

ECOEMERGING

1^{er} trimestre 2023

“ LE REDRESSEMENT RÉCENT DES MARCHÉS
ACTIONS ÉMERGENTS EST-IL JUSTIFIÉ ? ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3 Au cours des tous derniers mois, les marchés actions des principales places émergentes font preuve d'un peu plus d'optimisme. Ils parient sur une relance de la croissance en Chine après la levée des restrictions sanitaires, sur l'effet positif de la baisse des prix des matières premières pour les pays importateurs et sur un impact moins sévère qu'anticipé du durcissement monétaire américain et de l'appréciation du dollar.

CHINE

4 Nouveaux chaos

INDE

6 Bonne résistance des finances publiques au ralentissement

MALAISIE

8 Vers une normalisation

PHILIPPINES

10 Ralentissement limité de la croissance pour 2023

VIETNAM

12 Craquements financiers dans un contexte de reprise soutenue

TURQUIE

14 Stabilisation financière encore fragile

HONGRIE

16 Recalibrage monétaire et budgétaire

BULGARIE

18 Les autorités visent l'adoption de l'euro en 2024

ISRAËL

20 Le bon élève économique de l'OCDE

BRÉSIL

22 De nouvelles priorités

CHILI

24 Réformes sur fond de récession

MAROC

26 Nouveau test de résistance en 2023



ÉDITORIAL

INERTIES

Au cours des tous derniers mois, les marchés actions des principales places émergentes font preuve d'un peu plus d'optimisme. Ils parient sur une relance de la croissance en Chine après la levée des restrictions sanitaires, sur l'effet positif de la baisse des prix des matières premières pour les pays importateurs et sur un impact moins sévère qu'anticipé du durcissement monétaire américain et de l'appréciation du dollar. Les deux premiers arguments sont fragiles et doivent être relativisés. Quant au choc financier, il est probablement derrière nous en effet. Mais ses conséquences négatives sur l'investissement persisteront cette année. De la même façon, l'accélération de l'inflation en 2022 pourrait avoir des effets diffus sur la consommation des ménages même si on observe un rattrapage des salaires.

Depuis le mois d'octobre 2022, les marchés d'actions sur les principales places émergentes se redressent alors même que les indicateurs conjoncturels (PMI, exportations) sont restés dégradés jusqu'en décembre et que les principales institutions financières (FMI, Banque mondiale) prévoient un fort ralentissement de la croissance voire une récession en 2023. Le rebond boursier est pour l'instant limité puisque l'indice MSCI a tout juste retrouvé son niveau de 2019. Cependant, il reflète le pari sur une relance de la croissance en Chine après la levée des restrictions sanitaires, l'effet positif de la baisse des prix des matières premières pour les pays importateurs, et un impact moins sévère qu'anticipé du durcissement monétaire américain. Que faut-il en penser ?

Un rebond de l'activité chinoise devrait effectivement intervenir d'ici la fin du premier trimestre par simple effet de rattrapage. Toutefois, l'incertitude reste grande quant à l'évolution de la pandémie, en particulier si la population âgée ne se vaccine pas très rapidement.

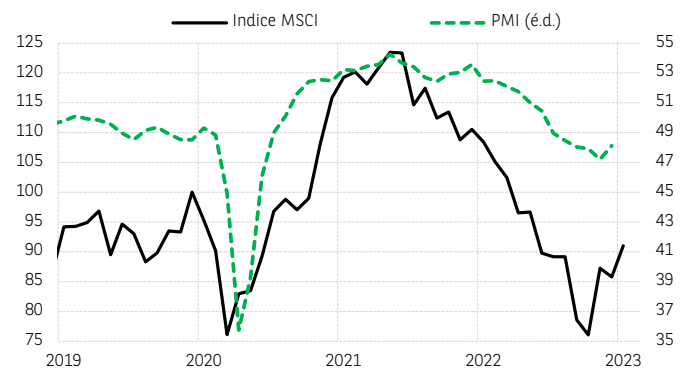
Les prix des matières premières ont effectivement sensiblement baissé depuis le printemps 2022 (-20% entre mars et décembre pour l'indice agrégé des 69 matières premières suivies par le FMI), mais leur niveau reste encore historiquement très élevé. En décembre 2022, l'augmentation médiane était encore de 40% par rapport au niveau de 2019 et 22% des matières premières avaient un cours supérieur d'au moins 80% à leur niveau de 2019.

