

# ECO EMERGING



4<sup>e</sup> trimestre 2022

Octobre 2022

## EDITORIAL

2

Hors Chine, l'activité dans les pays émergents a stagné au T2 2022 et les enquêtes de confiance réalisées tant auprès des entreprises que des ménages indiquent que le ralentissement va se poursuivre. L'inflation continue sa progression et s'accompagne de nouveaux tours de vis des banques centrales, y compris en Asie.



CHINE

3

Une économie fragilisée à la veille du Congrès du Parti



INDE

5

Malgré les fortes pressions, l'économie résiste



INDONÉSIE

7

Perspectives moins favorables



THAÏLANDE

9

Optimisme prudent



POLOGNE

11

Quelques signes d'essoufflement



SLOVAQUIE

13

Dépendance énergétique



BRÉSIL

15

En décalage



MEXIQUE

17

Prudence



EGYPTE

19

Tensions persistantes sur la balance des paiements



QATAR

21

La rente gazière joue à plein



TUNISIE

23

L'inquiétude augmente



KENYA

25

Incertitudes

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉDITORIAL

2

## DOUBLE PEINE

Hors Chine, l'activité dans les pays émergents a stagné au T2 2022 et les enquêtes de confiance réalisées tant auprès des entreprises que des ménages indiquent que le ralentissement va se poursuivre. L'inflation continue sa progression et s'accompagne de nouveaux tours de vis des banques centrales, y compris en Asie. À la dégradation de la demande extérieure et des conditions financières domestiques, s'ajoutent le resserrement monétaire aux États-Unis et l'appréciation du dollar. C'est donc la double peine pour les pays émergents. Mais ce sont les pays en développement, confrontés de surcroît à la crise alimentaire et à une situation de surendettement, qui inquiètent le plus.

## LE RALENTISSEMENT SE CONFIRME

Les signes de ralentissement ou de contraction de l'activité se confirment depuis le printemps et se sont multipliés durant l'été. La Chine a ouvert le bal avec une baisse de 2,6% de son PIB au T2. Hors Chine, le PIB de notre échantillon de 26 principaux pays émergents a stagné. Il s'est même déjà contracté pour certains d'entre eux (Afrique du Sud, Inde, Pologne, Taïwan). Chine incluse, le PIB a reculé de 1% au T2 2022 par rapport au T1. Au cours de l'été, l'opinion des industriels sur leurs carnets de commandes a continué de se dégrader, notamment pour les pays fortement exportateurs en Asie (Chine, Corée du Sud, Taïwan) et en Europe centrale (Hongrie, République tchèque). Le commerce mondial ralentit, les prix du pétrole et des métaux se sont retournés depuis la mi-juin et le *baltic dry index* (indice de prix de référence du transport maritime et indicateur avancé des échanges commerciaux) s'est normalisé après son envolée de 2021.

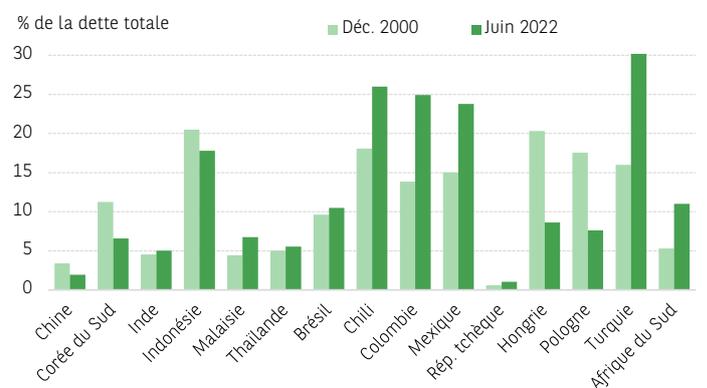
Dans nombre de pays, la confiance des ménages est retombée à son niveau du printemps 2020. L'accélération de l'inflation en est la raison principale. L'inflation dépasse 15% sur un an dans la plupart des pays d'Europe centrale, elle s'échelonne entre 8% et 14% en Amérique latine (hors Argentine) et se propage maintenant en Asie (à l'exception de la Chine, Hong Kong et Taïwan) dans une fourchette de 4% à 8%. Par conséquent, les politiques monétaires continuent de se durcir, y compris en Asie.

## DOUBLE PEINE

À la dégradation de la demande extérieure et des conditions financières domestiques (inflation et hausse des taux d'intérêt directs), s'ajoutent le resserrement monétaire aux États-Unis et l'appréciation du dollar US. D'après l'Institute for International Finance (IIF), les investissements de portefeuille obligataires vers les pays émergents, Chine exclue, ont bien résisté, atteignant USD 75 mds sur les neufs premiers mois de l'année. Autrement dit, jusqu'à présent, les rendements de la dette souveraine en monnaie locale n'ont pas subi une double peine (i.e. l'effet de la remontée des taux d'intérêt directs combiné à l'effet des retraits d'investissements des non-résidents).

Pour autant, l'appétit pour les marchés émergents a faibli. Les pays émergents sont par nature plus sensibles que les pays avancés au durcissement des conditions financières américaines. Premièrement, dollar et cours des matières premières sont généralement négativement corrélés. Les variations des seconds sont souvent plus fortes que celles de la devise américaine, de sorte que les pays exportateurs de matières premières subissent une perte de pouvoir d'achat. Deuxièmement, l'appréciation du dollar alourdit la charge et le poids de la dette extérieure. Enfin, les coûts de financement en dollar augmentent d'autant plus que les primes de risque ont tendance à s'élargir.

## DETTE LIBELLÉE EN USD DU SECTEUR NON BANCAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IIF, BNP PARIBAS

D'après les estimations de l'IIF, la part de la dette du secteur non bancaire (i.e. États + entreprises + ménages) libellée en dollars a fortement augmenté en Turquie et en Amérique latine (Chili, Colombie, Mexique). Pour les autres pays émergents, cette part est restée stable et modérée (graphique 1). L'effet dollar ne doit donc pas être surestimé ni généralisé. Par ailleurs, les primes de risque sur la dette obligataire en devise des emprunteurs souverains classés « *investment grade* » (principalement des pays émergents) sont restées stables depuis le début de l'année.

En revanche, nombre de pays en développement, beaucoup plus fragiles, se sont financés sur le marché obligataire international et ont obtenu des financements de la Chine. La part de la dette publique en dollars y a fortement progressé au cours de la dernière décennie. Ce sont par ailleurs des pays de la catégorie « *speculative grade* » dont les primes de risque se sont fortement élargies.

Les pays en développement subissent par ailleurs une autre double peine. D'après le *Global Report on food crisis*, 45 pays totalisant 180 millions de personnes risquent d'être confrontés à une crise alimentaire, ou le sont déjà, en raison des conflits externes ou internes, des conditions climatiques ou des chocs économiques comme celui de la Covid-19. Or, d'après l'IIF, sur 35 pays confrontés à une crise alimentaire, près de la moitié, essentiellement en Afrique, rencontrent de grandes difficultés à rembourser le service de leur dette (*debt distress*), lequel s'élèvera à plus de USD 10 mds en 2023. Dans ces circonstances, les appels de pays à renégocier leur dette ne peuvent que se multiplier.

François Faure

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

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## UNE ÉCONOMIE FRAGILISÉE À LA VEILLE DU CONGRÈS DU PARTI

Le redressement de l'activité depuis la fin des confinements imposés à Shanghai au printemps dernier a été très progressif. Il s'est renforcé en août, notamment soutenu par l'investissement public et des aides fiscales, mais il devrait de nouveau marquer le pas en septembre. Alors que les exportations commencent à souffrir de l'affaiblissement de la demande mondiale, le maintien de la stratégie zéro Covid et la grave crise du secteur immobilier continuent de peser lourdement sur la confiance, la consommation privée et l'investissement. Seul un assouplissement de la politique sanitaire et de plus amples mesures de soutien au marché immobilier semblent pouvoir sortir l'économie chinoise de sa déprime actuelle. Le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste qui s'ouvre à Pékin le 16 octobre a donc lieu dans un environnement économique particulièrement fragile.

## UNE CROISSANCE FORTEMENT RALENTIE

L'activité se redresse lentement depuis fin mai, date à partir de laquelle les confinements imposés dans d'importants centres économiques tels que Shanghai ont été assouplis. Le rebond de la production industrielle a été progressif, celui dans les services plus tardif et plus poussif. La croissance a toutefois surpris positivement au mois d'août. Elle s'est raffermie dans l'industrie (+4,2% en g.a. après +3,8% en juillet et +0,6% au T2 2022) et dans les services (+1,8% en g.a. après +0,6% en juillet et -3,3% au T2) en dépit des nombreux vents contraires (nouvelles restrictions à la mobilité, baisse de la production d'hydroélectricité et rationnements dans plusieurs provinces, ralentissement des exportations). Les politiques de soutien des autorités ont largement contribué à cette amélioration. Elles ont notamment permis un rebond des ventes automobiles (encouragées par des mesures fiscales) et de nouveaux investissements publics dans les projets d'infrastructure.

Cependant, le redressement de l'activité devrait s'interrompre à nouveau en septembre : les freins internes à la croissance restent puissants et l'environnement externe se dégrade. Le ralentissement des exportations en août a été notable et généralisé (+7% en g.a. après +17% en moyenne sur les trois mois précédents). Il devrait se poursuivre à court terme étant donné l'affaiblissement de la demande mondiale. Les sous-composantes « nouvelles commandes à l'exportation » des indices PMI du mois de septembre ont d'ailleurs chuté, confirmant les nouvelles difficultés du secteur exportateur. Or, les ventes à l'export ont été un moteur essentiel de la croissance chinoise au cours des deux dernières années, et l'activité tirée par le marché intérieur aura bien du mal à prendre le relais.

Premièrement, la politique zéro Covid reste très stricte (même si elle a été légèrement ajustée début juillet) et devrait être maintenue au moins jusqu'à fin 2022. Le nombre de nouveaux cas de Covid est remonté au cours de l'été et le niveau moyen des restrictions à la mobilité dans le pays a ré-augmenté. Certes, il reste loin de son niveau d'avril et mai et des perturbations aussi importantes qu'à Shanghai au printemps dernier sont dorénavant peu probables. Néanmoins, la menace permanente de nouvelles restrictions pèse lourdement sur la confiance des Chinois. Les confinements imposés à Chengdu et à Shenzhen la première quinzaine de septembre ont, de fait, été temporaires mais stricts, et ils ont fortement gêné l'activité, notamment dans les services. Les ventes au détail, qui se sont redressées en août, devraient à nouveau ralentir en septembre (en termes réels, les ventes ont augmenté de 3% environ en g.a. en août, après avoir stagné en juillet et chuté de 7% au T2).

### PRÉVISIONS

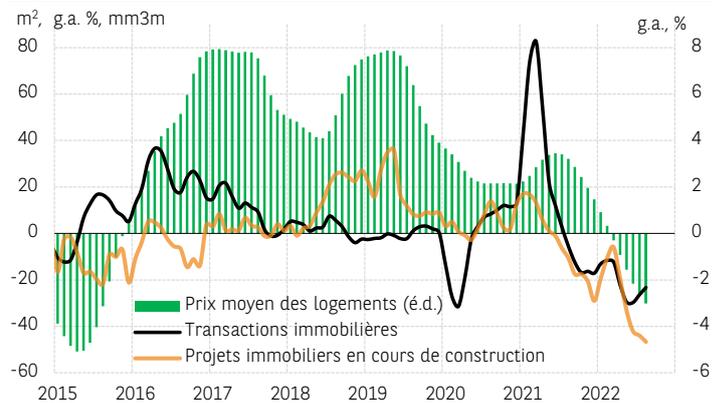
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6,0	2,2	8,1	3,0	5,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,9	2,5	0,9	2,3	3,1
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,8	-3,7	-3,1	-2,8	-3,2
Dettes officielle du gouv. général, % du PIB	38,6	45,9	46,9	50,5	51,5
Solde courant, % du PIB	0,7	1,7	1,8	1,9	1,7
Dettes externe, % du PIB	14,5	16,3	15,5	16,4	16,9
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 220	3 200
Réserves de change, en mois d'imports	14,9	16,2	12,6	11,5	10,7

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### CHINE : LE SECTEUR IMMOBILIER S'ENFONCE DANS LA CRISE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, REFINITIV, BNP PARIBAS

## UN SECTEUR IMMOBILIER EN CRISE

Deuxièmement, la crise dans le secteur immobilier se poursuit. Les transactions immobilières, les projets en construction et les mises en chantier ont continué de chuter rapidement en août (graphique 1). Le prix moyen des logements (des 70 principales villes) a baissé de 3,4% depuis un an, soit une baisse étonnamment modérée au vu de l'effondrement des volumes d'activité.

Ces dernières semaines, les autorités ont multiplié les initiatives pour contenir la crise immobilière. D'une part, les mesures ont visé à encourager le crédit et la demande de logements (baisse des taux d'intérêt, en particulier sur les prêts hypothécaires<sup>1</sup> ; assouplissement des règles prudentielles avec, notamment, une hausse du ratio prêt/valeur maximum autorisé dans certaines provinces). D'autre part, les autorités ont cherché à améliorer la trésorerie des promoteurs et à achever les chantiers de construction de logements toujours en cours. Un des principaux objectifs est de rassurer au plus vite les acheteurs qui ont prépayé leur logement mais n'ont pas encore été livrés et, dans certains cas, ont interrompu le remboursement de leur crédit.

Les principales banques ont donc été incitées à accorder des financements « raisonnables » à certains promoteurs, et la société publique *China Bond Insurance Co. Ltd* a apporté des garanties aux emprunts obligataires sur le marché local de quelques promoteurs privés. Par ailleurs, des collectivités locales ont créé des fonds de sauvetage et pris des mesures administratives incitatives pour s'assurer de l'achèvement des chantiers. Les banques publiques de développement doivent également accorder de nouveaux financements pour redémarrer certains chantiers suspendus.

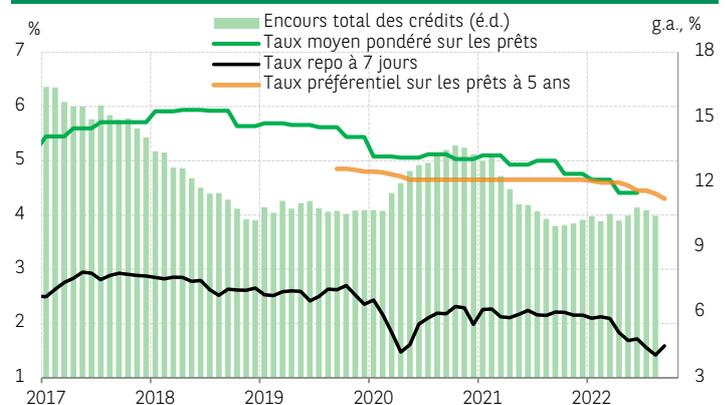
Les effets de ces mesures de soutien sont jusqu'à maintenant restés très limités. Après trois ans de ralentissement, la croissance de l'encours des crédits bancaires aux promoteurs immobiliers ne s'est que légèrement redressée et demeure faible (+1,5% en g.a. au T2 2022 contre 0,8% fin 2021). Les promoteurs restent étranglés financièrement par le manque de financements et la chute des ventes. La croissance des prêts hypothécaires aux ménages a continué de ralentir au S1 2022 (+5,6% en g.a. au T2 contre 6,6% fin 2021). Plus généralement, l'assouplissement monétaire des derniers mois en Chine a été prudent et n'a pas conduit à une accélération du crédit : la croissance de l'encours total des financements à l'économie est restée quasiment stable à 10,5% en g.a. en août, contre 10,3% fin 2021 (notamment tirée par les émissions obligataires des collectivités locales), et la croissance des prêts bancaires est passée de 11,6% fin 2021 à 10,8% en août (graphique 2).

L'activité dans le secteur immobilier et la construction ne montre aucun signe de reprise, et la confiance des investisseurs, des créanciers et des ménages est affaiblie par la baisse des prix immobiliers, la non-livraison des logements prépayés et la multiplication des défauts de paiements des promoteurs sur les crédits bancaires et obligataires. Les répercussions de la crise immobilière sur le reste de l'économie sont amplifiées par cette perte de confiance, importante et probablement durable.

## DES CHOIX À FAIRE

Un plan de soutien plus vaste serait indispensable pour sortir le marché immobilier chinois (et l'économie) de la déprime actuelle – au prix d'une interruption du processus de désendettement des promoteurs. Dans le même temps, cependant, la marge de manœuvre des autorités est fortement contrainte, principalement à cause de la dette déjà excessive de l'économie et de la fragilité croissante des finances des collectivités locales. Ces dernières, déjà bien endettées, sont frappées de plein fouet par la baisse de leurs recettes budgétaires (-6,5% en g.a. sur les huit premiers mois de 2022) consécutive au ralentissement de la croissance et, surtout, par la chute de leurs revenus fonciers due au recul des ventes des terrains (-28,5% en g.a.).

### CHINE : L'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE A PEU D'EFFET SUR LE CRÉDIT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, CEIC, REFINITIV, BNP PARIBAS

L'action de la Banque centrale est quant à elle également gênée par la hausse du différentiel entre les taux américain et chinois – alors que les tensions inflationnistes restent modérées (l'inflation des prix à la consommation a atteint 2,5% en g.a. en août 2022, contre 1,5% en mars).

Le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste, qui se tiendra à Pékin du 16 au 22 octobre, aura donc lieu dans un environnement économique fragile et complexe. Le Congrès doit nommer les 25 nouveaux membres du *Politburo* du Parti et les 7 membres de son comité permanent, et Xi Jinping devrait être nommé Secrétaire général du Parti pour un troisième mandat de cinq ans. Le Congrès devrait également fournir de nouvelles informations sur la stratégie de développement et l'orientation des politiques économiques pour les cinq prochaines années – même si les nouveaux responsables économiques ne seront désignés que lors de l'Assemblée nationale populaire de mars 2023.

Étant donné l'ampleur du ralentissement de la croissance depuis le début de l'année, la faiblesse de la demande intérieure et le récent fléchissement du commerce extérieur, le développement économique du pays devrait être replacé en tête des priorités des dirigeants chinois. Il est probable qu'un assouplissement de la politique zéro Covid et que de nouvelles mesures de soutien au marché immobilier soient mis en œuvre d'ici le début de l'année 2023. Par ailleurs, Xi Jinping pourrait relancer sa stratégie visant à promouvoir : i) le concept de « double circulation » : le marché intérieur et la consommation privée doivent être renforcés autant que les activités tournées vers les marchés extérieurs, et la « sécurité nationale » doit être assurée (accès aux ressources essentielles, autosuffisance des secteurs technologiques) ; et ii) la « Prospérité Commune », la priorité devant être notamment donnée à l'amélioration de la protection sociale et à la réduction des inégalités.

