces tensions commerciales (voir note sur la Chine, pages 3-4). Taiwan est très vulnérable à ce type de chocs externes, en raison de sa très grande ouverture commerciale (les exportations représentaient 60% du PIB en 2017), de sa forte exposition aux marchés chinois (28% des exportations totales de marchandises, ou 40% en incluant Hong Kong) et américain (12% des exportations totales) et de sa forte intégration aux chaînes de valeur régionales. En outre, sa base d'exportation est solide, mais excessivement dépendante du secteur technologique (les produits électroniques représentent 34% des exportations totales et les biens d'information et de communication, 11%). Certaines entreprises taïwanaises ajustent d'ores et déjà leur stratégie de production en réponse à la bataille commerciale sino-américaine. Compte tenu des hausses des droits de douane appliquées par les Etats-Unis aux importations de produits chinois et de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre en Chine, certaines industries ont annoncé une relocalisation

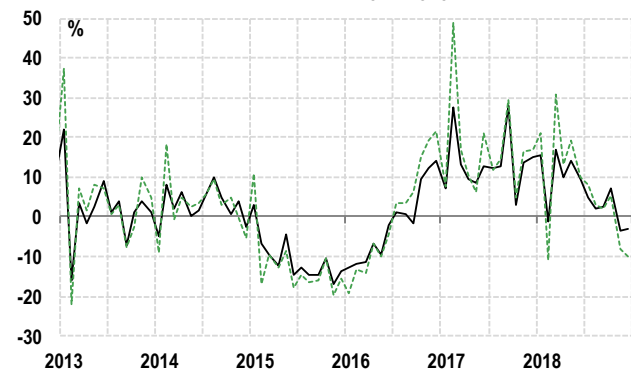
### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	2,9	2,8	2,2	2,0
Inflation, IPC, v ar. annuelle, %	0,6	1,4	1,3	1,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,0	-2,1	-2,3	-2,3
Dette des adm. publiques, % du PIB	35,7	34,4	34,6	35,0
Balance courante, % du PIB	14,5	13,1	12,6	13,0
Dette externe, % du PIB	31,8	31,3	31,5	31,0
Réserves de change, mds USD	452	462	473	486
Réserves de change, en mois d'imports	16,8	16,0	15,5	15,0
Taux de change USDTWD (fin d'année)	29,8	30,7	31,0	31,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Taiwan pénalisé par la chute du commerce extérieur chinois

— Exportations totales, g.a.  
 - - - dont exportations vers la Chine et Hong Kong, g.a.



Source: Ministère des finances

partielle des unités de production, de la Chine continentale vers Taiwan. Et les autorités ont récemment annoncé un plan d'action destiné à aider les entreprises à réinvestir dans l'île. Certains groupes pourraient aussi envisager de rediriger leurs capacités de production vers d'autres pays où les coûts salariaux sont moins élevés comme le Vietnam, les Philippines ou même le Mexique.

Les autorités devraient maintenir la politique économique expansionniste suivie depuis deux ans. Les dépenses sociales et en infrastructures publiques resteront soutenues, et la politique monétaire devrait rester accommodante malgré la hausse des taux d'intérêt américains, étant donné l'incertitude qui pèse sur le commerce extérieur et en raison de la faiblesse des tensions





inflationnistes. L'inflation, qui avait accéléré l'an dernier, a fléchi depuis octobre suite à la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires (graphique 3).

La croissance Taïwanaise pâtit non seulement de facteurs cycliques, mais aussi de contraintes structurelles qui contribueront à la poursuite du ralentissement à moyen terme. Sur le plan interne, les principales contraintes résident dans le déclin de la population active (commencé en 2016) et dans la diversification insuffisante de la base manufacturière. Point positif, le gouvernement de Tsai Ing-wen a pris des mesures afin d'améliorer la compétitivité et de développer de nouveaux secteurs industriels : outre un programme de développement des infrastructures portant sur la période 2018-2021, un plan d'innovation industrielle a été lancé, visant à soutenir les secteurs technologiques à plus forte valeur ajoutée. Des mesures pour faciliter le recrutement de travailleurs étrangers ont également été annoncées.