Plus généralement, l'inflexion des taux d'inflation, généralement présentés en glissement sur un an, ne doit pas faire oublier que les niveaux de prix ont continué de progresser. Pour deux tiers des pays émergents, les glissements annuels des indices de prix à la consommation ont effectivement baissé de 1,3 point en médiane en novembre ou décembre par rapport à leur point haut de 2022, mais la hausse mensuelle était encore de 0,6% (en médiane également) au T4 2022.

La question est de savoir si les salaires auront rattrapé en 2023 l'augmentation cumulée des prix de 2021-2022. Les indications en la matière sont plutôt positives même si les données sont encore parcellaires : pour la moitié des pays pour lesquels les statistiques de salaires sont disponibles jusqu'à la fin du T3 2022 ou au début du T4, un rattrapage aurait déjà eu lieu.

Restent les changements d'anticipation sur la dureté du durcissement monétaire américain. D'un côté, les investissements nets de portefeuille dans les pays émergents se sont nettement redressés depuis le mois d'août (+USD 69,6 mds entre août et décembre selon les estimations de l'IIF contre -USD 35,9 mds entre janvier et juillet). En conséquence, la dépréciation des devises émergentes contre le dollar a fortement ralenti (-1% en médiane au cours du S2 2022 contre -7% au S1) et les primes de CDS se sont réduites ou sont restées stables au S2 (à l'exception du Pakistan et de la Tunisie).

PAYS ÉMERGENTS : MARCHÉS ACTIONS ET ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MSCI, S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

Le choc financier du durcissement monétaire aux États-Unis et d'appréciation du dollar est probablement derrière nous. En revanche, les conséquences en termes d'activité sont encore à venir ; la directrice du FMI ayant annoncé en début d'année qu'un tiers des économies risque de connaître une récession, notamment en Europe.

Les entreprises des pays émergents auront à faire face à la baisse de la demande extérieure au moins sur la première partie de l'année et, pour celles opérant dans le secteur des matières premières, à une dégradation des termes de l'échange. S'ajoute à ces facteurs une hausse des coûts de de financement. À quelques exceptions près, le coût de l'emprunt en dollar pour les grandes entreprises est sensiblement plus élevé actuellement qu'au cours des dernières années (d'au minimum 200 points de base par rapport à la période pré-pandémique), la hausse de la prime de risque pays s'ajoutant à celle des rendements des obligations d'État américaines. Les taux d'intérêt domestiques sont également nettement supérieurs à leur niveau d'avant la pandémie et il n'est pas sûr que les petites et moyennes entreprises puissent répercuter dans leur prix de vente le coût des matières premières.

En conséquence, dans un contexte d'incertitude sur la demande, les entreprises pourraient faire preuve d'attentisme en matière d'investissement même si, corrigés de l'inflation des prix à la consommation, les taux d'intérêt réels peuvent sembler attractifs. D'après la Banque mondiale, la croissance de l'investissement des pays émergents hors Chine ralentirait de nouveau en 2023 à environ 3% contre 4% en 2022 et près de 10% en 2021.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

NOUVEAUX CHAOS

L'abandon soudain et mal préparé de la politique zéro Covid début décembre 2022 a plongé la Chine dans de nouvelles turbulences. La forte vague épidémique a gêné la production du secteur manufacturier et retardé, une nouvelle fois, le redressement de la consommation privée et de l'activité dans les services. Toutefois, en supposant un reflux de l'épidémie à partir de février 2023, la demande intérieure devrait enfin rebondir, aidée par des mesures supplémentaires de soutien monétaire et budgétaire. En revanche, les exportations devraient rester pénalisées par la faiblesse de la demande mondiale. Alors que l'excédent courant devrait se réduire en 2023, l'évolution des flux de capitaux est plus incertaine.