**Christine PELTIER**

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

<sup>1</sup> Le taux préférentiel sur les prêts à cinq ans (*Loan Prime Rate*), qui sert de taux de référence pour les prêts au logement, a été abaissé de 4,65% à 4,3% depuis le début de l'année. Et les taux minimum autorisés sur les prêts au logement viennent d'être assouplis. En conséquence, le taux moyen sur les prêts hypothécaires aux primo-accédants a atteint 4,15% en septembre 2022, contre 5,42% il y a un an.

## MALGRÉ LES FORTES PRESSIONS, L'ÉCONOMIE RÉSISTE

Bien que toujours dynamique, la croissance économique a ralenti au premier trimestre de l'exercice budgétaire en cours. Le durcissement monétaire, une mousson très hétérogène et les perturbations dans les chaînes de valeurs mondiales devraient peser sur l'activité au cours des deux prochains trimestres. La banque centrale a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année. Dans le même temps, les pressions sur les comptes extérieurs et la roupie devraient rester fortes. En dépit de cet environnement peu favorable, les entreprises et les banques résistent.

### DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE

Au premier trimestre de l'exercice budgétaire 2022/2023 (avril à juin 2022), le PIB réel a augmenté de 13,5% par rapport à la même période l'année précédente, mais s'est contracté de 3,3% en termes désaisonnalisés par rapport au trimestre précédent. Toutes les composantes de la croissance ont affiché un léger recul par rapport au trimestre précédent (hormis les importations). La contribution des exportations nettes à la croissance, déjà négative depuis six trimestres, s'est encore dégradée.

Au regard des derniers indicateurs avancés, la décélération de l'activité s'est poursuivie au deuxième trimestre de l'exercice 2022/2023 dans l'industrie (électricité, ciment, charbon) comme dans les services. Les perturbations dans les chaînes de valeur mondiales et la hausse des coûts de production pèsent sur les perspectives industrielles. La hausse des prix et le durcissement monétaire devraient affecter la consommation des ménages urbains. En août, l'inflation a encore atteint 7% en glissement annuel (g.a.) alors que la cible fixée par les autorités monétaires est de 4% +/-2 points de pourcentage. En outre, l'augmentation des prix hors produits alimentaires et énergétiques reste élevée bien qu'elle ait décéléré à 5,8% en g.a. en août (contre un point haut de 7% en avril 2022).

Par ailleurs, le secteur agricole souffre d'une mousson très disparate. Les ventes de tracteurs ont déjà reculé sur les mois de juillet et août. Sur l'ensemble du pays la mousson devrait être légèrement meilleure par rapport à la moyenne enregistrée sur la période 1970-2020. En revanche, alors que les régions du nord-est et de l'est semblent enregistrer un déficit d'eau, celles du centre et de l'ouest du pays ont reçu plus d'eau qu'à l'ordinaire. Le déficit en eau dans quatre États (l'Uttar Pradesh, le Bihar, le Jharkhand et l'ouest du Bengale) est estimé entre 18% et 46% alors que ces États produisent près d'un tiers des céréales du pays. Les anomalies climatologiques ont pesé sur les récoltes de coton et de soja à l'ouest du pays, et elles devraient aussi réduire celles du riz en particulier dans les principaux États producteurs tels que le Bengale-Occidental, le Bihar et l'Uttar Pradesh.

Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé en septembre dernier l'interdiction des exportations de riz brisé et imposé un droit de douane de 20% sur les ventes des autres catégories de riz (hors riz basmati). Les exportations de riz du pays devraient ainsi baisser de 25% au cours de l'année budgétaire 2022/2023. Sur l'ensemble de l'année 2022/2023, la croissance du PIB ne devrait pas excéder 7,0% selon les dernières prévisions de la banque centrale indienne (Reserve Bank of India, RBI).

### PRESSIONS SUR LA ROUPIE

Entre janvier et septembre 2022, l'important creusement du déficit commercial et les sorties de capitaux ont provoqué une dépréciation de 8,9% de la roupie face au dollar et une baisse des réserves de change de plus de 15% (à USD 537mds fin septembre 2022).

#### PRÉVISIONS

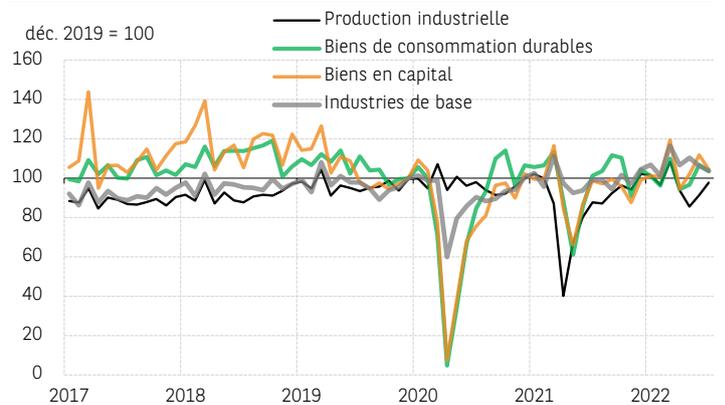
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	4,2	-6,6	8,7	7,1	6,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	4,8	6,1	5,5	6,7	5,5
Solde budgétaire gov. et adm., % du PIB (1)	-7,3	-13,7	-11,0	-9,1	-8,6
Dette gov. et adm., % du PIB (1)	74,7	84,0	82,3	81,1	81,0
Solde courant, % du PIB (1)	-0,9	0,9	-1,2	-4,2	-3,1
Dette externe, % du PIB (1)	19,9	21,6	19,7	19,4	18,7
Réserves de change, mds USD	457	580	633	520	535
Réserves de change, en mois d'imports	7,7	11,0	9,1	7,5	8,0

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

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### INDE : PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI, BNP PARIBAS

Le déficit commercial a atteint 7,9% du PIB sur les huit premiers mois de l'année 2022 (contre 4,6% l'année dernière) et les investissements nets de portefeuille ont affiché un déficit de 1,7% du PIB sur la première moitié de l'année. Les interventions de la banque centrale pour soutenir le cours de la monnaie se sont accrues depuis l'été. Entre janvier et juillet 2022, la RBI a vendu USD 38,8 mds de réserves de change (dont près de USD 20 mds pour le seul mois de juillet 2022). À titre de comparaison, elle avait vendu USD 14 mds entre juin et septembre 2013, lors de l'épisode du « *Taper Tantrum* ».

À court terme, les pressions sur la roupie devraient rester fortes. La baisse des prix mondiaux des matières premières devrait permettre de réduire la facture énergétique, mais le ralentissement économique mondial devrait peser sur les exportations du pays. Au cours des mois de juillet et août, elles ont déjà baissé de 11,6% par rapport au premier semestre de l'année. Le déficit commercial devrait donc rester à des niveaux particulièrement élevés. Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2022/2023, le déficit du compte courant pourrait atteindre 4,2% du PIB (contre 1,2% du PIB en 2021/2022).

Concernant les flux d'investissement, le pays pourrait bénéficier de la hausse de la pondération de l'Inde dans l'indice MSCI émergent (de 12,45% à 14,483%). En revanche, l'ajout des titres de dette du gouvernement indien dans les indices obligataires mondiaux, initialement anticipée par les investisseurs pour cette année, vient d'être reportée à 2023.

Les pressions sur les comptes extérieurs devraient rester fortes au quatrième trimestre et en 2023, mais les réserves de change sont suffisantes. À fin septembre, elles couvriraient 1,8 fois les besoins de financement à court terme du pays.

## LE SECTEUR BANCAIRE PLUS SOLIDE

Le dernier rapport sur la stabilité financière publiée par la RBI fait état d'une consolidation du secteur bancaire pendant l'année budgétaire 2021/2022. Même si les banques publiques restent beaucoup plus fragiles que les banques privées, leur situation financière a continué de se renforcer, de telle sorte qu'elles devraient toutes être en mesure de faire face au durcissement monétaire et à la dégradation de l'environnement économique.

La qualité des actifs bancaires s'est améliorée : dans l'ensemble du secteur bancaire, le ratio de créances douteuses a baissé de 1,6 point sur les douze derniers mois pour atteindre 5,9% en mars 2022. Bien que toujours plus élevé dans les banques publiques, il affichait une baisse de 9,5% à 7,6% sur un an. Le secteur de la construction reste le plus fragile ; le ratio de créances douteuses s'y élevait encore à 19,4% en mars 2022. Les risques pour le secteur bancaire demeurent néanmoins maîtrisés car les prêts au secteur de la construction ne constituent que 3,7% des crédits octroyés par le secteur bancaire dans son ensemble.

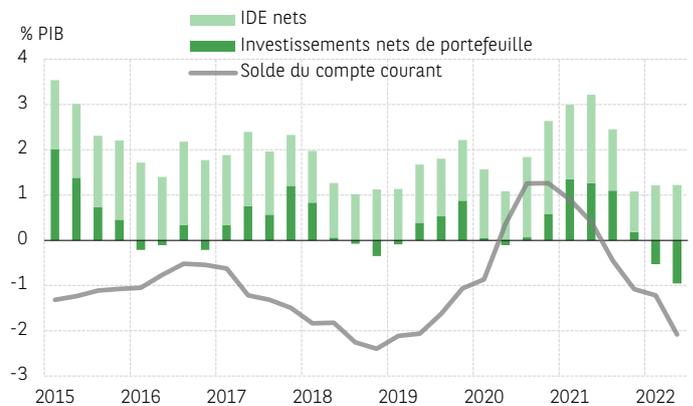
Par ailleurs, même si dans l'ensemble du secteur bancaire les provisions sont toujours insuffisantes, elles couvraient 70,9% des actifs risqués en mars 2022 contre 68,9% un an plus tôt.

Les ratios de solvabilité ont continué de se renforcer : ils ont atteint 16,5% dans l'ensemble du secteur bancaire (14,7% pour les banques publiques). Finalement, les profits des banques ont continué de progresser, bien que plus modestement qu'au semestre précédent. Le rendement des actifs (*Return on Assets*) et la rentabilité des capitaux propres (*Return on Equity*) s'élevaient à 0,9% et 9,7% respectivement en mars 2022.

Favorisées par leur situation financière plus confortable, les banques se sont montrées plus enclines à répondre à la hausse de la demande de crédit. La croissance des prêts, en hausse depuis avril 2021, a continué sa progression pour atteindre 14,5% en g.a. en juillet 2022 (contre +5% un an plus tôt). Toutes les catégories de crédit sont concernées, qu'il s'agisse des prêts aux ménages ou aux entreprises et ce, quel que soit le secteur d'activité. Ce dynamisme devrait néanmoins être affecté par la hausse des taux directeurs (+140 pb depuis avril 2022). En effet, même si, en terme nominal, les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits n'ont augmenté que de 70 pb entre avril et juillet

<sup>1</sup> Dans son scénario central établi en juin 2022, la RBI prévoyait une croissance de 7,2% et une inflation moyenne de 6,6% sur l'année 2022/2023.

### INDE : BALANCE DES PAIEMENTS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI, BNP PARIBAS

2022, la hausse en termes réels est beaucoup plus importante compte tenu de la décélération des pressions inflationnistes sur la même période. Déflatés de l'indice des prix à la consommation hors énergie et alimentaire (*core inflation*), les taux d'intérêt ont augmenté de 190 pb, bien qu'ils restent toujours à des niveaux relativement bas (le taux réel moyen sur les nouveaux crédits était de 2,4% en juillet).

Selon la RBI, en dépit du ralentissement attendu de l'activité au cours des prochains trimestres, les risques de crédit devraient rester contenus. Dans son scénario central<sup>1</sup>, la banque centrale prévoit un renforcement de la qualité des actifs bancaires d'ici la fin de l'année budgétaire 2022/2023. Le ratio de créances douteuses devrait diminuer à 5,3%. En revanche, elle prévoit une baisse des ratios de solvabilité de 16,5% en mars 2022 à 15% en mars 2023. Dans le cas d'un choc extrême (contraction de l'activité économique), le ratio de créances douteuses augmenterait à 8,3% et le ratio moyen de solvabilité chuterait à 13,3%. Néanmoins, les 46 banques testées n'auraient pas à être recapitalisées pour respecter les ratios de solvabilité.

## LES ENTREPRISES EN BONNE POSITION

En dépit de la hausse des coûts de production (+45% en g.a. au T2 2022), et, dans une moindre mesure, des charges d'intérêt (+9,4% au T2 2022), la situation financière des entreprises reste dans l'ensemble confortable. Elles ont répercuté la hausse de leurs coûts sur leurs prix de vente, comme en témoigne l'évolution de leurs profits, qui ont continué de croître par rapport à la même époque l'année dernière, bien qu'à un rythme plus modeste (les profits nets ont augmenté de 24,6% en g.a. au T2 2022). Le niveau d'endettement des entreprises a diminué : le ratio de dette rapportée aux capitaux propres s'élevait au T2 2022 à 35% contre 45,8% deux ans plus tôt. Par ailleurs, en juin 2022, les bénéfices avant impôts couvraient encore 4,9 fois le paiement des charges d'intérêt sur la dette.

Johanna MELKA

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



# INDONÉSIE

7

## PERSPECTIVES MOINS FAVORABLES

Au cours des six premiers mois de l'année 2022, l'économie a bien résisté aux conséquences du conflit en Ukraine et de la politique zéro-Covid de la Chine. Elle a notamment bénéficié de la hausse des prix des matières premières exportées (charbon et huile de palme principalement). Ses finances publiques et ses comptes extérieurs se sont consolidés en dépit de la hausse des subventions et des sorties nettes de capitaux. La situation pourrait toutefois se dégrader au quatrième trimestre et les perspectives à moyen terme sont moins favorables. Même si le déficit budgétaire et la dette du gouvernement restent modestes, les risques de refinancement vont augmenter en 2023 conjointement à la fin du programme d'achat de dette de la Banque centrale, en vigueur depuis 2020. Par ailleurs, les pressions sur la roupie vont s'intensifier avec la baisse des prix des matières premières.

## RALENTISSEMENT ATTENDU

Au premier semestre 2022, la croissance économique a atteint 5,2% par rapport à la même période l'année dernière. La consommation des ménages et les exportations nettes ont sensiblement accéléré. Le retour des touristes a permis de soutenir la demande de services. La hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) est restée relativement modeste sur les six premiers mois de l'année (+3% en glissement annuel) grâce, notamment, au maintien des prix réglementés de l'essence et à l'interdiction au mois de mai d'exporter de l'huile de palme afin de limiter la hausse des prix domestiques des huiles végétales.

Cependant, l'activité va ralentir sur la deuxième moitié de l'année et les pressions inflationnistes vont s'intensifier. La hausse de l'indice des prix à la consommation a atteint 5% en g.a. entre juin et septembre 2022, et ainsi excédé la cible de 4% fixée par les autorités monétaires. La demande intérieure devrait décélérer (en particulier au dernier trimestre), notamment en raison de la hausse des prix alimentaires (déjà +9,2% en moyenne au cours des trois derniers mois), de l'augmentation des prix réglementés de l'essence et du durcissement de la politique monétaire.

En effet, afin de contenir la hausse des dépenses publiques, le gouvernement a annoncé début septembre la hausse des prix contrôlés de l'essence et du diesel, pour la première fois depuis 2016. Ils ont été réhaussés de plus de 30% en moyenne. Afin d'anticiper la répercussion de cette augmentation sur les prix des transports et, plus généralement, en réponse à la montée des pressions inflationnistes, la Banque centrale (Bank Indonesia, BI) a augmenté ses taux de 50 points de base (pb) lors du comité de politique monétaire de septembre, après les avoir augmentés de 25 pb en août. D'autres hausses de taux sont à prévoir.

Par ailleurs, le ralentissement économique de la Chine et des États-Unis, les deux principaux partenaires commerciaux de l'Indonésie, va peser sur ses exportations.

Dans un tel contexte, les indices de confiance des consommateurs se sont légèrement infléchis au cours de l'été et le rythme de croissance des ventes au détail a commencé à ralentir. Même si les entrepreneurs restaient confiants au mois d'août, tout laisse à penser que cet optimisme ne devrait pas perdurer.

Les marges de manœuvre du gouvernement pour soutenir son économie sont plus étroites qu'en 2019. De plus, la perspective de devoir financer l'intégralité de son déficit sans soutien direct de la Banque centrale le contraint à la prudence. Cela explique la récente hausse des prix réglementés de l'essence après plusieurs mois de soutien à la population.

### PRÉVISIONS

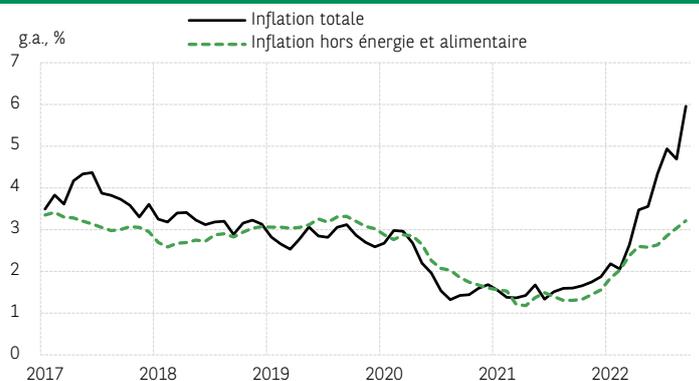
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	5,0	-2,1	3,7	5,5	4,9
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,6	2,0	1,6	4,3	4,7
Solde budgétaire, % du PIB	-2,2	-6,1	-4,6	-3,9	-2,9
Dette des adm. publiques, % du PIB	30,7	39,8	41,1	41,3	40,9
Balance courante, % du PIB	-2,7	-0,4	0,3	0,3	-0,2
Dette externe, % du PIB	36,0	39,4	35,1	31,8	30,9
Réserves de change, mds USD	122	129	131	115	110
Réserves de change, en mois d'imports	7,1	7,3	7,4	6,0	6,9

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### INDONÉSIE : FORTE HAUSSE DES PRIX DEPUIS LE MOIS DE JUIN



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

## LES FINANCES PUBLIQUES RESTENT SOLIDES

Pourtant, les finances publiques se sont consolidées sur les huit premiers mois de l'année 2022. Le solde budgétaire du gouvernement a enregistré un excédent équivalant à 0,6% du PIB alors qu'à la même période l'année dernière il affichait un déficit de 2,3% du PIB.

Cette bonne performance a été permise par la très forte hausse des recettes budgétaires. Elles ont augmenté de près de 50% en g.a. sur les huit premiers mois de 2022 pour atteindre l'équivalent de 14% du PIB, favorisées par le dynamisme de la demande intérieure, la hausse de la



TVA en avril, et la forte augmentation des profits des entreprises hors pétrole et gaz.