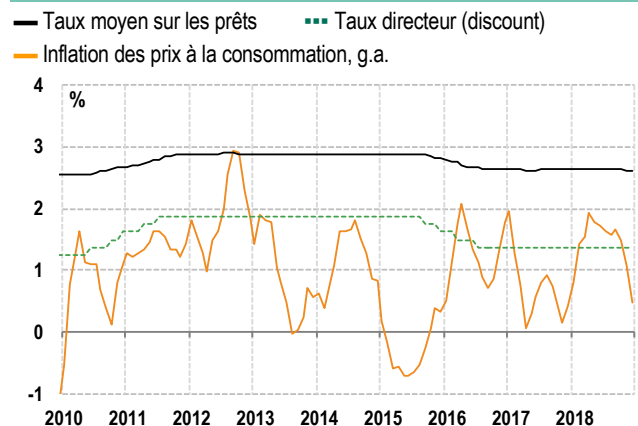
Sur le plan extérieur, Taïwan est confronté à des défis économiques (menace protectionniste, affaiblissement de la demande mondiale) et géopolitiques. Les tensions avec Pékin se sont aggravées depuis l'arrivée au pouvoir en mai 2016 de la présidente Tsai Ing-wen et de son parti, le PPD (Parti progressiste démocratique). Les relations difficiles avec la Chine peuvent pénaliser l'activité de certaines entreprises, notamment dans le secteur du tourisme. Surtout, la stratégie du gouvernement PPD visant à réorienter les relations de Taïwan vers d'autres pays que la Chine (notamment vers les pays d'Asie du Sud et du Sud-Est) se heurte aux pressions exercées par Pékin sur les partenaires économiques potentiels.

### ■ Des fondamentaux macroéconomiques très solides

Malgré de nombreux vents contraires qui pourraient pénaliser la croissance de Taïwan au cours des prochaines années, sa robustesse macroéconomique n'est pas menacée. Tout d'abord, l'excellente santé des comptes extérieurs devrait persister. L'important excédent courant (plus de 10 % du PIB), les réserves de change extrêmement confortables (16 mois d'importations) et une solide position créditrice nette sur l'étranger compensent dans une large mesure les préoccupations liées à l'exposition de l'île aux risques de guerre commerciale ou autres chocs commerciaux extérieurs, aux tensions avec la Chine et à l'isolement diplomatique.

Taïwan bénéficie également de solides finances publiques. Le solde budgétaire est structurellement déficitaire et l'assiette fiscale est étroite, mais la discipline des politiques publiques est forte. Le déficit des administrations publiques (y compris les caisses de sécurité sociale) s'est établi à 2,2% du PIB en moyenne depuis 2014 (d'après les données du FMI). La dette des administrations publiques est modérée, attendue à 34% du PIB à la fin de 2018. Elle a légèrement reculé au cours des cinq dernières années (39% en 2013). Le gouvernement bénéficie de coûts d'emprunts très bas et d'une large base d'investisseurs nationaux. Par ailleurs, il n'est pas vulnérable aux variations des conditions financières internationales (il n'a pas de dette libellée en devises). Autant de facteurs qui assurent à l'Etat une large marge de manœuvre pour agir en cas de choc, conduire des politiques contra-cycliques et introduire des réformes structurelles.

### 3- Conditions monétaires accommodantes



Sources : DGBAS, Banque centrale

### ■ Politique budgétaire: entre réforme et relance

De fait, le gouvernement de Tsai Ing-wen a mené des actions afin de soutenir la demande intérieure, élever la croissance potentielle et anticiper le vieillissement de la population. En 2017 a été lancé un programme quadriennal d'infrastructures (doté d'un budget supplémentaire équivalant à 2,4% du PIB). Les autres hausses de dépenses publiques, d'ampleur raisonnable, sont centrées sur le système de protection sociale, l'éducation, la science et la culture, et la défense nationale. Le gouvernement a également réformé la fiscalité. En particulier, les mesures introduites au début de 2018 ont porté le taux de l'impôt sur les sociétés de 17% à 20%, et abaissé l'impôt sur le revenu des particuliers. Les changements ne répondront peut-être pas au problème de l'étrécissement de l'assiette fiscale, et visent surtout à encourager la consommation privée tout en maintenant des déficits budgétaires modérés. De fait, le déficit devrait peu se détériorer, atteignant 2,3% en 2019 et 2020, contre 2,0% en 2017.