UN CHANGEMENT BRUTAL DE LA POLITIQUE COVID-19

Le redressement de l'activité qui a suivi la période de confinement du printemps 2022 a été fragile, déséquilibré, et s'est interrompu au dernier trimestre de l'année. Les exportations de marchandises et la croissance industrielle, principaux moteurs de la croissance chinoise depuis 2020, ont fortement ralenti ces derniers mois. Les exportations (en valeur) se sont contractées de -6,6% en glissement annuel (g.a.) au T4 2022, après une hausse de +10,1% au T3 ; et la croissance de la production industrielle (en volume) a ralenti à +2,8% en g.a. au T4 2022, après avoir ré-accélééré à +4,8% au T3.

Le secteur manufacturier (l'industrie électronique en particulier) a d'abord ajusté sa production en réponse à la rapide détérioration de la performance des exportations. De plus, l'effet des incitations fiscales à l'achat de voitures s'est réduit, ce qui a conduit au ralentissement de la production automobile. Enfin, les usines ont connu d'importantes perturbations dues à l'épidémie de Covid-19. Jusqu'à début décembre, ces perturbations ont résulté des restrictions à la mobilité imposées dans diverses régions dans le cadre de la politique zéro Covid. Depuis le 7 décembre dernier, l'abandon très soudain et mal préparé de cette stricte politique a plongé le pays dans de nouvelles turbulences.

La plupart des restrictions sanitaires ont été subitement levées, et ces changements ont provoqué une flambée du nombre de cas de Covid-19 – notamment à cause des taux de vaccination trop bas de la population et des personnes âgées en particulier. Les conséquences négatives sur l'activité ont été importantes, avec des effets sur la production liés à l'absentéisme de la main d'œuvre et des effets sur la demande liés au nombre de malades et aux craintes des Chinois face au risque d'infection.

L'activité dans les services et la consommation des ménages devraient donc, une nouvelle fois, tarder à se redresser. Elles sont restées déprimées tout au long de 2022 sous l'effet de freins puissants, dont certains pourraient avoir du mal à se dissiper à très court terme : contraintes liées à l'épidémie, grave crise du secteur immobilier, conditions dégradées sur le marché du travail, ralentissement de la progression des revenus disponibles, et importante crise de confiance des entreprises et des ménages. L'indice de confiance des consommateurs, publié par le Bureau statistique chinois, s'est ainsi effondré de 120 début 2022 à 87 au printemps, atteignant des plus bas historiques, et n'a pas rebondi depuis. Au T4 2022, la production de services a diminué de -0,9% en g.a. et les volumes de ventes au détail de -4% (après une croissance de 1% environ au T3 2022).

ACCÉLÉRATION MODÉRÉE DE LA CROISSANCE EN 2023

Après une période chaotique, qui pourrait durer jusqu'après le Nouvel An chinois de fin janvier, l'activité tirée par la demande intérieure devrait rebondir et le reflux de l'épidémie s'accompagner d'un effet de rattrapage (ce scénario suppose que la couverture vaccinale s'étende

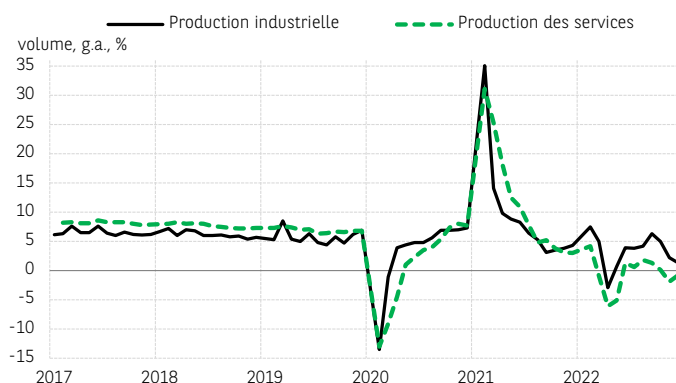
	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	8,4	3,0	5,1	5,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	0,9	2,0	2,7	2,5
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,7	-3,1	-2,8	-3,2	-3,2
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	45,9	46,9	50,7	53,2	54,5
Solde courant, % du PIB	1,7	1,8	2,4	2,0	1,5
Dette externe, % du PIB	16,3	15,4	15,6	15,5	15,1
Réserves de change, mds USD	3 217	3 250	3 128	3 050	3 040
Réserves de change, en mois d'imports	16,2	12,6	11,8	11,1	10,1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