La hausse des dépenses a été relativement modeste (+8,3%) en dépit de l'augmentation des charges d'intérêt et des subventions (respectivement +10,1% et +16,8% sur les huit premiers mois de l'année). Néanmoins, le gouvernement anticipe au quatrième trimestre 2022 une forte hausse des coûts induits par le conflit en Ukraine, et ce, en dépit de l'augmentation des prix réglementés du fioul au mois de septembre. Les subventions devraient ainsi s'élever à 1,8% du PIB sur l'ensemble de l'année 2022 (contre 1,4% du PIB en 2021), auxquelles s'ajoutent les transferts de revenus (pour les ménages les plus modestes) qui atteindront 1,6% du PIB en 2022 (ils étaient presque nuls en 2021).

Sur l'ensemble de 2022, le déficit devrait être réduit à 3,9% du PIB contre 4,6% en 2021. Dans son budget prévisionnel pour 2023, le gouvernement prévoit de réduire le déficit à 2,9% du PIB, sous le seuil « légal » de 3% du PIB (suspendu temporairement entre 2020 et 2022 et rétabli en 2023). Cette consolidation sera notamment favorisée par la baisse des dépenses (-4%), en particulier des subventions et des transferts aux ménages. La hausse des recettes devrait être marginale. L'augmentation d'un point de TVA (fixée à 12%) devrait permettre de compenser la baisse attendue des impôts sur les revenus des entreprises exportatrices de produits primaires, induite par la normalisation attendue des prix des matières premières.

En revanche, le paiement des intérêts sur la dette devrait augmenter (conjointement à la hausse de la dette et aux rendements sur les obligations du gouvernement) et représenter plus de 18% des recettes du gouvernement en 2023 (contre 14,1% en 2019), limitant un peu plus les marges de manœuvre budgétaires du gouvernement.

En 2023, le déficit sera intégralement financé par l'émission d'obligations sur le marché domestique. Mais contrairement aux trois dernières années, la Banque centrale n'achètera pas d'obligations sur le marché primaire (RS 439 trn d'obligations ont été achetées par la BI en 2021 et 2022, soit l'équivalent de 2,6% du PIB de 2021).

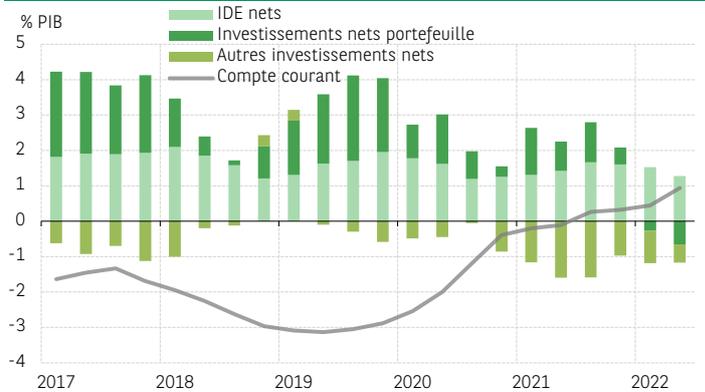
En 2022, la dette du gouvernement devrait continuer d'augmenter et atteindre 41,3% du PIB, avant de diminuer légèrement dès 2023. Pour autant, les risques de refinancement vont augmenter avec la fin du programme d'achats de dette par la Banque centrale et la hausse des taux d'intérêt américains.

Même si la dette du gouvernement reste modeste, les risques de refinancement sont plus élevés que dans d'autres pays (tels la Malaisie et l'Inde où le ratio de la dette rapportée au PIB est pourtant beaucoup plus élevé) car l'Indonésie reste structurellement dépendante des investisseurs étrangers pour couvrir ses besoins de financement. Avant les programmes d'achats de dette par la BI en 2020, la part de la dette obligataire (91% de la dette totale) détenue par les investisseurs étrangers s'élevait à 38,6% en 2019. Elle ne s'établissait plus qu'à 15,2% en juin 2022.

## LES COMPTES EXTÉRIEURS RÉSISENT BIEN

Les comptes extérieurs de l'Indonésie ont bien mieux résisté à l'environnement extérieur que ce que l'on aurait pu redouter au regard des précédents épisodes de hausse des prix du pétrole et de durcissement de la politique monétaire américaine. En outre, même si les réserves de change ont baissé sur les huit premiers mois de l'année, elles restent suffisantes pour couvrir 1,9 fois l'ensemble des besoins de financement à court terme du pays. La roupie ne s'est dépréciée que de 6,3% contre le dollar sur les neuf premiers mois de l'année 2022. Néanmoins, les pressions sur les comptes extérieurs devraient s'accroître dans les prochains trimestres et la volatilité de la roupie augmenter.

### INDONÉSIE : SURPLUS DU COMPTE COURANT AU S1 2022



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

La dette extérieure du pays a diminué à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise de la Covid-19 pour s'établir à seulement 31,8% du PIB en juin 2022, contre 36% du PIB en 2019. Cette baisse reflète principalement la baisse des achats de dette du gouvernement par les investisseurs étrangers et, dans une moindre mesure, la légère diminution de la dette des entreprises indonésiennes alors que la dette extérieure des banques a légèrement augmenté. En outre, même si la dette extérieure représente encore près de 1,8 fois les recettes à l'exportation du pays, les risques de refinancement sont modestes. Les remboursements de dette à un an restent faibles, en particulier au regard des réserves de change. À fin juin, ils s'élevaient à seulement USD 66 mds, soit l'équivalent de 0,5 fois les réserves de change du pays.

Exportateur net de matières premières, en particulier de charbon et d'huile de palme (qui constituaient chacun 11,6% des exportations du pays en 2021), l'Indonésie a bénéficié de la forte hausse des prix de ces matières premières au S1 2022. Même si les importations de pétrole et gaz ont augmenté de 83% par rapport à la même époque l'année dernière, l'effet sur la balance commerciale a été largement compensé par la hausse des exportations. Le compte courant a ainsi enregistré un excédent de près de 0,7% du PIB sur les six premiers mois de l'année 2022 alors qu'il affichait un déficit de 1,4% du PIB un an plus tôt.

Par ailleurs, bien que le pays ait continué à enregistrer des sorties nettes d'investissements de portefeuille, celles-ci ont sensiblement diminué par rapport au T4 2021. Elles ne s'élevaient qu'à 0,5% du PIB au S1 2022.

En revanche, les investissements directs étrangers (IDE), déjà structurellement modestes (1,6% en moyenne sur les cinq dernières années) ont baissé au premier semestre par rapport à la même période en 2021 pour atteindre seulement 1,1% du PIB. Les investissements sont restés concentrés dans l'industrie métallurgique, le secteur des transports et les télécommunications, l'industrie alimentaire et le secteur minier. Cette baisse des flux d'IDE pourrait s'expliquer par l'incertitude qui entoure la succession du président Joko Widodo. Si les investissements étrangers restent aussi modestes en 2023, cela pourrait devenir préoccupant dans la mesure où le compte courant devrait redevenir (légèrement) déficitaire et où les besoins de financement externe du gouvernement devraient augmenter pour compenser l'interruption des achats de titres par la banque centrale. Les pressions à la baisse sur la roupie pourraient s'intensifier l'an prochain.

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



## THAÏLANDE

9

## OPTIMISME PRUDENT

La reprise se poursuit en Thaïlande. Le rebond de la consommation privée et le retour progressif des touristes devraient aider, du moins à court terme, à compenser le ralentissement des exportations. Les risques qui pèsent sur la croissance restent toutefois orientés à la baisse du fait de l'accélération de l'inflation et du resserrement monétaire, de la faiblesse de la demande mondiale et de l'absence de touristes chinois. À l'approche des élections, prévues en mai 2023, les tensions politiques pourraient de nouveau augmenter. Les investissements stratégiques à moyen terme, compris notamment dans le programme *Eastern Economic Corridor*, ne devraient cependant pas être compromis.

## LES EXPORTATIONS RALENTISSENT

Le rebond de l'activité économique se confirme en Thaïlande. Le PIB a respectivement progressé de 2,3% et 2,5% en g.a. au cours des deux premiers trimestres 2022. La dynamique devrait s'accroître au deuxième semestre, soutenue par la vigueur de la consommation privée. Celle-ci est stimulée par le retrait de toutes les mesures de confinement et la récente augmentation du salaire minimum de 5%, en plus d'une politique budgétaire toujours accommodante. Le secteur agricole (qui représente encore 30% du total des emplois) devrait également profiter (en termes de volume et de parts de marché) des nouvelles restrictions à l'exportation de l'Inde (le gouvernement indien a interdit en septembre dernier les exportations de riz brisé et imposé un droit de douane de 20% sur les ventes des autres catégories de riz).

Dans le même temps, les arrivées de touristes continuent de progresser. Elles ont franchement accéléré depuis le mois de mai après la réouverture partielle des frontières. Toutes les restrictions ont depuis été levées. La reprise devrait toutefois rester très progressive, principalement du fait de la quasi absence de visiteurs chinois. Alors qu'ils représentaient plus de 30% du total des arrivées en 2019, les touristes chinois représentent moins de 3% du total depuis le début de l'année 2022. Plusieurs années seront probablement nécessaires pour retrouver le chiffre de près de 40 millions de visiteurs enregistré en 2019 (graphique 1).

Au total, le PIB devrait progresser de 4% en 2022 après 1,5% en 2021. Cela dit, les risques sur la croissance restent orientés à la baisse. La détérioration rapide du commerce régional (dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale) freine la reprise et contraste avec le dynamisme de la consommation privée.

Les exportations de biens ont ralenti en juillet et août (à 8% en g.a., après avoir progressé de plus de 15% en moyenne au cours des six premiers mois de l'année), et l'indice PMI des nouvelles commandes à l'exportation s'est également détérioré au cours des deux derniers mois. La normalisation progressive de la production dans le secteur automobile (au niveau mondial) a permis d'éviter un ralentissement encore plus marqué des exportations. Mais ce répit devrait être de courte durée car la consommation de biens automobiles est particulièrement sensible au contexte actuel de hausse des taux.

## ENCORE QUELQUES HAUSSES DE TAUX À PRÉVOIR

L'inflation élevée pèse sur les perspectives de croissance. Le taux d'inflation augmente continuellement depuis le dernier trimestre 2021. Il se situe au-dessus de la cible de la Banque centrale (entre 1 et 3%) depuis le début 2022, en raison de l'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le taux d'inflation s'est établi à 7,9% en g.a. en août, après 7,6% en juillet, et il devrait rester élevé à court terme

## PRÉVISIONS

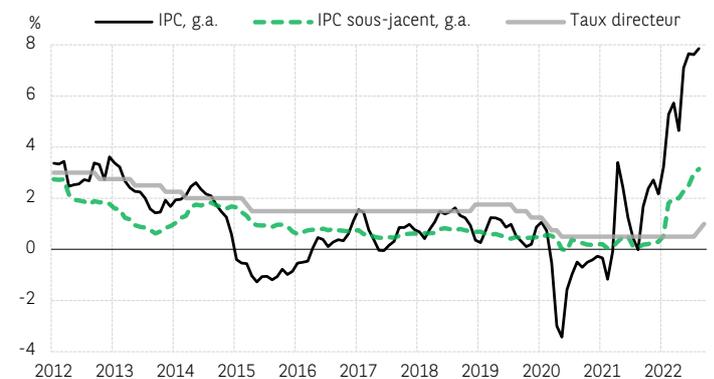
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	-6,2	1,5	4,0	4,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0,9	-0,3	2,2	6,4	4,2
Solde budgétaire, % du PIB	-0,8	-4,5	-7,9	-3,9	-3,8
Dette des adm. publiques, % du PIB	41,1	49,4	58,4	60,6	59,6
Balance courante, % du PIB	7,0	4,2	-2,2	-2,9	2,3
Dette externe, % du PIB	31,5	38,1	39,0	40,9	39,6
Réserves de change, mds USD	224	258	246	205	218
Réserves de change, en mois d'imports	9,0	15,0	11,0	9,0	9,3

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## THAÏLANDE : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

compte tenu de la série d'ajustements attendus (hausse de 20% du tarif de l'électricité, hausse de 5% du salaire minimum, hausse des tarifs des taxis...).

Pour la première fois depuis mai 2020, la Banque centrale a relevé son taux principal directeur de 25 points de base (à 0,75%) lors de sa réunion de politique monétaire du 10 août dernier. Une nouvelle hausse de taux a été annoncée lors de la réunion du 30 septembre dernier, portant le taux directeur à 1%. Celui-ci se situe à présent 25 points de base (pb) en dessous de son niveau d'avant-Covid. Dans son dernier communiqué, la Banque centrale indique que de nouvelles hausses de taux sont probables à court terme, compte tenu du contexte de raffermissement.



missement de la demande intérieure et de resserrement des conditions monétaires internationales.

Le communiqué indique cependant que la Banque centrale entend établir son principal taux directeur à un taux « compatible avec une croissance de long terme soutenable ». Compte tenu des faiblesses structurelles de la croissance thaïlandaise (vieillesse de la population, endettement des ménages relativement élevé, relative faiblesse des entrées nettes d'IDE), la fin du cycle de resserrement pourrait intervenir avant que l'inflation ne soit totalement stabilisée.

## LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTE ACCOMMODANTE

Depuis 2020, le gouvernement utilise pleinement les marges de manœuvre dont il dispose pour soutenir l'économie. De nombreuses mesures ont été mises en place en 2020-2021, creusant le déficit public à 4,5% et 7,9% du PIB respectivement, après une moyenne de 3% en 2015-2019. Le gouvernement prévoit une consolidation très progressive, la priorité étant donnée au soutien à la croissance.

Les différentes subventions destinées à pallier la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires ont progressivement remplacé les mesures mises en place au moment de la crise du Covid-19, et le déficit devrait s'établir autour de 4% du PIB en 2022 et 2023. La dette publique devrait rester largement inférieure au plafond réglementaire de 70% du PIB.

## LES TENSIONS POLITIQUES AUGMENTENT À L'APPROCHE DES ÉLECTIONS

Le plus gros risque pesant sur la croissance, et la principale faiblesse structurelle du pays, reste le climat politique. Après plusieurs années de calme apparent, les tensions politiques ont de nouveau augmenté depuis 2020. Le climat politique pourrait se durcir davantage à l'approche des élections législatives<sup>1</sup>, prévues en mai 2023.

À très court terme, les tensions politiques pourraient augmenter après la décision de la Cour constitutionnelle de maintenir le Premier ministre thaïlandais dans ses fonctions. Plusieurs partis d'opposition avaient demandé au mois d'août dernier à la Cour de statuer sur la légitimité de ce dernier à rester à son poste, la limite constitutionnelle des huit années consécutives d'exercice du pouvoir ayant été atteinte. La Cour a toutefois jugé que le nombre d'années au pouvoir de Prayuth Chan-o-cha était comptabilisé depuis 2017 (année du vote et de l'entrée en vigueur de la constitution) et non 2014 (année du coup d'État par lequel Prayuth Chan-o-cha est arrivé au pouvoir, en tant que commandant des armées).

D'après le jugement, le Premier ministre pourrait donc rester au pouvoir jusqu'en 2025, soit deux ans après les élections. S'il était de nouveau élu au poste de Premier ministre, celui-ci serait donc contraint à démissionner à mi-mandat, et de nouvelles élections devraient être organisées. Dans ces conditions, il est peu probable qu'il soit choisi par son parti pour être candidat à sa propre succession.

### NOMBRE DE TOURISTES EN THAÏLANDE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DU TOURISME

En outre, l'élection de l'ancien ministre des Transports (membre du Puea Thai, parti renversé par le coup d'État de 2014) au poste de gouverneur de Bangkok en mai dernier, les dissensions internes du parti gouvernemental ainsi que l'absence d'un successeur naturel (et consensuel) à l'actuel Premier ministre ont affaibli la coalition gouvernementale, poussant certains partis à former de nouvelles coalitions, et renforcé les partis d'opposition.

Cela dit, le bruit politique autour des élections ne devrait pas avoir d'incidence sur la stratégie d'investissement thaïlandaise au cours des cinq prochaines années. Pour le moment, l'ensemble des partis semble déterminé à mener à bien les politiques engagées par l'actuel gouvernement, notamment concernant la deuxième phase du projet EEC (*Eastern Economic Corridor*). Il s'agit d'un vaste plan d'investissements principalement destiné à faciliter le développement des secteurs technologiques et à améliorer les infrastructures du pays par le biais de partenariats public-privé. Lancé en 2017, ce projet a très nettement ralenti depuis 2020 à cause de la crise sanitaire. La deuxième phase devrait s'achever en 2026.

**Hélène DROUOT**

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

<sup>1</sup> Depuis l'entrée en vigueur de la constitution en 2017, la chambre basse des représentants est composée de 500 sièges : 350 députés sont élus via un scrutin uninominal à un tour et les 150 autres sont élus via un scrutin proportionnel plurinominal de liste. La durée du mandat est de quatre ans. Le premier ministre est ensuite élu (lui aussi pour une durée de quatre ans) à l'issue d'un vote organisé au sein de la Chambre des représentants (composée de la chambre basse et du Sénat, dont les 250 membres sont nommés par le Conseil National pour la Paix et le maintien de l'Ordre, institution militaire créée en 2014 après le coup d'État).

# POLOGNE

11

## QUELQUES SIGNES D'ESSOUFFLEMENT

Le ralentissement de l'économie va sans doute se poursuivre au cours des prochains trimestres. Par ailleurs, la Pologne est confrontée à plusieurs défis. D'abord, le pays est très dépendant des importations de charbon, matière première dont les prix se sont envolés depuis fin 2021. Les pressions inflationnistes restent élevées alors que la Banque centrale s'oriente vers une politique monétaire moins restrictive. Enfin, le moratoire sur le remboursement des crédits hypothécaires en 2022 et 2023 va peser sur le bilan des banques à court terme. L'économie polonaise dispose néanmoins de plusieurs atouts et devrait faire preuve de résilience.

Les comptes trimestriels du deuxième trimestre 2022 confirment un ralentissement de l'activité économique dans l'ensemble des pays d'Europe centrale (PEC). Il a été plus marqué en Pologne avec un recul du PIB de 2,1 % t/t après +2,5 % au T1 2022 et +1,8 % au T4 2021. La consommation des ménages et les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance, respectivement de 0,9 et de 0,6 point, mais cet apport a été insuffisant pour compenser la baisse prononcée de l'investissement. Les entreprises semblent aussi avoir procédé à des déstockages au deuxième trimestre.