Enfin, une réforme du régime de retraite de la fonction publique a été introduite en 2017. Taïwan est officiellement devenu une « société vieillissante » début 2018 ; autrement dit, la population âgée de 65 ans et plus représente maintenant plus de 14% de la population totale (définition des Nations Unies). Son taux de dépendance (personnes âgées en pourcentage de la population active) avoisine les 20% (contre 14% il y a dix ans) et pourrait atteindre le niveau extrêmement élevé de 64% d'ici à 2050, selon les projections des Nations Unies. Face au vieillissement rapide de la population et à son impact sur la viabilité des finances publiques à long terme, le gouvernement a créé, en 2016, une commission de réforme des retraites. Les réformes approuvées en 2017 se sont soldées par une baisse importante des pensions de retraite des fonctionnaires, des enseignants et du personnel militaire. En l'absence de réforme, la caisse de retraite des enseignants aurait été en faillite vers 2030 selon les projections officielles, et celle du personnel militaire vers 2020. Grâce aux réformes, le gouvernement estime que la viabilité du système public de retraite sera assurée pendant au moins 30 ans.

**Christine Peltier**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## Algérie

### Financement non conventionnel : une option contrôlée

Les autorités ont décidé, fin 2017, de recourir au financement direct du Trésor par la banque centrale afin de stabiliser une situation macroéconomique qui s'était détériorée dangereusement. L'injection de monnaie aura ainsi permis de reconstituer la liquidité bancaire par le biais de remboursements de créances auprès des entreprises publiques. En l'absence de réelle impulsion budgétaire et grâce à un pilotage actif de la banque centrale, l'inflation est restée contenue. Sans ajustements structurels, cette situation est néanmoins porteuse de risque.

#### ■ Pas de choc inflationniste

Fin 2017, le gouvernement annonçait que le Trésor allait pallier l'assèchement du fonds de stabilisation par un financement direct de la banque centrale pour couvrir un budget en hausse de 25%. Le montant ainsi mis à disposition par la banque centrale sur le compte du Trésor a été massif. Il atteignait 4005 dinars (DZD) en septembre 2018, soit l'équivalent de 19% du PIB. Pour autant, le choc inflationniste tant redouté n'a pas eu lieu. Sur les onze premiers mois de 2018, l'inflation n'a atteint en moyenne que 4,4% contre 6,4% en 2016 et 5,6% en 2017. Plus significative, l'inflation non alimentaire a nettement décéléré depuis le pic atteint fin 2016-début 2017. Si le maintien des subventions après quelques baisses en 2016/2017 (les prix administrés représentent 26% du panier de consommation) et la stabilité du dinar contre l'euro et le dollar US ont permis de contenir l'inflation, ces deux éléments n'expliquent pas tout. Au final, une grande partie du financement non conventionnel a servi l'assainissement de la situation financière des entreprises publiques, en particulier celles du secteur de l'énergie (Sonatrach, Sonelgaz), et dont les flux ont été stérilisés par la banque centrale. De plus, la politique budgétaire s'est avérée plus prudente que prévu.

#### ■ Un budget de stabilisation plus que d'expansion

Selon nos estimations, le déficit budgétaire a été deux fois plus faible que le montant inscrit dans la loi de finances 2018. Avec un Brent qui a atteint USD 72 le baril en moyenne sur l'ensemble de l'année, contre une hypothèse budgétaire de 50 dollars, l'Etat a en effet bénéficié d'un surcroît important de recettes provenant des hydrocarbures. De plus, les dividendes versés par la banque centrale au Trésor sont restés très élevés, atteignant pour la première fois DZD 1000 milliards (environ 5% du PIB). Ces derniers correspondent aux gains de change que réalise depuis 2016 l'institution monétaire à la suite de la forte dépréciation du dinar contre le dollar US survenue entre mi-2014 et fin 2015. Si l'on peut s'interroger sur la pérennité de ces ressources, leur contribution au budget est pour le moment significative (un quart des recettes non fiscales depuis 2017).

Néanmoins, plusieurs éléments laissent aussi penser que la pression sur les dépenses a été moindre. L'intégralité de la hausse du budget reposait sur celle des dépenses en capital (+76%), en particulier les « opérations en capital » en raison d'une dotation spéciale allouée à la Caisse Nationale des Assurances Sociales (CNAS) pour éponger les pertes de la Caisse Nationale des