CHINE : UN MAUVAIS DERNIER TRIMESTRE 2022



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

rapidement et que les conséquences de l'épidémie sur le système médical ne soient pas hors de contrôle, forçant certaines régions à réintroduire des restrictions). Les ménages pourraient notamment utiliser une partie du surcroît d'épargne accumulé pendant la pandémie. On estime que le taux d'épargne des ménages est passé de 35% du revenu disponible en 2019 à 38% en 2020, pour ensuite fléchir à environ 36% en 2021, et il a probablement ré-augmenté légèrement en 2022.

Pour encourager la reprise, les autorités envisagent de renforcer encore les politiques de soutien budgétaire et monétaire. Leurs déclarations faites à l'issue de la Conférence sur le travail économique mi-décembre annoncent des aides en faveur des consommateurs et de nouvelles mesures dans le secteur immobilier. L'objectif des autorités est d'accorder davantage de financements de court terme aux promoteurs les



plus sains afin d'atténuer les risques de crédit dans le secteur financier et de les aider à achever les chantiers de construction en cours, ainsi que de relancer la demande de logements des ménages (les volumes de ventes immobilières ont encore chuté de 32% en g.a. en décembre). Avec ces mesures de soutien, et en supposant une évolution favorable de la situation sanitaire, le secteur immobilier devrait au mieux se stabiliser au cours de l'année 2023.

Les difficultés du secteur exportateur devraient quant à elles persister à court terme du fait de l'affaiblissement de la demande mondiale. Le ralentissement des exportations, couplé à une reprise des importations, devrait limiter la ré-accelération de la croissance chinoise attendue en 2023. Par ailleurs, l'excédent commercial et l'excédent courant, qui se sont accrus en 2022, devraient se réduire. Les dynamiques des flux de capitaux sont beaucoup plus incertaines à court terme, ce qui complique les prévisions d'évolution du taux de change du yuan.

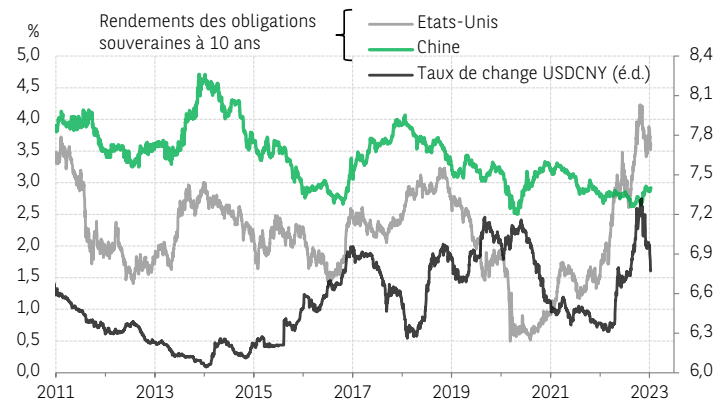
YUAN SOUS PRESSION

Le yuan s'est rapidement déprécié en 2022, après plus de 18 mois d'appréciation. Il a perdu 11% de sa valeur contre le dollar sur les onze premiers mois de l'année, puis a regagné 3% en décembre. Comme l'ensemble des devises, l'affaiblissement du yuan a d'abord été lié au renforcement général du dollar qui a accompagné le resserrement monétaire américain depuis le mois de mars. La dépréciation du yuan en termes effectifs nominaux a, de fait, été beaucoup plus modérée : l'indice CFETS (calculé par la *China Foreign Exchange Trade System* sur la base d'un panier de 24 monnaies) a baissé de 5% sur les onze premiers mois de 2022 avant de se renforcer légèrement en décembre. Toutefois, l'affaiblissement du yuan a également résulté de facteurs internes et de l'évolution de la balance des paiements.