## DÉTÉRIORATION DES INDICATEURS CONJONCTURELS

La confiance dans l'industrie manufacturière s'est nettement dégradée ces six derniers mois. Les indices et sous-indices PMI ont chuté et sont passés pour la plupart en dessous du seuil des 50, mais ils restent toutefois plus élevé qu'en 2020. L'introduction d'une taxe sur les profits exceptionnels, notamment dans le secteur énergétique, pourrait dégrader davantage la confiance des entreprises et les conduire à reporter des projets d'investissement. Les ménages sont aussi plus pessimistes au cours de ces derniers mois selon les enquêtes d'Ipsos, de la Commission européenne et de l'Institut de statistiques de Pologne.

Les ventes au détail ont progressé plus lentement en rythme annuel mais restent malgré tout bien orientées. Elles s'élèvent à 16,3% au dessus du niveau d'avant la crise de la Covid-19. La bonne tenue de la consommation s'explique par les nombreuses mesures de soutien en faveur des ménages ainsi que par la forte progression des salaires au premier semestre. Celle-ci a été proche du rythme d'inflation, ce qui signifie que les pertes de pouvoir d'achat ont été limitées. Le marché du travail reste dynamique avec un taux de chômage historiquement bas à 2,6% en août. Le second semestre reflètera davantage les effets de l'inflation sur les ventes au détail alors que les salaires augmentent moins vite depuis août et qu'en revanche la hausse des prix continue d'accélérer.

La production industrielle résiste bien pour l'instant. Elle dépasse de 21,2% son niveau pré-Covid mais elle a progressé plus lentement au cours des quatre derniers mois en rythme annuel. Il subsiste par ailleurs une certaine divergence selon les secteurs. Les industries énergivores sont particulièrement touchées en raison de l'envolée des coûts énergétiques. Certains fabricants d'engrais, de produits chimiques ou d'acier ont été contraints de mettre temporairement à l'arrêt une partie de leurs activités. La production des biens de consommation durables est aussi en berne. En revanche, l'activité du secteur automobile reste bien orientée. Au cours des prochains mois, nous attendons un sérieux coup de frein de l'ensemble de l'activité productive étant donné les signaux envoyés par les récentes enquêtes dans l'industrie et en raison du ralentissement attendu de la demande en provenance des pays européens.

### PRÉVISIONS

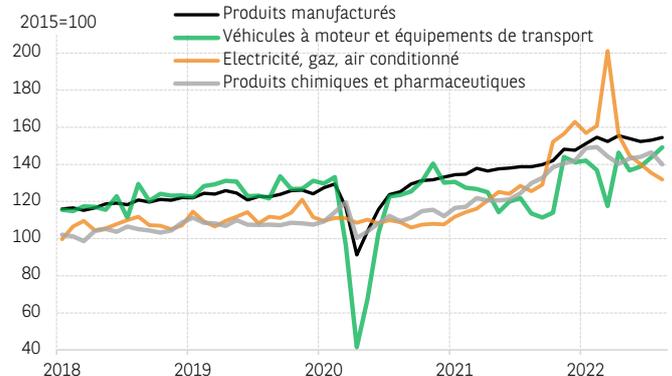
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4,7	-2,1	5,8	3,5	1,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	3,4	5,1	14,0	13,0
Solde budgétaire, % du PIB	-0,7	-6,9	-1,9	-5,0	-4,9
Dette publique, % du PIB	45,6	57,1	53,8	51,4	49,9
Solde courant, % du PIB	0,5	2,9	-0,7	-4,1	-2,0
Dette externe, % du PIB	58,8	60,3	56,5	52,0	50,0
Réserves de change, mds EUR	114,5	125,6	146,9	148,0	150,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,1	5,9	6,0	5,8	5,6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### POLOGNE : PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

## DES DÉFIS MAJEURS MAIS SURMONTABLES

La crise énergétique va peser sur l'économie. La Pologne est en effet dépendante des importations de charbon en provenance de la Russie pour le chauffage, même si le pays compte parmi les principaux producteurs mondiaux de cette matière première. Le charbon russe a été soumis à un embargo depuis avril dernier par la Pologne. Ainsi, le pays doit s'approvisionner auprès d'autres fournisseurs dans un contexte où les prix se sont envolés.



La Pologne peut difficilement augmenter la production de charbon à court terme au regard de l'importance des coûts d'extraction. De même, les engagements pris par le pays pour réduire les émissions de CO<sub>2</sub> ont freiné les investissements dans ce secteur.

Notons tout de même que la Pologne fait partie des pays les mieux préparés à la crise énergétique parmi les pays d'Europe centrale et ce, grâce à une stratégie d'investissement mise en place depuis plusieurs années pour diversifier les sources d'approvisionnement en gaz. La Pologne dispose de terminaux pour importer du gaz naturel liquéfié à Świnoujście. De même, le gazoduc Baltic Pipe, reliant la Norvège et la Pologne via le Danemark, est opérationnel depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2022 et fonctionnera à sa capacité maximale d'ici 2023. La Pologne est aussi approvisionnée via l'Allemagne. Depuis avril dernier, le pays n'importe plus de gaz russe. Concernant le stock de gaz, les cuves sont remplies à hauteur de 98 % fin septembre.

Les défis vont aussi concerner le secteur bancaire. Le moratoire sur les emprunts hypothécaires, en vigueur depuis juillet dernier, aura un impact négatif sur les bilans bancaires. Selon les autorités, le coût pour les banques est estimé à 20 milliards de zlotys, soit 4,2 milliards d'euros, si l'ensemble des ménages décidaient d'actionner cette option.

Le moratoire permet aux ménages de suspendre leurs remboursements de crédits contractés en zlotys pendant quatre échéances en 2022 et quatre autres en 2023. Cette mesure n'étant pas conditionnée aux revenus des ménages, elle pourrait être très largement suivie d'autant plus que la quasi-totalité des crédits hypothécaires est contractée à taux variable. Le resserrement de la politique monétaire depuis 2021, par le biais de hausses du taux directeur, s'est de fait répercuté sur le coût du crédit hypothécaire.

Le système bancaire devrait pouvoir faire face à cette mesure. Ses ratios prudentiels sont solides. Par exemple, le ratio de solvabilité de l'ensemble du système bancaire s'élevait à 15,6% au T1 2022, ce qui est largement supérieur au seuil requis. Le ratio de créances douteuses reste très faible, à 2,8% au T1 2022.

## VERS UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MOINS RESTRICTIVE

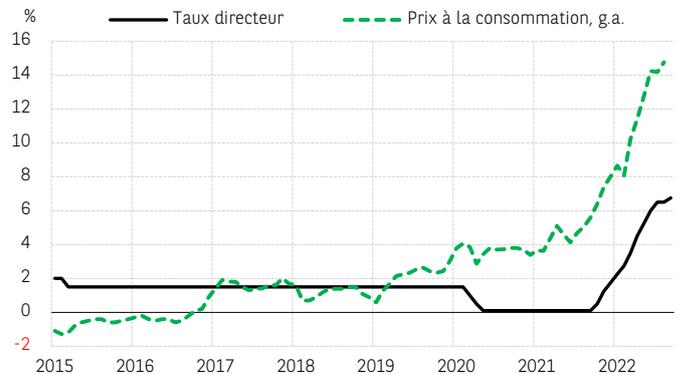
L'inflation a continué d'accélérer. Elle a atteint 14,8% en g.a. en août, dépassant ainsi très largement la cible d'inflation de 2,5% de la Banque centrale. Depuis fin 2021, elle est essentiellement portée à la hausse par l'alimentation, les loyers et la facture énergétique. Quant à l'inflation hors alimentation et énergie, elle a fortement augmenté depuis fin 2021 et s'élevait à 10,7% en g.a. en août, tirée par la forte progression des salaires (+13,8% en g.a. en moyenne sur les trois derniers mois). À court terme, les pressions inflationnistes resteront élevées.

Malgré les pressions inflationnistes, la Banque centrale a ralenti son rythme de resserrement monétaire depuis juillet. La hausse a été de 25 points de base (pb) à 6,75% en septembre, après 50 pb en juillet, 75 pb en juin et 100 pb en avril. Ces actions s'inscrivent dans la lignée des communications récentes de la Banque centrale sur les risques pour la croissance. Pourtant, elle dispose d'une marge de manœuvre encore importante à en juger par le taux d'intérêt réel qui reste largement négatif.

## RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE FACE AUX CHOCS

En dépit du ralentissement attendu dans les prochains mois, l'économie polonaise pourrait progresser de 3,5% en moyenne en 2022 grâce aux effets d'acquis importants en 2021 et au T1 2022. En 2023, un ralentissement plus marqué est attendu mais la Pologne devrait tout

### POLOGNE : TAUX DIRECTEUR ET INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, NBP, BNP PARIBAS

de même se démarquer des autres pays d'Europe centrale grâce à une meilleure performance économique. Cette résilience s'explique par plusieurs facteurs.

En premier lieu, les autorités ont mis en place plusieurs séries de mesures de soutien depuis fin 2021 pour faire face aux risques inflationnistes. Elles représentent environ 3 à 4% du PIB en 2022 et ont pris la forme de baisses du taux d'imposition sur les revenus, du taux de TVA sur certains produits alimentaires et énergétiques et de droits d'accise. Les ménages ont aussi bénéficié de transferts directs pour soutenir leur pouvoir d'achat. Récemment, un montant de 3000 zlotys (640 euros) a été alloué à ceux qui dépendent du charbon pour se chauffer. En septembre, les autorités ont également annoncé un gel sur le tarif de l'électricité pour les ménages en 2023.

En deuxième lieu, la Pologne est une économie relativement moins exposée à la détérioration de l'environnement international que ses voisins. Les exportations représentent ainsi 50% du PIB, contre 90% et 80% respectivement en Slovaquie et en République tchèque.

Enfin, les déficits jumeaux (budgétaire et courant) n'inquiètent plus. Le financement du déficit courant ne pose pas de problème majeur. Les flux d'IDE couvriront sans doute une bonne partie de l'écart en 2022 et en 2023. Les indicateurs de liquidité et de solvabilité externes sont solides. Le ratio du service de la dette rapporté aux exportations de biens et services est modéré à 17% en 2021. La dette externe est également mesurée à 56,5% du PIB.

Les comptes publics sont également solides. Les nombreuses mesures de soutien mises en place cette année sont estimées à environ 3 à 4% du PIB et le déficit public atteindrait 5% du PIB en 2022. Les recettes restent soutenues en 2022, presque comparables à celles de l'an dernier sur les sept premiers mois de l'année. En outre, la taxation des superprofits annoncée récemment viendra aussi en appui si cette mesure est mise en œuvre rapidement. Par ailleurs, la proportion de la dette du gouvernement en devises étrangères est modérée. L'augmentation du coût de financement sur les marchés obligataires reste gérable avec un ratio très faible de la charge d'intérêt rapporté aux recettes fiscales.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

[cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)

## SLOVAQUIE

13

## DÉPENDANCE ÉNERGÉTIQUE

Au deuxième trimestre 2022, tous les moteurs de la croissance ont ralenti. Très exposée à la Russie pour son approvisionnement en gaz et en pétrole, la Slovaquie pourrait être parmi les pays d'Europe centrale les plus affectés par les répercussions de la guerre en Ukraine. L'envolée des coûts énergétiques ainsi que les difficultés d'approvisionnement pèseront sur l'activité industrielle, qui n'a pas encore retrouvé son niveau pré-Covid. Par ailleurs, l'inflation a accéléré mais reste plus modérée que dans les autres pays de la région. Enfin, les comptes publics et externes vont se dégrader à court terme mais cette situation reste gérable.

Le choc de l'épidémie de Covid-19 a fait reculer le PIB de la Slovaquie de 4,4% en 2020. Par ailleurs, le rebond de l'activité de 3% en 2021 n'a pas encore permis à l'économie de retrouver son niveau d'avant-crise. Ce rattrapage ne se fera pas avant 2023 au regard des perspectives de croissance amoindries pour les deux prochaines années.

## LA CROISSANCE RALENTIT

Au T2 2022, l'activité économique s'est affaiblie, avec une croissance du PIB à 1,8% en glissement annuel (g.a.) en comparaison de 3,1% en g.a. au premier trimestre. La croissance a été tirée vers le bas par les exportations nettes et par la consommation du gouvernement, dont la contribution, de -0,3 et -1,3 point respectivement, a été négative. Les exportations ont pâti des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie, notamment dans le secteur électronique. La contribution de l'investissement à la croissance a été quasi-nulle. La progression de la consommation - le principal moteur de la croissance - a ralenti. Les ménages ont puisé dans leur épargne pour maintenir, en partie, leur pouvoir d'achat. Le gel partiel du tarif de l'électricité pour les ménages depuis le début de l'année a aussi aidé.

Le ralentissement de l'investissement reflète la dégradation du climat des affaires. Les incertitudes liées à la guerre en Ukraine, la compression des marges découlant de la flambée des coûts de production et les difficultés de recrutement ont sans doute conduit à un report des projets d'investissement.

Du côté des indicateurs conjoncturels, les ventes au détail peinent à dépasser le niveau pré-Covid. Elles ont ralenti ces derniers mois pour atteindre +1,2% en g.a. en juillet après +1,5% en juin et +7,8% en mai. Autre fait marquant, les immatriculations de nouveaux véhicules continuent d'enregistrer de très fortes baisses (-20,3% en g.a. en juillet, -29,5% en juin et -15,9% en mai). Le ralentissement de la demande intérieure devrait se poursuivre à court terme.

## FORTE DÉPENDANCE VIS-À-VIS DU GAZ ET DU PÉTROLE RUSSES

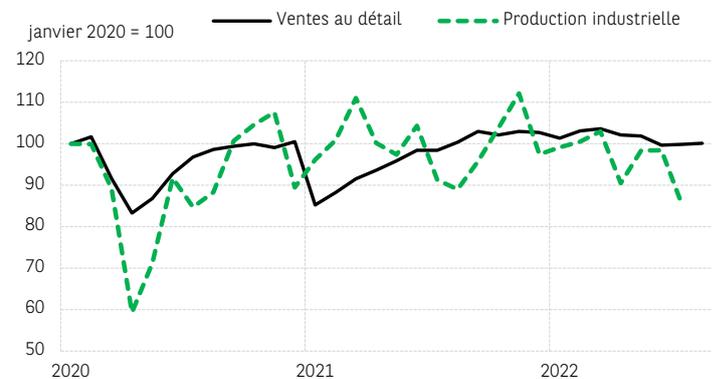
Parmi les pays d'Europe centrale, la Slovaquie, la République tchèque et la Hongrie font partie des économies les plus fragilisées par les conséquences du conflit en Ukraine en raison de leur dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie. Ainsi, l'économie slovaque devrait être davantage pénalisée que la Pologne ou la Roumanie à court terme. Cette fragilité s'explique par la forte exposition du pays vis-à-vis de la Russie pour son approvisionnement en gaz et en pétrole : 85% des importations de gaz et 100% des importations de pétrole. La réduction des livraisons de gaz via le gazoduc Nordstream 1, puis son arrêt depuis septembre renforcent cette vulnérabilité. Le gouvernement slovaque a cherché à diversifier les sources d'approvisionnement de gaz depuis le début de la guerre en Ukraine. Des accords ont été signés avec la Norvège et les États-Unis pour fournir du gaz naturel liquéfié. De même,

	PRÉVISIONS				
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,6	-4,4	3,0	1,0	0,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,6	1,9	3,2	11,6	7,3
Solde budgétaire, % du PIB	-1,3	-5,5	-6,2	-5,5	-3,6
Dette publique, % du PIB	48,1	59,7	63,1	61,5	60,7
Solde courant, % du PIB	-3,4	0,4	-2,0	-5,5	-6,0
Dette externe, % du PIB	112,2	120,5	137,0	130,5	129,8
Réserves de change, mds EUR	6,4	7,7	8,5	9,9	10,2
Réserves de change, en mois d'imports	1,0	1,3	1,2	1,2	1,1

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## SLOVAQUIE : PRODUCTION INDUSTRIELLE ET VENTES AU DÉTAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BUREAU DES STATISTIQUES DE SLOVAQUIE, EUROSTAT, BNP PARIBAS

un nouveau gazoduc reliant la Pologne et la Slovaquie est entré en service fin août. Grâce à ce gazoduc, la Slovaquie pourra s'approvisionner depuis la Norvège ou la mer Baltique. Le stock de gaz atteignait 87% de ses capacités maximales fin septembre. Par ailleurs, la Slovaquie, tout comme la Hongrie et la République tchèque, a obtenu une dérogation de l'Union européenne pour continuer à importer du pétrole russe jusqu'à fin 2023.

Même si ces efforts apportent un certain répit, l'industrie est pénalisée. La production industrielle a baissé de 6,4% en g.a. en juillet, contre -4,8% en moyenne sur les trois derniers mois. Elle reste encore très loin du niveau pré-Covid. Les derniers chiffres confirment que l'ensemble



des secteurs est touché, notamment l'alimentation, l'électronique, les équipements de transport et les machines. En première ligne, les industries énergivores voient leur facture énergétique s'envoler. Face à cette situation, certaines usines d'aluminium ont temporairement été mises à l'arrêt.

Le pays est aussi très dépendant du secteur automobile qui représente 48% de la production industrielle. Les difficultés d'approvisionnement avaient particulièrement touché ce secteur en 2021. La guerre en Ukraine devrait accentuer le choc d'offre cette année. De même, l'augmentation des coûts de production ainsi que le renchérissement de la facture énergétique vont aussi affecter ce secteur. Pour soutenir l'industrie, les autorités ont annoncé début septembre qu'elles envisageaient d'étendre le gel des tarifs de l'électricité et du gaz aux industriels.

## LE PIC D'INFLATION N'EST PAS ENCORE ATTEINT

La progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) continue d'accélérer pour atteindre 13,6% en septembre après 13,4% en glissement annuel en août et 12,8% en juillet. Elle est supérieure à la moyenne de la zone euro (+9,1% en août) mais nettement inférieure que dans les pays voisins. En Hongrie et en République tchèque, l'IPCH a progressé respectivement de 18,6% et de 17,1% en août. Cette différence régionale s'explique en partie par une progression des salaires plus importante dans ces pays. Elle a été de 13,5% en g.a. en moyenne au deuxième trimestre en Pologne et de 15,2% en Hongrie contre 7,4% en Slovaquie.

Selon les derniers chiffres disponibles l'inflation est essentiellement portée par les postes « alimentation » et « transport ». Les prix des biens alimentaires ont augmenté de 21% en g.a. en août et ont contribué à hauteur de 4,8 points à l'inflation de l'IPCH. L'envolée des coûts énergétiques continuera à alimenter les coûts de production des biens alimentaires. Par ailleurs, les arrêts temporaires de production dans les usines d'engrais en Pologne pourraient aussi avoir un impact sur le prix des biens agricoles. Enfin, la contribution du poste « transport » a été de 1,3 point.