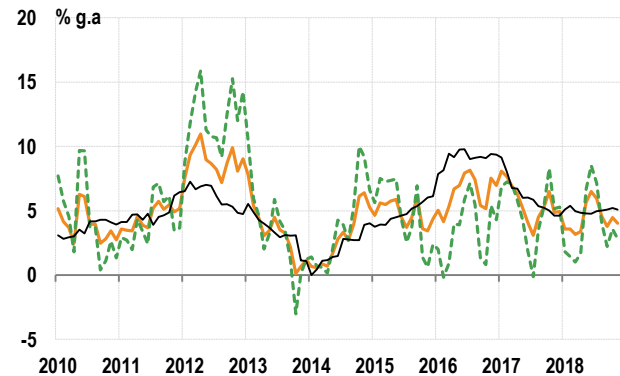
#### 1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,4	2,5	2,8	2,2
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5,6	4,4	5,0	5,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-5,2	-7,7	-7,0
Dette du gouv. central, % du PIB	31,6	42,9	47,9	54,9
Balance courante, % du PIB	-12,4	-7,6	-10,9	-11,1
Dette externe, % du PIB	2,6	2,3	2,6	2,8
Réserves de change, mds USD	97,3	83,1	65,7	47,7
Réserves de change, en mois d'imports	19,7	16,2	12,7	9,2
Taux de change USDDZD (fin d'année)	114,7	119,0	121,7	126,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Inflation

— Total — Alimentation — Hors alimentation



Sources : ONS, calcul BNP Paribas

Retraites (CNR) et de la régularisation d'arriérés accumulés en 2017. Les investissements publics étaient aussi censés augmenter (+35%). Mais la baisse de 10% des importations de biens d'équipement industriel sur les neuf premiers mois de l'année indique qu'ils ont une nouvelle fois marqué le pas. Par ailleurs, les dépenses courantes, bien qu'élevées, sont dans l'ensemble maîtrisées, ce qui nous amène à conclure que les autorités auront cherché avant tout à stabiliser une situation financière qui s'était dangereusement détériorée en 2017, et non à soutenir fermement la demande interne. En d'autres termes, on peut difficilement qualifier la politique budgétaire d'expansionniste.



## ■ Vigilance de la banque centrale

L'attitude prudente de la banque centrale face à l'afflux de liquidité dans le secteur bancaire aura également été déterminante. De fait, l'agrégat constitué des reprises de liquidité et des dépôts à vue des banques à la banque centrale, qui avait atteint un point bas à DZD 500 milliards en octobre 2017 contre presque DZD 3000 milliards à la mi-2014, est depuis remonté à DZD 1500 milliards en 2018 sous l'effet des remboursements des créances de l'Etat auprès des entreprises publiques (environ 40% du total des dépôts du système bancaires).

Afin de s'assurer de la stabilité des prix, la banque centrale a procédé dans le même temps à un pilotage actif de la liquidité interbancaire à l'aide de trois instruments. Dès janvier 2018, les opérations de reprise de liquidité sous la forme de facilités de dépôts à court terme ont repris. Le taux de réserve obligatoire a également été relevé à 10% ; il était de 4% en août 2017 au plus fort des tensions sur la liquidité domestique. Enfin, la banque centrale a procédé à un cantonnement d'une partie de l'excès de liquidité provenant de la compagnie nationale d'hydrocarbure, la Sonatrach, qui pourra l'utiliser en fonction de ses besoins d'investissement.

Ce faisant, la banque centrale a réussi à ancrer le taux interbancaire au taux directeur. Les canaux de transmission de la politique monétaire ont longtemps été faibles en raison de la surabondance de liquidité dans le secteur bancaire. Mais le lancement d'opérations d'*open-market* début 2017 a permis d'introduire un taux de référence, fixé à 3,5%, à partir duquel la banque centrale pilote les besoins des banques. Pour l'instant, cela semble fonctionner. Après avoir atteint un pic de 4,2% en novembre 2017, le taux interbancaire fluctue depuis entre 1,5% et 3,5%. Par ailleurs, le desserrement de la contrainte de liquidité pour les banques a permis de maintenir l'activité de prêts à un niveau assez soutenu (+12,5% à fin septembre 2018) sans générer d'inflation.

Une nuance est néanmoins à apporter. Si le taux de couverture des crédits par les dépôts oscille désormais autour de 95% après avoir touché le seuil des 100% lorsque le financement non conventionnel a été lancé, c'est encore 20 points au-dessus du niveau précédant le choc pétrolier. En outre, avec un encours de crédits bancaires équivalent à 47% du PIB (25% si l'on exclut les prêts aux entreprises publiques) contre 80% au Maroc, les risques de surchauffe d'origine interne sont en général limités.