L'excédent courant a continué d'augmenter en 2022, atteignant USD 310 mds sur les trois premiers trimestres (soit +2,4% du PIB, contre +1,8% en 2021), mais les autres composantes de la balance des paiements se sont détériorées. Ainsi, la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et des erreurs et omissions a atteint -1,9% du PIB sur les trois premiers trimestres de 2022, contre -0,7% en 2021. Alors que les taux d'intérêt américains ont augmenté rapidement en 2022, les autorités chinoises ont au contraire assoupli (modérément) leur politique monétaire afin de stimuler la demande intérieure, en l'absence de fortes pressions inflationnistes. Le différentiel entre les taux d'intérêt américains et chinois s'est alors inversé puis fortement élargi, ce qui a considérablement modifié les conditions de financement internationales et les déterminants des flux de capitaux.

Dans ce contexte, la Chine a enregistré d'importantes sorties de capitaux, notamment du fait d'opérations d'arbitrage de taux. Selon les données de la balance des paiements, les sorties nettes d'investissements de portefeuille ont atteint un niveau record de USD 261 mds sur les trois premiers trimestres de 2022 (-2% du PIB). Elles ont résulté d'une hausse des sorties nettes des résidents (dont les flux de portefeuille sont structurellement négatifs) et d'importantes ventes nettes de titres chinois (principalement obligataires) par les non-résidents (dont les flux de portefeuille ont été négatifs sur les trois premiers trimestres de 2022 pour la première fois depuis 2015, représentant -0,8% du PIB). Par ailleurs, les flux nets d'investissements directs (ID) sont restés positifs mais ont enregistré une baisse notable. En revanche, les sorties nettes liées aux flux de dette et aux autres investissements se sont réduites (en partie grâce à la baisse de l'encours des crédits chinois à l'étranger). Le risque d'une fuite massive de capitaux est, de fait, contenu par l'existence de contrôles, renforcés depuis 2015, visant notamment à limiter les sorties de capitaux des résidents.

CHINE : DIVERGENCE DES TAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les institutions les plus fragiles et les plus dépendantes aux crédits extérieurs (notamment les promoteurs immobiliers) ont rencontré des difficultés en raison de la dégradation des conditions de financement internationales. Mais les conséquences sur la capacité globale de la Chine à couvrir ses besoins de financement extérieur sont très limitées. En effet, malgré l'ouverture (contrôlée) aux investisseurs étrangers, la Chine reste peu dépendante aux financements extérieurs. Sa balance de base (solde courant et ID) est structurellement positive, sa dette extérieure est faible (15% du PIB) et la participation des investisseurs étrangers sur ses marchés financiers reste modeste même si elle a augmenté jusqu'en 2021 (ils représentaient 3% du stock total d'obligations locales à fin 2021 – mais 11% du stocks d'obligations du gouvernement – et moins de 5% de la capitalisation boursière).

En outre, la Chine est dotée d'une position de liquidité extérieure très solide. Ses réserves de change (USD 3 128 mds à fin décembre 2022) suffisent à couvrir la dette extérieure et à se protéger des épisodes de sorties de capitaux. Les réserves n'ont que légèrement diminué ces derniers mois, d'autant que les interventions directes de la banque centrale sur le marché des changes pour contenir la dépréciation du yuan ont été limitées. La banque centrale a préféré user d'autres instruments, visant par exemple à contrôler certains flux de capitaux des institutions financières, ainsi que de mesures prudentielles (le coefficient de réserves obligatoires sur les dépôts en devises a été abaissé à 6% contre 9% fin 2021, et le ratio de réserve de risque de change pour les ventes à terme a été rehaussé à 20% fin septembre).