L'inflation sous-jacente, en forte augmentation aussi (+9,0 % en g.a. en septembre), est la conséquence de l'augmentation des salaires, des coûts de production et des contraintes d'approvisionnement.

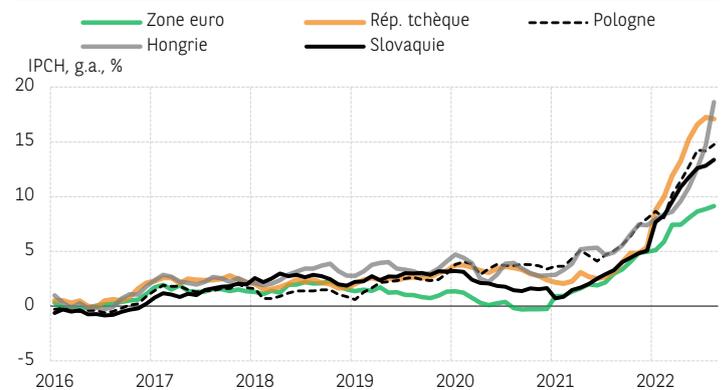
Pour contenir l'inflation, les autorités avaient décidé en février un gel partiel des tarifs de l'électricité pour les ménages jusqu'en 2024. L'inflation pourrait atteindre un pic en fin d'année ou début 2023.

En matière de politique monétaire, la Banque centrale européenne a relevé son taux directeur de 125 points de base depuis juin. Dans les pays voisins, l'ampleur du resserrement monétaire a été plus importante, notamment en Hongrie, avec un cumul de +1 240 points de base depuis mai 2021.

## DÉGRADATION DU SOLDE COURANT ET DES COMPTES PUBLICS

Le solde courant s'est nettement détérioré au cours des sept premiers mois de l'année, à -EUR 4,1 mds contre -EUR 0,3 md sur la même période l'an dernier et -EUR 1,9 md sur l'ensemble de l'année 2021 (-2% du PIB en 2021). En 2022 et 2023, ce déficit se creuserait davantage à 5,5% du PIB et 6,0% respectivement. La balance commerciale, structurellement excédentaire depuis des années, pourrait enregistrer un déficit en 2022, principalement en raison de l'alourdissement de la

### SLOVAQUIE : TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

facture énergétique. Sur les sept premiers mois de l'année, le déficit commercial est de -EUR 2,8 mds. Le financement du déficit ne devrait pas poser de problème majeur. Il sera en partie financé par les flux d'investissements directs étrangers (EUR 2,1 mds depuis janvier 2022) et les fonds européens dans le cadre du plan de résilience.

Du côté des comptes publics, le déficit budgétaire devrait rester élevé, à 5,5% du PIB en 2022, selon nos estimations. Les mesures de soutien pour contenir les risques inflationnistes sont estimées à 1% du PIB cette année. Elles ont pris la forme de subventions (100 euros par enfant) et d'allègements fiscaux pour les familles avec enfants. Concernant les pensions, le paiement du treizième mois serait avancé pour soutenir les retraités. Un gel des prix de l'électricité et du gaz à l'échelle nationale est aussi envisagé. L'assouplissement budgétaire va sans doute se poursuivre l'an prochain comme dans la plupart des pays d'Europe centrale. Le processus de consolidation budgétaire reprendrait après 2023 pour revenir graduellement au niveau de la dette publique d'avant la crise de la Covid-19. La dette publique a légèrement dépassé le seuil de 60% du PIB en 2021 à 63,1% et devrait rester au-dessus de 60% en 2022.

**Cynthia KALASOPATAN ANTOINE**

[cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)

## BRÉSIL

15

## EN DÉCALAGE

L'accélération de la croissance, le ralentissement de l'inflation, la baisse du chômage et l'interruption du cycle de resserrement monétaire distinguent le Brésil de la plupart des grandes économies. Ces évolutions, largement imputables à l'action de la politique budgétaire (hausse des transferts, réduction des taxes et du prix des carburants), compliquent la tâche des autorités monétaires car elles compensent l'effet restrictif de leur politique. Au second semestre 2022, la relance budgétaire devrait limiter le ralentissement attendu de l'activité. Les bonnes performances économiques ont permis aux actifs financiers brésiliens de résister malgré la tenue des élections générales et un contexte mondial dégradé.

## ÉLECTIONS GÉNÉRALES : QUELQUES SURPRISES

Les élections générales du 3 octobre 2022 ont livré plusieurs surprises : i/ aucun candidat n'est parvenu à obtenir la majorité absolue aux élections présidentielles (un deuxième tour aura lieu le 30 octobre), ii/ les écarts entre les deux principaux candidats – Luiz Inacio Lula da Silva et Jair Bolsonaro (48% contre 43% des suffrages respectivement) – sont beaucoup plus faibles qu'anticipé par les sondages. Depuis le retour de la démocratie, le candidat en tête à l'issue du premier tour a toujours remporté le scrutin présidentiel. Enfin, iii/ les coalitions de droite et du centre – alliées de Bolsonaro – auront davantage de pouvoir au Sénat et au Parlement qu'au cours du dernier mandat.

## RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La croissance a largement défié les attentes au premier semestre. Après une hausse de 1% (t/t) au T1, le PIB réel a progressé de 1,2% (t/t) au T2 2022 (3,3% en glissement annuel), marquant un troisième trimestre consécutif de forte hausse. L'activité a été marquée par le rebond de l'investissement et la forte progression des dépenses de consommation. Ces dernières ont été alimentées par l'expansion du revenu disponible des ménages, produit en grande partie des mesures de relance du gouvernement<sup>1</sup>. La baisse de l'épargne « Covid », la hausse de l'endettement des ménages et la bonne performance du marché du travail ont aussi soutenu la demande. Du côté de l'offre, la production agricole et de minerai de fer s'est redressée (la sécheresse en 2021 avait entraîné de faibles récoltes de soja en début d'année, tandis que d'importantes pluies avaient limité les activités d'extraction au T1). La construction a progressé de près de 9% au S1 (en g.a.) atteignant un niveau d'activité près de 11% supérieur à celui du T4 2019. Les services demeurent toutefois le principal moteur de la croissance.

Le deuxième semestre devrait aussi être meilleur que préalablement anticipé – l'économie profitant des mesures mises en place par le gouvernement en juin pour préserver le pouvoir d'achat des ménages (réductions temporaires des prix de l'énergie et d'autres prix réglementés, hausse de 50% des transferts aux ménages les plus pauvres, dans le cadre d'*Auxilio Brasil*, et transferts aux chauffeurs de camions et de taxis). Ces mesures et la baisse du chômage – qui a atteint son plus bas niveau en août depuis le T3 2015 – ont entraîné un rebond de la confiance des ménages et des entreprises en août et septembre. La production dans le secteur manufacturier devrait aussi bénéficier de la baisse récente des coûts des intrants – laquelle incite les entreprises à reconstituer leurs stocks malgré la modération anticipée de la demande. À noter que les craintes de ruptures d'approvisionnement en engrais, en raison de la guerre en Ukraine, sont retombées – le pays étant parvenu à tripler ses achats au cours de l'année.

<sup>1</sup> En prenant en compte les primes salariales (toutes versées de janvier à mars), les autorisations de prélèvements sur les comptes FGTS, les versements anticipés a) du « 13<sup>e</sup> salaire » aux bénéficiaires de l'INSS et b) des prestations de retraite aux retraités, au total de près de BRL 110 mds ont été injectés dans l'économie d'après GSP.

## PRÉVISIONS

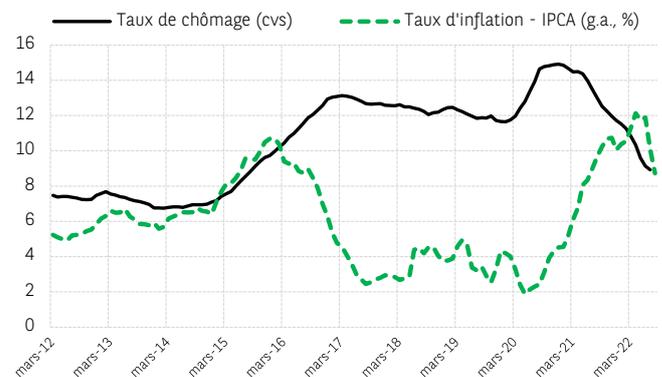
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1,2	-3,9	4,6	3,0	0,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,7	3,2	8,3	9,4	5,4
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-13,2	-4,4	-8,4	-9,5
Dette publique, % du PIB	74	88	82	81	86
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,7	-1,8	0,4	-0,8
Dette externe, % du PIB	36	44	42	39	40
Réserves de change, mds USD	357	356	362	340	350
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	15	12	13

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## BRÉSIL : CHÔMAGE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, GSP, BNP PARIBAS

Pour autant, des signes de décélération apparaissent dans certains secteurs. Les données d'enquête dans la construction commencent à montrer des signes d'essoufflement. Les filières agricoles et bovines sont aussi plus durement affectées par le ralentissement du commerce mondial, la détente du prix de certaines matières premières (soja, minerai de fer) ainsi que la modération de l'activité en Chine (qui, depuis le début de l'année, a absorbé près de 30% des exportations). Les situations difficiles en Argentine et au Chili pèsent aussi sur les volumes d'exportations de produits manufacturés, en baisse depuis mai.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

Au S2, la décélération du crédit devrait ralentir la demande intérieure tandis que le ralentissement des exportations et la hausse des volumes d'importations devraient se traduire par une contribution négative du commerce extérieur à la croissance. En 2023, la progression du PIB devrait être à peu près égale à l'acquis de croissance hérité de 2022 (environ 0,5%).

## DÉSINFLATION ET INTERRUPTION DU RESSERREMENT MONÉTAIRE

L'inflation ralentit fortement depuis l'été (8,7% en g.a. en août contre 12,13% en avril). Cette baisse n'est toutefois pas généralisée (l'inflation dans les services reste élevée). La désinflation est surtout le produit des réductions de taxes notamment sur l'électricité et l'essence. L'atténuation des goulots d'étranglements dans les chaînes d'approvisionnement participe aussi au mouvement de décélération.

La Banque centrale – dont la politique monétaire est restrictive depuis le T4 2021 (+1175 points de base de hausse cumulée) – a maintenu son taux directeur inchangé en septembre, à 13,75%, pour la première fois depuis le début du cycle de resserrement monétaire en mars 2021. La prise en compte du processus de désinflation, la volonté de lisser les fluctuations du cycle économique et de favoriser l'emploi ont pesé sur la décision des autorités. Les incertitudes concernant l'évolution du scénario budgétaire limitent le degré de liberté des autorités monétaires. Celles-ci doivent internaliser la refonte probable du cadre budgétaire, le coût budgétaire de la désinflation, la hausse du coût réel de la dette, une probable réforme fiscale et la hausse des pressions (sociales) sur les dépenses publiques (les deux candidats ont déjà déclaré qu'ils maintiendraient les transferts de BRL 600/mois dans le cadre d'*Auxilio Brasil* tandis que Lula souhaiterait aussi rehausser le salaire minimum<sup>2</sup>). Autre préoccupation des autorités, les pressions inflationnistes dans les services pourraient mettre du temps à se dissiper, le taux de chômage observé se rapprochant de plus en plus du taux de chômage structurel mesuré par le NAIRU<sup>3</sup>.

Conséquence de la remontée des taux d'intérêt, on observe depuis quelques mois une augmentation des impayés de la part des ménages et des difficultés de financement des entreprises sur le marché local. Les entreprises ont, de fait, réduit leurs émissions de dette en monnaie locale et rencontrent plus de difficultés à se financer sur le marché bancaire<sup>4</sup>. Les taux de rendement de leurs projets sont en effet devenus très inférieurs au coût de financement, surtout en termes réels.

Les entreprises se tournent donc vers des lignes de financement moins coûteuses : montages *offshore* (*swaps* EUR-BRL), prêts inter-entreprises ou recours aux marchés internationaux (notamment les émissions d'obligations « durables » qui ont vu leur notional tripler en 2020-2021 par rapport à la période 2015-19, pour atteindre plus USD 20 mds). Au cours des derniers mois, les autorités ont déployé de nouvelles mesures pour attirer les investisseurs étrangers et réduire les coûts de financement des entreprises locales : exonération d'impôts sur les gains réalisés sur la dette *corporate*<sup>5</sup>, simplification des procédures pour émettre de la dette, élargissement des garanties de crédit, facilitation du processus de transformation de la dette en titres négociables).

<sup>2</sup> D'après le Trésor national, une hausse de salaire de BRL 100 augmenterait les dépenses fédérales de BRL 34 mds (0,3% du PIB).

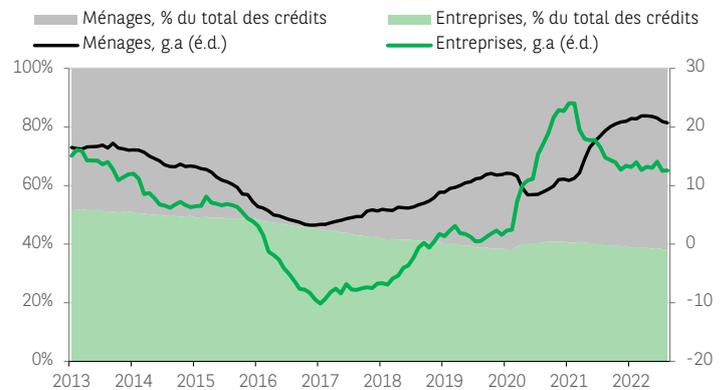
<sup>3</sup> Non-accelerating inflation rate of unemployment. Une baisse du taux de chômage observé en dessous du NAIRU comporte un risque inflationniste plus élevé.

<sup>4</sup> Cela est moins vrai pour les petites entreprises qui continuent à bénéficier du Programme national de soutien aux microentreprises (PRONAMPE) et du Programme d'urgence d'accès au crédit (PEAC).

<sup>5</sup> Les étrangers payaient une taxe de 15% sur les plus-values des titres de dette *corporate* (ils sont exonérés sur les gains en Bourse et ceux sur la dette publique).

<sup>6</sup> 85% de son *mix* énergétique provient d'énergie renouvelable, soit la proportion la plus élevée au sein du G20.

### BRÉSIL : TAUX DE CROISSANCE NOMINAL DU CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BCB, BNP PARIBAS

## RÉSISTANCE DES ACTIFS ET DES MARCHÉS COMPLAISANTS

Les actifs brésiliens ont bien résisté depuis le début de l'année malgré le contexte électoral, la hausse de l'aversion au risque des investisseurs au niveau mondial et la remontée du dollar US. Le real exhibe une des meilleures performances contre le dollar cette année (+8% fin septembre), alors qu'il avait perdu environ 20% contre le dollar en amont des élections en 2018. En dollar, la Bourse surperforme ses paires régionales à l'exception de l'Argentine.

De nombreux éléments peuvent expliquer ces performances : une croissance qui surprend à la hausse, la baisse du chômage et de l'inflation, la hausse des rendements réels, et l'attractivité des valeurs boursières qui se négocient avec une forte décote par rapport à leur moyenne historique. Sur le plan budgétaire, le Brésil devrait dégager cette année son premier excédent primaire depuis 2013 (aidé par d'importants versements de dividendes de la part de Petrobras et la privatisation d'Electrobras). La vulnérabilité externe du pays reste faible : le déficit courant est plus que trois fois couvert par les investissements directs étrangers, la dette externe est modérée et la liquidité extérieure abondante. L'indépendance énergétique élevée du Brésil est aussi un point positif<sup>6</sup>. Enfin, l'officialisation de l'indépendance de la Banque centrale (enterinée en 2021), le renforcement des coalitions de centre et de droite au Congrès ainsi que le ralliement aux côtés de Lula de Henrique Meirelles – ancien gouverneur de la Banque centrale, architecte de la principale règle budgétaire et pressenti pour le poste de ministre de l'Économie si Lula était élu – ont contribué à rassurer les marchés, qui s'inquiètent de la mise en place de politiques économiques hétérodoxes si la présidence changeait.

Salim HAMDAD

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



## MEXIQUE

17

## PRUDENCE

Le dynamisme observé au premier semestre 2022 s'essouffle. Le rebond de la consommation privée est freiné par la hausse des pressions inflationnistes, tandis que les exportations marquent le pas sous l'effet du ralentissement de la croissance aux États-Unis et de la demande mondiale. Les fragilités structurelles de l'économie (faiblesse de l'investissement, manque d'infrastructures) limitent également le rebond de croissance. Par ailleurs, un dérapage des finances publiques s'avère de plus en plus probable à moyen terme. La hausse très limitée des revenus ne suffira pas à compenser la nécessaire augmentation des dépenses publiques dans les années à venir. En outre, les fonds souverains ont été utilisés au cours des deux dernières années, et le gouvernement ne dispose plus de réserves.

## FAIBLE DYNAMIQUE DE CROISSANCE

Les perspectives restent mitigées pour l'économie mexicaine. Après une performance relativement solide au premier semestre 2022 (le PIB a progressé de 1,8% et 2,0% en g.a. respectivement aux T1 et T2), la croissance devrait ralentir au cours des prochains trimestres. D'une part, on s'attend à une baisse significative des exportations, reflet de la faible croissance attendue aux États-Unis en particulier, et du ralentissement de la demande mondiale en général. Les exportations nettes devraient contribuer négativement à la croissance au cours des deux prochains trimestres. Le ralentissement des exportations devrait également se traduire par le creusement du déficit courant.

D'autre part, les fortes pressions inflationnistes et le resserrement monétaire pèsent sur le dynamisme de la demande intérieure. Le taux d'inflation a augmenté depuis le début de l'année 2022, pour atteindre 8,7% en g.a. en août. Toutes les composantes de l'inflation sont orientées à la hausse, et l'inflation restera élevée au cours des prochains mois. Le 29 septembre dernier, la Banque centrale du Mexique a augmenté son principal taux directeur de 75 points de base pour la troisième fois consécutive (et pour la onzième fois depuis le début du cycle de resserrement en juin 2021), le portant à 9,25% (soit un total de 525 points de base). D'après les projections de la Banque centrale, le taux d'inflation pourrait ne converger vers sa cible (entre 2 et 4%) qu'au dernier trimestre 2024. Un communiqué de presse laisse également entendre que de nouvelles hausses de taux seront annoncées à court terme.

Enfin, le choix du gouvernement de maintenir sa politique d'austérité au cours de la crise sanitaire et économique en 2020 et 2021 (les mesures de soutien ont représenté à peine plus de 1% du PIB, parmi les plus faibles des économies émergentes) a exacerbé les fragilités structurelles de l'économie mexicaine (faible productivité, manque d'infrastructures, baisse tendancielle du taux d'investissement). Celles-ci vont continuer de pénaliser la croissance à court terme. En outre, la qualité du marché du travail s'est détériorée depuis le début de la crise (hausse des emplois informels, baisse du taux de participation des femmes).