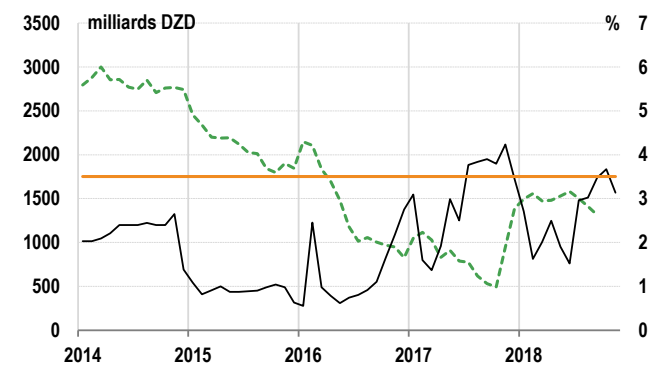
## ■ Des risques diffus

Bien que les pressions inflationnistes sont jusqu'à présent contenues, la stratégie suivie n'est pas sans risque. En effet, en optant pour le financement non conventionnel du déficit budgétaire, les autorités se sont données du temps, cinq ans exactement, pour réajuster le modèle économique algérien à la nouvelle donne pétrolière. Mais pour l'instant c'est l'immobilisme qui prédomine.

Le budget 2019 s'inscrit dans la lignée de celui de 2018. Le système de subventions est maintenu et aucune nouvelle taxe n'est prévue. L'investissement public pourrait donc une nouvelle fois servir de variable d'ajustement. De fait, il faudrait un Brent supérieur

## 3- Liquidité bancaire et taux interbancaire

--- Liquidité bancaire — Taux interbancaire — Taux de référence



Sources : Banque d'Algérie, FMI

à USD 90 le baril pour ramener les finances publiques à l'équilibre, soit un niveau inatteignable au regard des tendances actuelles. Selon nos estimations, le déficit budgétaire demeurera substantiel, à presque 8% du PIB en 2019.

Le niveau de l'endettement public offre des marges de manœuvre mais sa progression rapide, alimentée par les aides de l'Etat aux entreprises publiques, est à surveiller. Surtout, la dynamique des comptes extérieurs inquiète. L'Algérie est l'un des rares producteurs d'hydrocarbures de la région à ne pas avoir rééquilibré sa balance des paiements. Le déficit du compte courant est estimé à USD 12 milliards en 2018. Il devrait se creuser à nouveau en 2019 et 2020 en raison du retournement des cours du pétrole. En plus du déclin tendanciel des exportations d'hydrocarbures en volume (-9% sur les neuf premiers mois de 2018 après une contraction de 25% entre 2005 et 2017), la position extérieure est également affectée par le faible niveau des entrées de capitaux. Or, les chances de voir cette situation s'améliorer sont réduites, du moins à court terme, en raison d'un climat des affaires peu attractif et du refus des autorités de s'endetter en devise. Dans ce contexte, les réserves de change devraient continuer de s'éroder. Elles pourraient passer sous les USD 50 milliards à fin 2020 (9 mois d'importations de biens et services) contre USD 195 milliards à fin 2013. Là encore, les marges de manœuvre restent confortables mais s'amenuisent rapidement.

L'Algérie court donc le risque d'un ajustement macroéconomique difficile à moyen terme, que ce soit par le taux de change ou par la compression des importations. Compte tenu de la faiblesse du tissu industriel, les deux options auraient des effets sévères sur l'inflation. Point positif, certaines déclarations semblent démontrer une réelle prise de conscience des autorités. Néanmoins, il faudra attendre les élections présidentielles qui se tiennent en avril pour en savoir un peu plus sur leurs intentions de réforme.

**Stéphane Alby**

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)



# Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJLDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordnatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Louis BOISSET** +33.(0)1.57.43.02.91 louis.boisset@bnpparibas.com  
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com  
Statistiques

## ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Laure BAQUERO** +33.(0)1.43.16.95.50 laure.baquero@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT** +33.(0)1.40.14.30.77 thomas.humbllot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.43.86 sara.confalonieri@bnpparibas.com  
Afrique lusophone et anglophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

■ **Salim HAMMAD** +33.(0)1.42.98.74.26 salim.hammad@bnpparibas.com  
Amérique latine

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com  
Contact Média

## NOS PUBLICATIONS



### CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



### EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



### PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



### ECOFASH

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



### ECOWEEK

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



### ECOTV

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



### ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

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

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

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

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

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

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

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN  
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>  
OU TWITTER  
[https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William De Vijlder