À court terme, l'évolution des flux de capitaux, et donc du taux de change, est incertaine. L'écart de taux entre les États-Unis et la Chine devrait diminuer quand la Réserve fédérale américaine interrompra son cycle de resserrement monétaire (ce qui est attendu d'ici la fin du T1 2023) et les perspectives de croissance en Chine devraient s'améliorer. Toutefois, les investisseurs devraient rester prudents, leur confiance ayant été affaiblie ces deux dernières années par la politique sanitaire de la Chine, ainsi que par la crise du secteur immobilier, la montée du risque réglementaire et les tensions géopolitiques.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



BONNE RÉSISTANCE DES FINANCES PUBLIQUES AU RALENTISSEMENT

L'économie indienne a bien résisté à l'environnement extérieur en 2022 mais elle ralentit en raison notamment des pressions inflationnistes. Sur l'année fiscale qui s'achèvera en mars 2023, le déficit budgétaire pourrait excéder la cible initiale, mais le dépassement devrait être marginal et le ratio de la dette rapportée au PIB devrait poursuivre sa décroissance. Les risques de refinancement de l'État restent contenus. En revanche, les tensions sur les comptes extérieurs devraient rester relativement fortes, en raison, notamment, de la baisse des exportations dans un contexte international défavorable. Pour autant, la banque centrale devrait être en mesure de contenir la dépréciation de la roupie. Même si les réserves de change ont sensiblement baissé, elles restent suffisantes pour couvrir les besoins de financement extérieurs du pays.

RALENTISSEMENT ATTENDU DE LA CROISSANCE

Au deuxième trimestre de l'année budgétaire 2022/2023 commencée au 1^{er} avril 2022, la croissance économique a ralenti à 6,3% en glissement annuel (g.a.) après un premier trimestre exceptionnellement élevé en raison d'effets de base favorables. Sur la deuxième partie de l'année budgétaire, la croissance ne devrait guère excéder 5% par rapport à la l'année dernière. Même si la demande intérieure devrait rester solide, son rythme de croissance serait moins soutenu que sur la première partie de l'année. Tous les indicateurs d'activité confirment un ralentissement depuis septembre-octobre 2022, même si les investissements publics devraient rester soutenus. En outre, alors que les activités de service restent dynamiques, une contraction de la production industrielle a été enregistrée en octobre dernier, conjointement à celle des exportations. Après avoir atteint un point haut en septembre 2022, à 7,4% en g.a., l'inflation a ralenti pour s'établir à 5,9% en g.a. en novembre 2022, portée par une sensible décélération des prix alimentaires, alors que l'augmentation des prix de l'énergie est restée importante (+10,6% en g.a.). Ainsi, même si l'inflation s'est établie sous la cible de 4% ±2 points de pourcentage fixée par les autorités monétaires, les pressions inflationnistes restent fortes, comme en témoigne la hausse des prix hors produits alimentaires et énergétiques qui s'est encore établie à +6% en g.a. en novembre.

Bien que moins exposée à l'environnement économique mondial que d'autres pays d'Asie, l'Inde ne sera pas épargnée par la récession attendue en Europe et aux États-Unis. Par ailleurs, le durcissement monétaire (+225 points de base entre avril et décembre 2022) devrait se poursuivre au dernier trimestre de l'année budgétaire en cours et peser sur les décisions d'investissement des entreprises, même si leur situation financière est beaucoup plus solide qu'à la veille de l'épidémie de la Covid-19. Le gouvernement devrait maintenir une politique budgétaire expansionniste afin de développer les infrastructures et soutenir le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte pré-électoral (les élections générales étant prévues en mai 2024).