La baisse du taux d'investissement et la perte de confiance des investisseurs, étrangers et mexicains, ont par ailleurs été accentuées par plusieurs initiatives gouvernementales proposées au cours des deux dernières années (en particulier le projet de réforme du secteur de l'énergie, et l'annulation du projet de construction du nouvel aéroport de Mexico).

## PRÉVISIONS

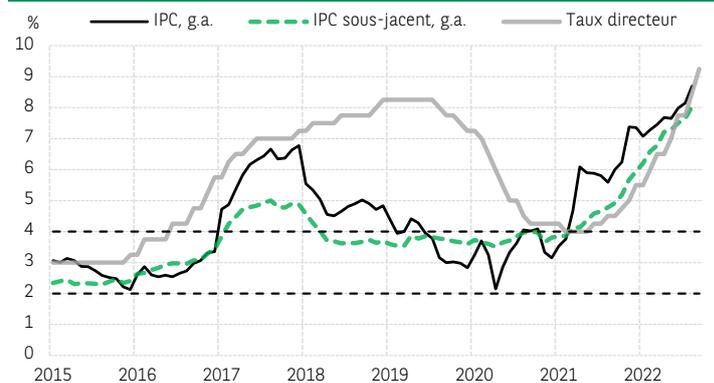
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0,1	-8,1	4,8	1,8	1,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,7	3,4	5,7	7,9	5,9
Solde budgétaire, % du PIB	-1,7	-2,8	-2,9	-4,1	-3,9
Dette publique, % du PIB	46,4	53,1	51,3	50,1	49,8
Solde courant, % du PIB	-0,2	2,4	-0,4	-0,8	-0,9
Dette externe, % du PIB	36,6	42,6	34,6	37,6	38,1
Réserves de change, mds USD	180	195	202	200	198
Réserves de change, en mois d'imports	3,5	5,3	5,1	4,8	4,4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## MEXIQUE : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Au total, le niveau d'activité à la fin du T2 restait inférieur de près de 2% au niveau du T4 2019. Il semble à présent que celui-ci ne sera pas atteint avant la fin de l'année 2023. Outre le niveau du PIB, la dynamique de croissance semble également durablement affectée. D'après l'agence de notation Moody's, la faiblesse de l'investissement, le manque d'infrastructures et le niveau élevé de pauvreté ne permettront pas une croissance du PIB supérieure à 2% au cours des cinq prochaines années (la croissance potentielle estimée par le FMI en décembre 2019 dépassait les 2,5%).



## RISQUE DE DÉRAPAGE DES FINANCES PUBLIQUES

Le 8 septembre dernier, le gouvernement mexicain a présenté son projet de loi de finances pour l'année 2023. Comme c'est le cas depuis le début du mandat (2018), le gouvernement entend appliquer la politique d'austérité à laquelle il s'était engagé dans son programme de campagne. L'objectif semble avoir été atteint : le déficit et la dette publics sont restés globalement stables depuis 2018, respectivement autour de 3% et 50% du PIB, y compris en 2020 et 2021.

Les hypothèses retenues dans la proposition de budget 2023 sont optimistes : le document retient une croissance du PIB de 3%, un taux d'inflation de 3,2% en moyenne sur l'année et une production pétrolière supérieure à 1,8 milliards de barils par jour (soit une augmentation de près de 12% par rapport à la production journalière moyenne des 12 derniers mois). La priorité des dépenses publiques est de nouveau donnée aux projets d'infrastructures choisis par le président (la raffinerie Dos Bocas, le train Maya), au détriment de dépenses destinées aux ménages les plus vulnérables.

Le gouvernement devrait néanmoins parvenir à maintenir ses objectifs budgétaires jusqu'à la fin du mandat, en 2024, en partie grâce à une hypothèse du prix du pétrole plutôt conservatrice (69 USD par baril en moyenne en 2023).

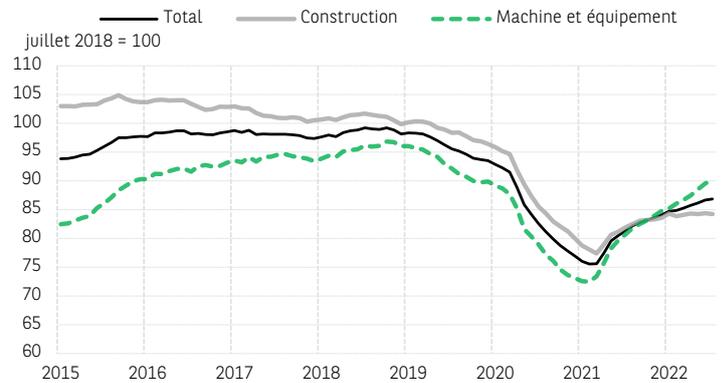
À moyen terme, en revanche, un dérapage des finances publiques paraît de plus en plus probable. Les perspectives d'amélioration des revenus sont en effet limitées, en ligne avec la croissance économique peu dynamique attendue. En outre, la vaste réforme fiscale envisagée par le gouvernement en 2021 n'a pas pu être mise en place.

La solidité des finances publiques s'est en réalité déjà lentement dégradée au cours des cinq dernières années. Les messages du gouvernement sur sa politique ont été contradictoires et ses objectifs difficilement réalisables, avec par exemple l'engagement à maintenir l'équilibre budgétaire tout en augmentant significativement les dépenses et transferts sociaux, sans véritable hausse des revenus.

Depuis 2018, le gouvernement a progressivement utilisé tous les fonds souverains et les réserves budgétaires dont il disposait pour maintenir un déficit public relativement faible en dépit de dépenses de plus en plus élevées. En particulier, le fonds de stabilisation des recettes budgétaires (FEIP), dont les actifs représentaient environ 1% du PIB fin 2018, a été vidé en 2020. Le gouvernement ne dispose donc plus de réserves budgétaires qui le protégeraient contre d'éventuels chocs.

Les politiques mises en place depuis 2018 ont également occasionné une rigidité accrue de la dépense publique. Dans le cadre de sa politique énergétique notamment, le gouvernement a de nombreuses fois, et de manière récurrente, soutenu l'entreprise nationale pétrolière Pemex. Les transferts, injections en capital et aides à l'investissement ont représenté près de 1,5% du PIB en 2021. Au cours des prochaines années, le soutien à Pemex devrait continuer, et atteindre près de 1,5% du PIB chaque année, selon des estimations réalisées par l'agence de notation Moody's. Dans le même temps, le gouvernement a réduit la taxe de participation aux bénéfices de Pemex à 40% contre 54% en 2022, et a inclus dans ses propres comptes certaines dépenses liées à Pemex (comme les coûts de construction de la raffinerie de Dos Bocas).

### MEXIQUE : INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Les transferts ont également augmenté en proportion des dépenses totales (notamment en raison d'une hausse des pensions de retraite), de 20% en 2018 à 22% en 2021 ainsi qu'en part du PIB de 3,8% en 2018 à 4,4% en 2021. La subvention destinée aux personnes âgées les plus vulnérables, dont le montant a augmenté de 50% depuis le début du mandat, devrait également croître dans les années à venir, en ligne avec le vieillissement de la population.

Enfin, la charge des intérêts de la dette, qui est restée relativement stable, autour de 12% des dépenses budgétaires totales depuis le début du mandat, devrait augmenter dans les prochains mois.

**Hélène DROUOT**

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

## TENSIONS PERSISTANTES SUR LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les comptes extérieurs égyptiens sont sous pression depuis le début de l'année et les perspectives sont incertaines. Si le compte courant a bien résisté aux chocs externes grâce à la hausse des revenus gaziers, seul le soutien massif des pays du Golfe a permis de faire face aux sorties d'investissements de portefeuille et d'éviter une crise de change. La dynamique reste négative à court terme compte tenu de la baisse des actifs en devises du système bancaire et des pressions persistantes sur le change, malgré la dépréciation de plus de 20% depuis le début de l'année. À court terme, l'économie égyptienne pourra compter sur le soutien du FMI et des pays du Golfe, ainsi que sur des perspectives gazières favorables, mais à moyen terme les besoins de financement extérieurs sont élevés, et en hausse, et la dépendance aux flux de capitaux volatils demeure importante.

Malgré l'amélioration des comptes courants, l'économie égyptienne doit faire face à une dégradation accélérée de sa liquidité en devises en raison des faiblesses structurelles de sa balance des paiements et des chocs extérieurs. La liquidité en devises de l'ensemble du système bancaire se contracte depuis le début de l'année, et les pressions sur le taux de change sont significatives.

### RÉDUCTION DU DÉFICIT COURANT MALGRÉ LES CHOCS EXTERNES

Au cours de l'année budgétaire 2022 (close fin juin), le déficit courant s'est réduit de 10% pour atteindre 3,7% du PIB, et ce malgré les conséquences de la guerre en Ukraine (hausse des prix des matières premières agricoles et tarissement des flux de touristes provenant de Russie et d'Ukraine au cours du dernier trimestre). Le déficit commercial ne s'est que très légèrement détérioré (+USD 1,3 md) et atteint désormais USD 43,5 mds. Cette performance est principalement due à l'important excédent du compte d'hydrocarbures (USD 4,4 mds, le plus élevé depuis 2010) qui a bénéficié de la hausse de la demande européenne de gaz naturel et de la forte augmentation des prix du gaz sur les marchés internationaux. Concernant les importations hors hydrocarbures, elles ont progressé relativement modérément (+16%) compte tenu de la hausse des prix et de la dépréciation de 15% de la livre égyptienne en mars 2022. La mise en place de contraintes réglementaires aux importations a vraisemblablement freiné leur progression.

Le doublement de l'excédent de la balance des services (hausse de 120% des recettes touristiques et de 7,5% des revenus du canal de Suez) et le maintien de larges transferts des Égyptiens expatriés ont permis de réduire le déficit du compte courant.

### LES CAPITAUX DU GOLFE ONT PERMIS D'ÉVITER LA CRISE DE CHANGE

Pourtant, le besoin de financement extérieur égyptien reste significatif. La somme du déficit courant et de l'amortissement de la dette extérieure s'élevait à USD 28 mds (6,3% du PIB) en 2022. Son mode de financement, qui dépend largement de flux de capitaux volatils, demeure la principale source de vulnérabilité de l'économie égyptienne. La guerre en Ukraine et ses conséquences sur les marchés financiers ont déclenché une sortie massive de capitaux du marché égyptien (USD 21 mds) et une forte hausse de la prime de risque souveraine en devises (supérieure à 800 points de base depuis avril 2022). Cela a fermé, du moins temporairement, le marché obligataire en devise, et c'est grâce au soutien financier des pays du Golfe qu'une crise de la balance

#### PRÉVISIONS

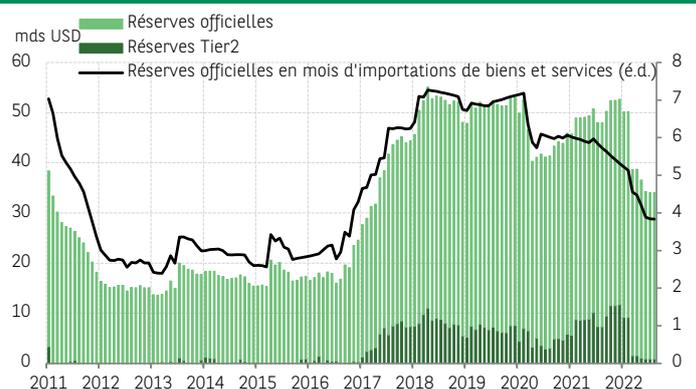
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	5,6	3,5	3,3	5,4	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	11,0	10,2	7,2	8,5	14,5
Solde budgétaire, % du PIB	-8,0	-8,0	-7,4	-7,0	-7,0
Dette du gouv. central, % du PIB	84	90	91	89	90
Solde courant, % du PIB	-3,6	-3,1	-4,7	-3,7	-3,4
Dette externe, % du PIB	36	34	35	34	38
Réserves de change (or exclu), mds USD	42	34	36	33	35
Réserves de change, en mois d'imports	6,4	5,4	5,4	3,9	3,9

ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER JUILLET DE L'ANNÉE N-1 AU 30 JUIN DE L'ANNÉE N  
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### ÉGYPTE : RÉSERVES DE CHANGE DE LA BANQUE CENTRALE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

des paiements a été évitée. Les dépôts gouvernementaux à la Banque centrale (environ USD 15 mds provenant d'Arabie saoudite, des EAU et du Koweït) et des achats d'actifs égyptiens par des fonds du Golfe (au moins USD 3 mds) ont permis de limiter la dégradation de la balance des paiements et l'ampleur de la dépréciation de la livre (-20% contre le dollar depuis janvier 2022).

La liquidité en devises s'est néanmoins fortement détériorée entre décembre 2021 et juin 2022 malgré le soutien extérieur massif et la dépréciation du change. Les réserves de change de la Banque cen-

trale ont baissé de USD 7,6 mds pour atteindre USD 33,4 mds (soit 3,9 mois d'importations de biens et services) et la dette extérieure nette des banques commerciales a augmenté de USD 1,5 md pour atteindre USD 11,6 mds. Dans le même temps, les réserves de change Tier 2 de la Banque centrale (destinées à faire face aux variations des flux d'investissements de portefeuille) ont fondu de USD 11,8 mds pour atteindre USD 0,9 md. La crise a été évitée au prix d'une forte hausse de la vulnérabilité des comptes extérieurs : la position en devise de l'ensemble du système bancaire s'est fortement contractée, le besoin de financement à venir est substantiel et l'aversion des investisseurs vis-à-vis du risque égyptien reste forte.

## TENSIONS PERSISTANTES À COURT TERME

Depuis le début de l'année budgétaire 2023, les réserves de change de la Banque centrale sont restées stables. Néanmoins, la nouvelle dégradation de la position extérieure nette des banques commerciales (la dette extérieure nette a augmenté de USD 2 mds en août) signale une sortie de capitaux d'investisseurs étrangers. Selon la Banque centrale, les investisseurs étrangers détenaient USD 7,5 mds en *T-bills* du gouvernement en juillet 2022. Sur les marchés à terme, le taux de change de la livre contre le dollar US à 12 mois est actuellement à 24,4, soit un écart de 20% environ par rapport au cours actuel. Le risque d'une nouvelle dépréciation significative de la livre contraint le retour des investissements de portefeuille ainsi que les transferts de la diaspora. Dans ce contexte, les perspectives sont très incertaines et le soutien financier du FMI, en cours de négociation, ne garantissent pas la fin des tensions sur la liquidité en devises.

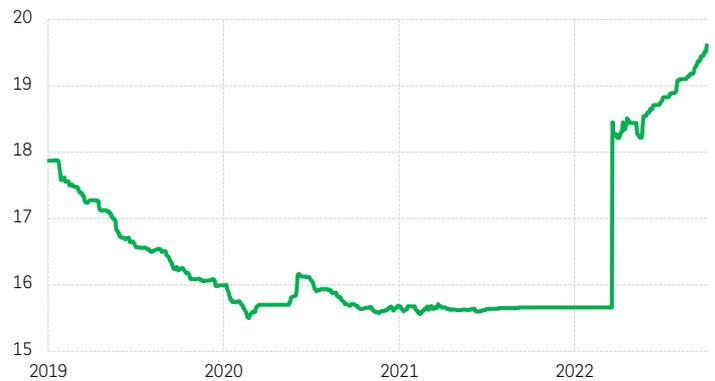
## BAISSE DU DÉFICIT COURANT ATTENDUE EN 2023

Le compte courant devrait continuer de s'améliorer en 2023. Les prix des matières premières alimentaires refluent depuis le mois de juin (les prix du blé ont baissé de 8% environ), tandis que les tensions sur le marché énergétique devraient perdurer et favoriser les exportations égyptiennes d'hydrocarbures. Les importations hors hydrocarbures devraient rester contenues, au moins en volume, en raison des contraintes pesant sur les importations non prioritaires. Par contre, la poursuite de la dépréciation de la livre continuera de peser sur les prix des biens importés. En supposant que les transferts restent élevés et que les recettes touristiques ne subissent pas de choc géopolitique, le déficit courant devrait légèrement se réduire mais rester supérieur à 3% du PIB. En 2023, le besoin de financement extérieur total devrait s'élever à environ USD 26 mds.

## PERSPECTIVES GAZIÈRES POSITIVES, AU MOINS À COURT TERME

Ce scénario est relativement conservateur, et le solde commercial pourrait être meilleur qu'attendu grâce au secteur énergétique. Selon le ministre du pétrole égyptien, les revenus de la vente de GNL devraient passer de USD 6,5 mds en 2022 à USD 8,5-10 mds en 2023. Étant donné les tensions sur la liquidité en devises et la forte hausse de la demande européenne, les autorités maximisent les exportations de GNL. Néanmoins, il faut souligner que la hausse des exportations se fait au prix de restrictions de la consommation domestique de gaz (plafonnement des températures en été dans les bâtiments publics, diminution de l'éclairage public) et grâce au remplacement du gaz par le pétrole comme source d'énergie dans certaines centrales. Au S1 2022, la consommation de pétrole a été multipliée par cinq en glissement annuel, et elle a retrouvé un niveau proche de celui de 2018

### ÉGYPTE : TAUX DE CHANGE USD/EGP



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

avant la hausse massive de la part du gaz dans le *mix* énergétique. Selon le MEES, la part du pétrole dans ce *mix* est passé de 1,1% en mai 2021 à 11,5% en mai 2022. À court terme, la mise en service d'un gazoduc offshore au T2 2023 devrait permettre d'accroître les exportations israéliennes vers l'Égypte. En effet, c'est en partie grâce aux importations israéliennes (en moyenne 650 m *cubic feet/j* par rapport à une production totale égyptienne de 6,6 mds cf/j) que l'Égypte dégage un surplus exportable. À moyen terme, le maintien des capacités d'exportation israéliennes dépend en partie de la mise en production du champ gazier Karish qui est actuellement sujet à des incertitudes géopolitiques. Par ailleurs, tant l'Égypte qu'Israël connaissent des pics de consommation énergétique en été qui limitent significativement les capacités d'exportation égyptienne. Enfin, à plus long terme, les capacités d'exportation dépendront de la découverte et de la mise en œuvre de nouveaux champs gaziers en Égypte.

## LE BESOIN DE FINANCEMENT EXTÉRIEUR DEVRAIT AUGMENTER

Quel que soit le montant du financement du FMI (un total de USD 3-5 mds est actuellement évoqué avec un déblocage de USD 1 md la première année), le bouclage du besoin de financement nécessitera d'importantes entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'investissements directs (au moins USD 15 à 20 mds). Une partie de ces flux continuera de provenir des pays du Golfe. Ces derniers devraient continuer de prendre des participations dans les entreprises locales et participer à l'ouverture du capital d'entreprises publiques (malgré un calendrier en soit pour le moment incertain). Plus généralement, l'environnement international est différent de celui de 2016, lors du premier plan de financement du FMI qui avait déclenché un flux important de capitaux. La remontée des taux d'intérêt dans les pays développés, les pressions inflationnistes mondiales et la persistance de tensions géopolitiques vont continuer de jouer négativement sur l'attractivité de la dette émergente en monnaie locale.

En Égypte, le besoin de financement augmentera à moyen terme, étant donné le montant de l'amortissement de dette prévu en 2024 et 2025 (respectivement USD 13,3 mds et USD 19 mds) et un déficit courant qui devrait s'élever à environ USD 15 mds par an.

Pascal DEVAUX

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



## QATAR

21

## LA RENTE GAZIÈRE JOUE À PLEIN

Les indicateurs de l'économie qatarie, peu diversifiée et basée sur des contrats longs d'exportation de gaz, n'ont pas connu la même volatilité qu'ailleurs dans le Golfe au cours des cinq dernières années. À court terme, la conjoncture pétrolière et l'organisation de la Coupe du Monde vont soutenir la croissance et permettre le retour d'excédents budgétaires et extérieurs substantiels. De même, la réduction de la dette extérieure des banques devrait se confirmer. L'inflation restera relativement modérée grâce à l'intervention du gouvernement et à l'effet modérateur de l'appréciation du dollar sur les prix des importations. À moyen terme, les perspectives macroéconomiques sont très positives en raison de l'augmentation significative de la rente gazière. À plus long terme, et dans un contexte de transition énergétique, elles sont plus incertaines. Le statut d'énergie de transition du gaz naturel est un atout significatif, mais la dépendance aux hydrocarbures restera importante.

## ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

L'économie du Qatar est la moins volatile des économies membres du Conseil de Coopération du Golfe (CCG). En effet, la production de gaz (environ 85% du PIB des hydrocarbures) varie assez peu, puisqu'elle est liée à des contrats d'exportation de long terme. Par ailleurs, le Qatar n'étant pas membre de l'OPEP, sa production pétrolière n'est pas soumise à la politique de quotas du cartel.

Le PIB hors hydrocarbures (environ 62% du PIB total contre 66% en moyenne dans le CCG) est surtout centré sur la construction, les services financiers et l'industrie manufacturière (essentiellement la pétrochimie). L'activité de l'ensemble de ces secteurs reste liée à la conjoncture pétrolière, directement ou par l'intermédiaire des dépenses publiques. Dans ce contexte de faible diversification, et compte tenu du rôle central de la production gazière, le repli de l'activité a été modéré en 2020 (-3,6% contre -4,9% en moyenne pour le CCG), mais le rebond a aussi été plus limité en 2021 (1,6% contre 2,6%).

En 2022, la croissance devrait accélérer (3,3%), mais elle demeurera largement en deçà du reste de la région (+6%). La production de pétrole devrait être marginalement en baisse en raison du déclin naturel de la production des champs existants. En revanche, la production totale de gaz naturel devrait être en légère hausse. Les exportations de gaz naturel liquéfié (GNL) étaient en hausse de 2% (en g.a.) en T1 2022 et ont atteint 46,5 millions de tonnes (m.t.). La hausse des exportations vers l'Europe (+1,1 m.t.) et vers l'Asie (+0,7 mt) a été partiellement compensée par la baisse de la demande américaine (-1,1 m.t.). La forte hausse actuelle de la demande européenne de gaz ne peut être que partiellement satisfaite car plus de 90% des exportations sont dirigées vers l'Asie selon des contrats d'approvisionnement de long terme. Au total, le PIB hydrocarbure devrait progresser de 2% cette année.

L'activité des secteurs hors hydrocarbures devrait aussi être soutenue (+4,5%), en lien notamment avec le déroulement de la Coupe du Monde de football à partir de novembre 2022. Néanmoins, les conséquences à court terme de cet événement sur l'activité ne doivent pas être surestimées. L'essentiel des travaux d'infrastructure a été réalisé avant 2022 et une large partie des visiteurs sera hébergée dans les états voisins (notamment Dubaï). Environ 1,2-1,5 millions de visiteurs sont attendus et le secteur des services (transport, restauration) devrait être le plus favorisé. Depuis le début du S2 2022, les indicateurs avancés d'activité restent en territoire positif mais ils sont en baisse. L'indice PMI de septembre dernier atteignait 50,7 contre 67,5 en juin.

## PRÉVISIONS

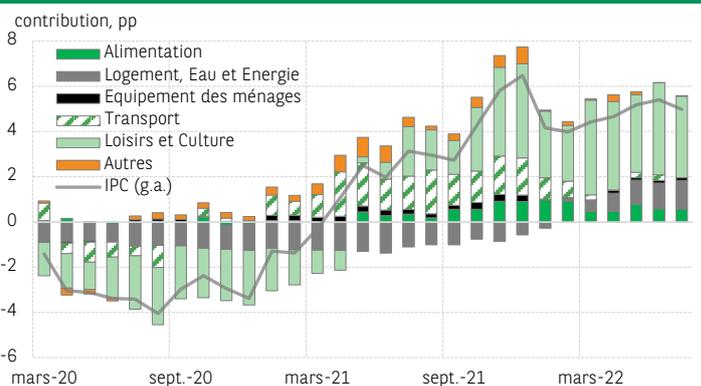
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle (%)	-0,4	-3,6	1,6	3,3	2,5
Inflation moyenne (IPC, %)	-0,6	-2,8	2,3	4,3	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	1,0	-2,1	0,2	13,5	9,9
Dette publique / PIB (%)	62	73	58	42	38
Solde courant / PIB (%)	2,4	-2,0	14,6	20,5	14,4
Dette extérieure / PIB (%)	123	139	114	97	93
Réserves de change, mds USD	38	38	39	47	48
Réserves de change, en mois d'imports	6,8	7,6	7,6	7,8	7,6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## QATAR : INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

À moyen terme, le dynamisme économique viendra assurément du secteur des hydrocarbures avec l'augmentation de plus de 60% de la capacité de production et d'exportation de gaz naturel à partir de 2025. Selon le FMI, la phase de construction et de mise en production devrait conduire à une hausse de 5,7% du PIB jusqu'en 2027, et l'augmentation des exportations à une hausse de 3,5% du PIB. Au-delà de 2027, le supplément de revenu d'exportation et de recettes budgétaires sera significatif.

## INFLATION MODÉRÉE GRÂCE À L'ACTION GOUVERNEMENTALE

À l'instar des autres pays du CCG, l'inflation des prix à la consommation accélère en 2022 mais devrait rester modérée. Elle devrait atteindre 4,3% en moyenne (2,3% en 2021). La hausse des prix est principalement alimentée par le rebond du secteur des loisirs et de la culture après la levée des restrictions liées à la pandémie. La contribution de l'alimentation à la hausse des prix est positive mais elle reste modérée en raison des mesures gouvernementales de contrôle des prix alimentaires. Parallèlement, les prix énergétiques sont contraints par le maintien de subventions importantes (équivalant à 3,7% du PIB selon le FMI). Enfin, l'appréciation du dollar US contre les principales monnaies mondiales depuis le début de l'année (l'indice DXY a progressé de 15% depuis janvier 2022) agit favorablement sur l'inflation importée étant donné l'ancrage du rial qatari au dollar américain. En 2023, l'inflation devrait atteindre 3% en moyenne.

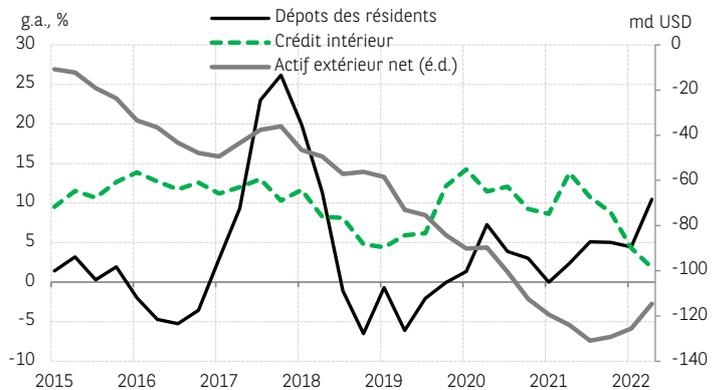
## RETOUR DES EXCÉDENTS BUDGÉTAIRES

Malgré une forte dépendance aux revenus d'hydrocarbures (plus de 80% des revenus totaux), les finances publiques qataries ont bien résisté à la chute des prix du pétrole en 2020 grâce à la baisse de certaines dépenses d'investissement. L'excédent budgétaire, limité en 2021, devrait très élevé en 2022 (14% du PIB attendu) grâce à la hausse des prix du pétrole. Les revenus issus du GNL (qui étaient de 30% supérieurs à ceux du pétrole en 2021 selon le FMI) dépendent fortement des prix du pétrole. En 2023, le maintien de ces derniers à un niveau élevé devrait permettre un excédent équivalant à 10% du PIB environ. Si les performances budgétaires sont très favorables, les progrès dans la diversification des ressources budgétaires sont limités par rapport à ce que l'on constate dans le Golfe. Le Qatar est l'un des deux seuls pays dans la région (avec le Koweït) à n'avoir pas mis en place une TVA. Dans ce contexte, et étant donné la hausse significative attendue des capacités de production de LNG, la dépendance des finances publiques aux revenus d'hydrocarbures restera très importante à moyen terme.

Paradoxalement, malgré de bonnes performances budgétaires, la dette du gouvernement est relativement élevée (58% du PIB en 2021). Le gouvernement a su profiter de conditions de marché favorables pour financer les grands projets d'investissement avec de la dette, et il a continué d'allouer une partie de ses excédents budgétaires au fonds souverain. Avec la fin du cycle des projets dans les infrastructures (transport, stades) et les perspectives budgétaires favorables, la baisse de la dette du gouvernement amorcée en 2021 devrait se poursuivre. En suivant l'hypothèse du FMI, selon laquelle 2/3 de l'excédent budgétaire serait transféré dans le fonds souverain, la dette devrait atteindre 33% du PIB en 2024.

L'augmentation des revenus d'hydrocarbures et le ralentissement du cycle des projets a également des conséquences positives sur la position extérieure nette du système bancaire. En effet, celle-ci s'est fortement dégradée depuis 2009 (USD -114 mds en juin 2022, soit environ 50% du PIB), en raison de la nécessité de trouver des ressources extérieures pour financer la politique d'investissement. Cette tendance s'est inversée depuis fin 2021 en raison du ralentissement du crédit intérieur et de la hausse des dépôts des résidents. En août 2022, la croissance du crédit atteignait 0,5% en g.a. tandis que celle des dépôts accélérât à 12,7%. La dette extérieure nette devrait continuer de se réduire, mais elle constitue un risque potentiel pour les finances publiques car le gouvernement soutiendrait le système bancaire quand cela sera nécessaire.

### QATAR : BILAN SIMPLIFIÉ DES BANQUES COMMERCIALES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BANQUE CENTRALE

## LE DÉFI DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

En tant que producteur majeur d'hydrocarbures (quatrième producteur mondial de gaz et premier exportateur), le Qatar est exposé aux conséquences des politiques de décarbonisation menées dans le cadre de la lutte contre le changement climatique. Le Qatar ne contribue qu'à 0,3% de la totalité des émissions annuelles de CO<sub>2</sub>, mais ses émissions de gaz à effet de serre (GES) par habitant sont parmi les plus élevées au monde (41 tonnes en 2019, soit plus de six fois la moyenne mondiale). Par ailleurs, l'augmentation à venir de 60% de la capacité de production gazière et les besoins croissants de la population (par exemple en eau issue d'usines de dessalement qui sont particulièrement énergivores) vont contribuer à la hausse des émissions de GES, qui pourrait atteindre 30% d'ici 2030 selon le FMI.

Face au défi d'une baisse de la demande d'hydrocarbures (même si le rythme demeure incertain), et à terme de la chute de la valeur des actifs liés aux hydrocarbures, le Qatar dispose d'un certain nombre d'atouts et base une grande partie de sa politique sur des solutions technologiques. Le gaz naturel est l'énergie fossile la moins émettrice de GES. Elle est considérée comme une énergie de transition, facilitant le passage des énergies fossiles vers les renouvelables. Comme pour l'ensemble des autres producteurs d'hydrocarbures dans le Golfe, le développement des technologies de capture et de stockage du CO<sub>2</sub> devraient permettre de réduire l'empreinte carbone de la production gazière. L'objectif est de réduire de 11 m.t. par an les émissions de CO<sub>2</sub> d'ici à 2035 (les émissions totales émises par l'usage des énergies fossiles et l'industrie étaient de 107 m.t. en 2020). Cela réduirait l'intensité en carbone des installations de LNG de 35% environ. Enfin, la réduction du volume de gaz torché au cours de la production devrait aussi contribuer à cet objectif. Concernant le mix énergétique primaire, le développement de capacités solaires pourrait permettre de produire 20% de l'électricité du pays grâce aux énergies renouvelables dont la contribution au mix énergétique est actuellement marginale.

Pascal DEVAUX

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



## TUNISIE

23

## L'INQUIÉTUDE AUGMENTE

Deux ans après le choc de la pandémie, la Tunisie est durement frappée par les conséquences du conflit en Ukraine. L'envolée des prix des matières premières conduit à une dégradation dangereuse des comptes extérieurs et des finances publiques. L'inflation atteint des niveaux historiquement élevés, pénalisant un peu plus l'activité économique, qui peine à retrouver de l'allant depuis la crise de 2020. En l'absence de marge de manœuvre financière, la Tunisie espère obtenir l'appui du FMI pour apaiser les tensions macroéconomiques. Il y a urgence.

Malgré quelques avancées récentes, la situation de la Tunisie reste préoccupante. Après l'adoption d'une nouvelle constitution en juillet dernier et la publication d'une loi électorale en septembre, préalable à la tenue d'élections législatives fixées au 17 décembre 2022, le gouvernement vient de s'accorder avec le puissant syndicat, l'UGTT, sur une revalorisation annuelle de 3,5% des salaires des employés de la fonction publique jusqu'en 2025. Cet accord ne règle pas tous les problèmes mais il devrait contribuer à apaiser le climat social, au moins à court terme. Surtout, il pourrait ouvrir la voie à un plan d'aide du FMI pour qui un consensus large sur les réformes à mettre en place est nécessaire. Son déblocage permettrait de catalyser l'appui des autres créanciers bi- et multilatéraux traditionnels du pays, voire de restaurer la confiance des investisseurs. Les autorités en sont convaincues et s'attendent à une signature d'ici peu. Elles ont élaboré un programme de réformes qui a trouvé un écho favorable auprès du FMI. La prudence reste cependant de mise, et la capacité des autorités à respecter la feuille de route négociée avec le FMI est sujette à caution compte tenu de la fragilité du contexte socio-politique tunisien. Au regard de la crise profonde que traverse l'économie, il n'y a pourtant pas d'alternative.

## AGGRAVATION DES DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS...

L'envolée des cours du pétrole et des céréales, consécutive au conflit en Ukraine, génère de fortes pressions sur les comptes extérieurs. Sur les huit premiers mois de l'année, le déficit commercial s'est creusé de 46% par rapport à la même période en 2021 pour atteindre le niveau quasi-inédit de USD 5,5 mds (graphique 1). Plus de 70% de l'aggravation du déficit commercial provient de celle de la balance énergétique et agricole. La hausse des importations de gaz et de pétrole est vertigineuse (+72%). C'est la conséquence d'un choc de prix puissant mais aussi d'un accroissement tendanciel des besoins dû au déclin de 38% de la production nationale d'hydrocarbures depuis dix ans. En 2021, le déficit énergétique atteignait ainsi 4614 tonnes équivalent pétrole, contre seulement 605 en 2010. Sur le plan céréalier, la Tunisie cumulait également les sources de vulnérabilité au moment où la crise a éclaté, affichant à la fois l'un des plus gros niveaux de consommation par habitant au monde (255 kg de blé par an, soit cinq fois plus que la moyenne africaine) et une forte dépendance à l'importation (environ ¾ de la consommation nationale), dont quasiment la moitié provient de l'Ukraine ou de la Russie.

Malgré l'accalmie récente sur le front des prix des matières premières, le déficit courant devrait approcher 10% du PIB cette année contre 6,2% en 2020. La progression continue des transferts financiers de la diaspora tunisienne et le redressement du secteur touristique ne suffiront pas à amortir l'intégralité du choc sur les échanges commerciaux. Après un T1 plutôt satisfaisant, le déficit courant s'est établi à un niveau record de USD 1,7 md au T2. Il était de USD 800 millions au T2 2021. Les recettes touristiques ont augmenté de 43% en g.a. au T2, mais restent inférieures de 31% à leur niveau de 2019.

## PRÉVISIONS

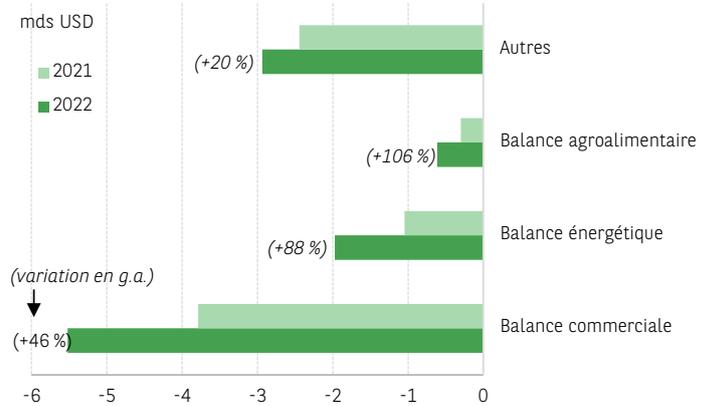
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1,3	-8,7	3,3	2,5	2,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	6,7	5,7	5,7	8,2	6,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-9,6	-7,7	-8,8	-6,6
Dette du gouv. central, % du PIB	67,3	77,8	79,7	82,3	85,7
Balance courante, % du PIB	-8,1	-6,0	-6,2	-9,8	-8,5
Dette externe, % du PIB	90,2	97,3	87,0	90,5	94,4
Réserves de change, mds USD	7,6	9,4	8,4	7,9	8,9
Réserves de change, en mois d'imports	3,8	5,8	4,2	3,2	3,6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## TUNISIE : DÉFICIT COMMERCIAL, HUIT PREMIERS MOIS DE L'ANNÉE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INS, BNP PARIBAS

Dans ce contexte, la bonne tenue du dinar (TND) peut surprendre. Le TND est resté stable contre l'euro et ne s'est déprécié que de 8% contre le dollar US. Malgré des flux d'investissements directs étrangers toujours faibles (seulement 13% du déficit courant au S1) et l'impossibilité de solliciter les marchés financiers internationaux, la Tunisie a en effet réussi à mobiliser suffisamment de soutiens auprès de ses partenaires pour couvrir ses besoins de financement extérieur. Les réserves de change de la banque centrale oscillent autour de USD 8 mds depuis le début de l'année, soit l'équivalent de 3,6 mois d'importations de biens et services à fin juin (contre 4,6 mois en juin 2021). En appa-



rence, la liquidité extérieure demeure donc adéquate. Mais le ratio de couverture se dégrade et la visibilité reste très limitée compte tenu de la multitude de risques qui continuent de peser sur la dynamique des comptes extérieurs (crise en Europe, volatilité des cours des matières premières). En l'absence d'un accord rapide avec le FMI, les réserves de change pourraient chuter rapidement.

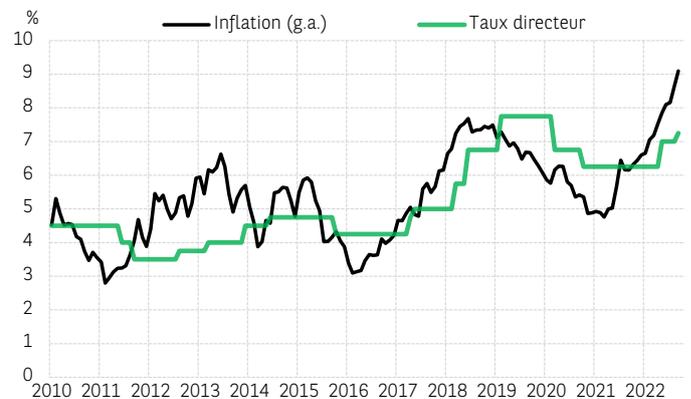
## ...ET BUDGÉTAIRES

L'équilibre des finances publiques est encore plus fragile. Après avoir culminé à 9,6% du PIB lors de la crise du Covid-19 en 2020, le déficit budgétaire s'était réduit à 7,7% en 2021 grâce à de bonnes rentrées fiscales. Il va de nouveau se creuser en 2022 sous l'effet d'une forte hausse des charges de subventions pétrolières et alimentaires. Initialement budgétées à 5,2% du PIB, elles devraient finalement atteindre 8% du PIB en 2022. De fait, la politique sociale repose en grande partie sur un système de maintien de prix bas et stables d'un large éventail de produits, essentiellement énergétiques et céréaliers, et est donc hautement vulnérable au choc actuel. Les marges de manœuvre du gouvernement sont faibles, même si les recettes fiscales ont continué de croître solidement depuis le début de l'année. Plus de 70% des ressources budgétaires sont absorbées par la masse salariale des employés de la fonction publique (une des plus élevées au monde, à 15,6% du PIB) et le paiement des charges d'intérêt de la dette. Malgré des coupes attendues dans les investissements publics, le dérapage des dépenses de subventions devrait donc pousser le déficit budgétaire à presque 9% du PIB cette année. À cela s'ajoutent d'importantes tombées de dette. Les besoins de financement du gouvernement devraient ainsi atteindre 17,6% du PIB en 2022 contre 13,7% prévus dans le budget initial.

Or, les contraintes de financement sont fortes. Le marché local de la dette est étroit et a déjà été fortement sollicité ces deux dernières années pour pallier le tarissement de l'assistance financière des bailleurs traditionnels et l'incapacité d'émettre des Eurobonds. Avant le déclenchement du conflit en Ukraine, le gouvernement espérait ainsi couvrir plus de 60% de ses besoins avec des ressources extérieures. Même si certains donateurs continuent d'apporter des fonds, une mobilisation plus large des créanciers extérieurs reste conditionnée à un accord avec le FMI.

La dépendance accrue aux financements domestiques ne pose pas qu'un problème de liquidité. Elle aggrave également une dynamique de dette de plus en plus inquiétante. La dette du gouvernement va dépasser 80% du PIB en 2022 contre 67,3% du PIB en 2019. Si elle est encore détenue à 46% par des créanciers bi- et multilatéraux à fin 2021, l'endettement en monnaie locale progresse rapidement (+11 points de PIB entre 2019 et 2021) avec comme conséquence un raccourcissement de la maturité moyenne de la dette (de 6,8 ans en 2018 à 5,9 ans en 2021) et un renchérissement de son coût. 12% des ressources du gouvernement devraient être ainsi alloués au paiement des intérêts de la dette en 2022 contre 10% en 2019. Avec des besoins de financement supérieurs à 15% du PIB sur les deux prochaines années, le gouvernement peut difficilement continuer dans cette voie au risque de remettre en question la soutenabilité de sa dette. En outre, la trajectoire de la dette est aussi sensible aux chocs de change et à la dégradation des perspectives de croissance.

## TUNISIE : ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INS, BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

## CROISSANCE DU PIB : DES PERSPECTIVES TRÈS INCERTAINES

La détérioration dangereuse des déséquilibres macroéconomiques constitue une menace supplémentaire au redressement d'une économie déjà fragilisée par une décennie de croissance molle et une récession en 2020 parmi les plus sévères de la région. Malgré le rebond de l'activité touristique, la croissance n'a atteint que 2,8% en moyenne au premier semestre 2022. À ce rythme, l'activité économique tunisienne ne pourrait retrouver son niveau pré-pandémie que fin 2023-début 2024. Mais les risques baissiers s'accumulent, à commencer par la dégradation de la conjoncture en Europe, de loin le principal partenaire économique du pays (75% des exportations et 85% des IDE en 2020). De plus, les pressions inflationnistes sont fortes. L'inflation vient d'atteindre un pic historique de 9,1% en septembre (graphique 2), tirée en grande partie par la hausse des prix alimentaires (+13%) malgré le système de subventions. Aux perturbations dues au contexte international se sont ajoutés des retards de paiements par l'État, qui ont déstabilisé le circuit de distribution et généré des pénuries et des hausses de prix même pour certains produits administrés. Les tensions inflationnistes devraient rester fortes à court terme, ce qui pourrait contraindre la banque centrale à relever ses taux après la hausse de 75 points de base décidée en mai et celle de 25 pbb en octobre. À 7,25%, cependant, le taux directeur reste encore en deçà de l'inflation, soulignant l'attitude prudente de la banque centrale face à une économie qui peut difficilement supporter un durcissement monétaire trop important. En l'absence d'un accord avec le FMI, les conditions de financement domestiques risqueraient encore de se dégrader. Le gouvernement pourrait ainsi être forcé de procéder à de nouvelles coupes dans son programme d'investissement public, dont le niveau n'a cessé de diminuer ces dernières années (3% du PIB en 2022 contre 5,3% en 2017). Or, il est déjà insuffisant au vu des besoins de développement du pays.

Stéphane ALBY

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

## KENYA

25

## INCERTITUDES

En 2020-2021, grâce à son économie diversifiée, le Kenya avait relativement mieux résisté au choc de la pandémie que les autres économies d'Afrique sub-saharienne. Mais, en 2022-2023, la reprise sera bridée par les effets indirects de la guerre en Ukraine et soumise à d'importants risques baissiers. Le pays fait face à une dégradation des termes de l'échange. L'accélération de l'inflation va peser sur la demande domestique avec le risque de nourrir l'instabilité sociale, ce qui pourrait compliquer les efforts entrepris de consolidation budgétaire. Or celle-ci est nécessaire pour préserver le soutien des créanciers multilatéraux, notamment celui du FMI. Le nouveau président exclut l'option d'une restructuration préventive de la dette. Mais la liquidité extérieure et la solvabilité de l'État restent fragiles.

## UNE REPRISE FREINÉE PAR LE CHOC DE LA GUERRE EN UKRAINE

Grâce à son économie diversifiée, Le Kenya a enregistré une contraction limitée de l'activité. Elle est estimée à -0,3% en 2020, contre -1,6% en moyenne en Afrique subsaharienne. Bien que fragilisée, l'économie a enregistré un fort rebond en 2021 (+7,6%), sous l'impulsion des investissements en infrastructures, de la reprise de la consommation privée et du secteur des services. En 2022, la croissance devrait ralentir pour atteindre +5,5% en moyenne sur l'année malgré un premier trimestre 2022 encore très dynamique (+6,9% en g.a). Les effets de la sécheresse sur le secteur agricole et la poursuite de la consolidation budgétaire devraient brider la reprise. Le Kenya est aussi particulièrement affecté par les conséquences de la guerre en Ukraine. L'effet combiné du choc négatif des termes de l'échange et de la hausse des coûts d'importation sur le PIB réel est estimé à -0,8%<sup>1</sup>.

L'activité dans le secteur manufacturier faiblit ; l'indice des directeurs d'achats (PMI) est resté en deçà du seuil de la zone d'expansion entre avril et août avec une baisse des sous-composantes « production » et « nouvelles commandes » au premier semestre 2022. Si l'indice a enregistré un rebond en septembre, les perspectives restent contraintes. Les entreprises sont confrontées à une forte hausse du coût des intrants (contrainte d'offre) qu'elles répercutent de manière croissante sur leurs prix de vente, ce qui pèse en retour sur la demande. Malgré cela, leur marge bénéficiaire se réduit.

Les effets indirects du conflit devraient également pénaliser la consommation des ménages. Depuis le début de l'année, l'inflation des prix à la consommation accélère pour atteindre +9,2% au mois de septembre (son plus haut niveau depuis 5 ans). La dynamique est particulièrement forte pour la composante « alimentaire » qui représente un tiers du panier de consommation et dont l'indice des prix enregistre une hausse de plus de 15%.

Le Kenya est en effet particulièrement exposé à la hausse des prix des céréales avec près de 20% de sa consommation en provenance de Russie et d'Ukraine. La volatilité des prix et le risque de pénurie alimentaire sont par ailleurs exacerbés par la sécheresse inédite. La hausse des prix commence aussi à s'étendre à l'ensemble des biens, la hausse des prix de l'énergie étant progressivement répercutée sur le prix de vente. Cette dynamique a d'ailleurs contraint le gouvernement à recourir temporairement à des subventions (carburant et maïs) pour alléger les pressions sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Néanmoins, ces subventions sont progressivement retirées, tel que l'a exigé par le FMI.

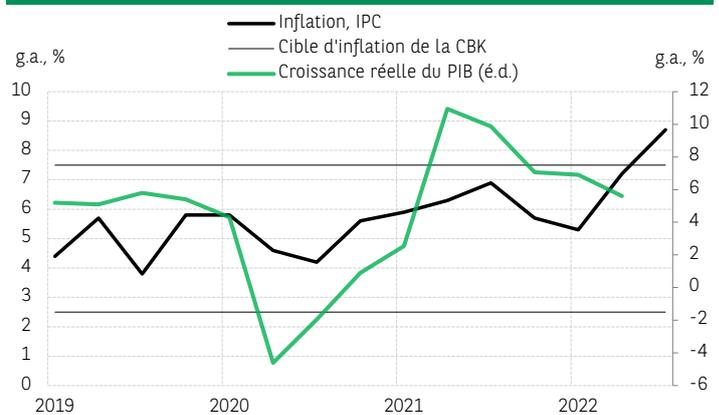
## PRÉVISIONS

	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	5,0	-0,3	7,6	5,5	5,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5,2	5,3	6,1	7,3	6,3
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-7,6	-8,5	-6,2	-8,5	-7,1
Dette du gouvernement, % du PIB (1)	58,6	63,7	67,9	69,4	68,7
Balance courante, % du PIB	-5,3	-4,7	-5,4	-5,8	-5,1
Dette externe, % du PIB	51,5	57,4	57,6	59,7	59,5
Réserves de change, mds USD	8,8	7,8	8,8	8,1	9,5
Réserves de change, en mois d'imports	5,4	4,8	4,4	3,9	4,2

TABLEAU 1

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER JUILLET DE L'ANNÉE N AU 30 JUIN DE L'ANNÉE N+1  
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## KENYA : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ET ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BUREAU NATIONAL DES STATISTIQUES, BNP PARIBAS

Dans ce contexte, le durcissement de la politique monétaire reste limité et le *policy mix* demeure accommodant. Face à l'accélération de l'inflation, la Banque centrale (CBK) a relevé son taux d'intérêt directeur de 50 pb à 7,5% au mois de mai. Lors de son comité de juillet, le taux était resté inchangé, les autorités ayant fait valoir que la première hausse de taux ne s'était pas entièrement répercutée sur l'économie. La persistance des pressions inflationniste a néanmoins justifié une hausse de 75 pb, à 8,25%, lors de la dernière réunion fin septembre. Le gouvernement a, quant à lui, maintenu une politique expansionniste dans le contexte des élections générales.

<sup>1</sup> IFPRI, Juillet 2022, Kenya: Impacts of the Ukraine and Global Crises on Poverty and Food Security

## UN CONTEXTE SOCIO-POLITIQUE SENSIBLE

Les dernières élections se sont déroulées le 9 août dernier dans un environnement relativement calme. Les résultats ont été très serrés, le pays étant marqué par de fortes divisions. L'opposition a contesté les résultats sans que cela donne lieu à des manifestations populaires de grande ampleur ni ne perturbe l'activité économique. Les résultats ont été validés par la Cour suprême qui a investi William Ruto président. Il succède à Uhuru Kenyatta qui était au pouvoir depuis 2013.

Néanmoins, la transition demeure très délicate. William Ruto devra s'efforcer de préserver l'unité nationale alors que les difficultés que rencontre la population nourrissent la frustration et la défiance des électeurs dans le système politique (à seulement 65%, le taux de participation a été le plus bas depuis 15 ans). Pour la première fois depuis 2002, le nouveau président n'est pas issu de l'ethnie majoritaire, les Kikuyus. Il devra donc bâtir un nouvel équilibre politico-ethnique dans ce pays où l'appartenance communautaire est un pion essentiel de l'échiquier politique. La mission du nouveau président sera également d'ordre économique : une mission délicate car le parti présidentiel dispose d'une faible majorité. Elle sera double car le gouvernement doit à la fois mettre en œuvre des mesures de soutien à l'économie, face au choc inflationniste, et poursuivre les mesures de consolidation budgétaire et de réduction de l'endettement public. Le président exclut l'option d'une restructuration préventive de la dette.

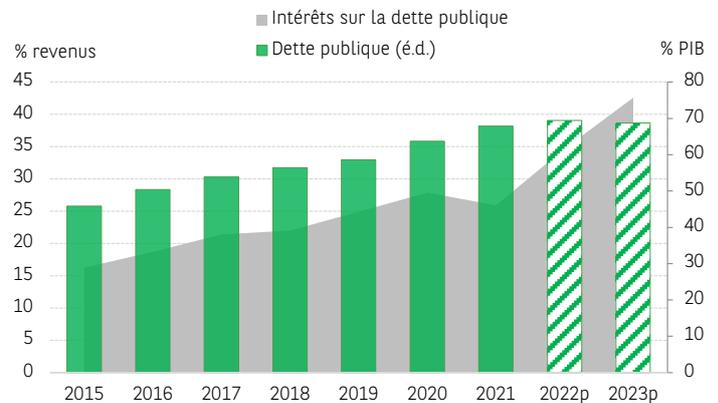
## RISQUE DE FINANCEMENT ET DE SOUTENABILITÉ DE LA DETTE

La crise sanitaire a accéléré la dégradation des finances publiques en cours depuis plusieurs années. Le déficit budgétaire est passé de -6,6% en moyenne avant la pandémie à -8,5% du PIB en 2020, et la dette publique s'est élevée à près de 70% du PIB (contre 49% en 2015). En outre, le profil de la dette s'est détérioré compte tenu de la part croissante des prêts commerciaux et de la baisse des emprunts concessionnels. Le coût de la dette a par conséquent augmenté. La charge d'intérêts représente désormais plus de 20% des revenus budgétaires et son service absorbe 50% des revenus (contre 38% en 2015). Ces ratios indiquent une détérioration inquiétante de la soutenabilité de la dette publique. Par ailleurs, près de 40% de la dette publique est libellée en devises. Le fardeau de la dette devrait donc encore s'alourdir compte tenu de la dépréciation du shilling (-6% contre le dollar depuis le début de l'année).

Face à cela, le gouvernement a engagé des efforts et la bonne exécution du budget 2021/22 s'est avérée encourageante. Le risque de défaut est modéré à court terme grâce au soutien des créanciers multilatéraux. Mais la liquidité et la solvabilité extérieures restent très fragiles.

Les capacités de financement du pays sont aujourd'hui très contraintes. Sur le marché domestique, l'émission d'obligations du Trésor n'atteint pas les objectifs escomptés depuis le début de l'année budgétaire 2022/23. La CBK a, en effet, refusé certaines offres, dont les taux demandés étaient supérieurs à ceux attendus. Par ailleurs, le Kenya a dû renoncer au financement par le marché obligataire international au \$1 2022 compte tenu des conditions de marché. Les *spreads* ont dépassé le seuil de 1000 pb au premier semestre. Même s'ils ont reflué depuis, ils restent largement supérieurs aux niveaux enregistrés sur les cinq dernières années. Actuellement, le pays se finance quasi exclusivement grâce au soutien des créanciers multilatéraux. Celui

### KENYA : HAUSSE DU RATIO ET DE LA CHARGE DE LA DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, TRÉSOR KENYAN, BNP PARIBAS

du FMI, qui s'étalonne jusqu'en 2023, a permis au Kenya de couvrir ses besoins de financement et de faire face au paiement des intérêts sur sa dette. Le pays a dernièrement bénéficié d'un décaissement de USD 235,6 mds, ce qui porte les crédits du FMI à USD 1,21 mds, sur un total de USD 2,34 mds prévu par l'accord. Le niveau de liquidité extérieure reste néanmoins faible, équivalant à 4,2 mois d'importations.

La poursuite rigoureuse de la consolidation budgétaire sera cruciale pour préserver le soutien des créanciers multilatéraux, et notamment celui du FMI. Pourtant, les mesures ciblées par le programme de ce dernier, qui conditionnent le décaissement des prochaines tranches de financement, sont extrêmement contraignantes. Les objectifs prévoient de diviser par deux le déficit d'ici 2024 (USD 4,4 mds contre USD 6,8 mds en 2021). La réduction envisagée des dépenses (-37% en valeur nominale sur la période 2021/24) risque d'être difficile compte tenu de l'environnement inflationniste actuel. Or un ajustement budgétaire incomplet pourraient mettre en péril les financements des créanciers officiels.

**Perrine GUERIN**

[perrine.guerin@bnpparibas.com](mailto:perrine.guerin@bnpparibas.com)

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Perrine Guérin  
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change