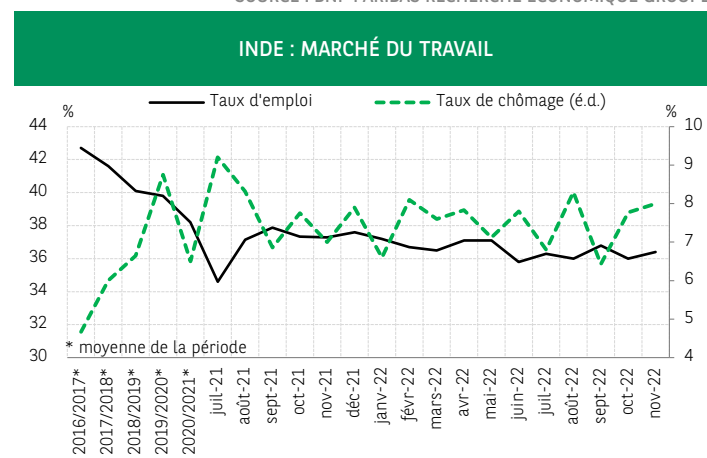
Les risques qui pèsent sur la croissance restent importants. Le marché du travail n'a pas renoué avec les niveaux d'avant-crise. Le taux de chômage reste élevé (8% en novembre) et le taux de participation, qui mesure la part de la population en activité ou en recherche d'emploi, reste structurellement bas (39,6% en novembre 2022), et inférieur au niveau d'avant-crise (42,7% fin 2019). Une partie importante de la population ne cherche pas à intégrer le marché du travail. La situation est particulièrement préoccupante pour les jeunes. Le taux de chômage des jeunes urbains âgés de 20 à 24 ans a atteint 42% en octobre 2022. À ce jour, le pays ne parvient pas à tirer profit de son avantage démographique. Selon le FMI, à moins que le gouvernement parvienne à accroître sensiblement les créations d'emplois, en particulier pour les jeunes et des femmes, la croissance potentielle s'établira à 6% à l'horizon 2027, soit 0,5 point de pourcentage en moins que ce qui était estimé avant l'épidémie de la Covid-19. À l'inverse, si le taux de parti-

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	-6,6	8,7	6,9	6,1	6,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,1	5,5	6,7	5,5	4,4
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-13,9	-10,2	-10,0	-9,0	-8,1
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	89,4	84,1	83,5	83,6	83,6
Solde courant, % du PIB (1)	0,9	-1,2	-3,5	-2,6	-2,4
Dette externe, % du PIB (1)	21,5	19,5	19,6	19,8	19,9
Réserves de change, mds USD	579	618	545	560	575
Réserves de change, en mois d'imports	9,0	7,9	6,7	6,5	6,9

(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



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CMIE, BNP PARIBAS

icipation augmente, en particulier dans les secteurs à forte productivité, et que l'intermédiation financière se développe, alors la croissance à moyen terme pourrait atteindre 7%, selon le FMI.

BIEN QUE FRAGILES, LES FINANCES PUBLIQUES RÉSISTENT

Dans son budget établi il y a près d'un an, le gouvernement prévoyait une réduction du déficit de 6,7% du PIB à 6,4% pour l'année budgétaire qui s'achèvera au 31 mars 2023. Les États, quant à eux, avaient pour objectif de réduire leur déficit consolidé de 3,6% du PIB à 3,3% du PIB, ce qui aurait permis d'abaisser le déficit de l'ensemble des administrations bien en-deçà de 10% du PIB (contre 10,2% en 2021/2022).

Le déficit budgétaire du gouvernement central est resté contenu sur les sept premiers mois de l'année budgétaire 2022/2023. Entre avril et octobre 2022, le déficit budgétaire a atteint seulement 45,6% de sa



cible annuelle, soit un niveau bien en-deçà des années précédentes (au cours des cinq dernières années, le déficit atteignait en moyenne 70,9% de sa cible annuelle à la même période). Il ne s'est ainsi élevé qu'à 4,9% du PIB. La bonne résistance des comptes publics sur ces sept premiers mois s'explique par une augmentation des recettes du gouvernement.

La hausse des recettes reflète une augmentation sensible des prélèvements sur les bénéfices des entreprises (+27,7%) et des taxes sur les biens et services (+31,5%), alors que les recettes induites par les transactions commerciales à l'international ont diminué (-18,8%) en raison de la baisse des droits d'accise sur les importations de produits énergétiques, une décision prise par le gouvernement pour contenir la hausse des prix induite par le conflit en Ukraine. Les recettes issues de la taxe sur les biens et services ont constitué la plus importante source de revenus pour le gouvernement (25,7%), reflet de la bonne tenue de l'activité économique mais aussi d'une amélioration significative de la collecte de la taxe.

Du côté des dépenses publiques, le gouvernement a adopté une politique de soutien à la croissance, en dépit d'une marge budgétaire étroite. Il est notamment parvenu à poursuivre sa politique de développement des infrastructures. Ces dépenses ont ainsi atteint sur les sept premiers mois de l'année près de 55% de leur cible annuelle.

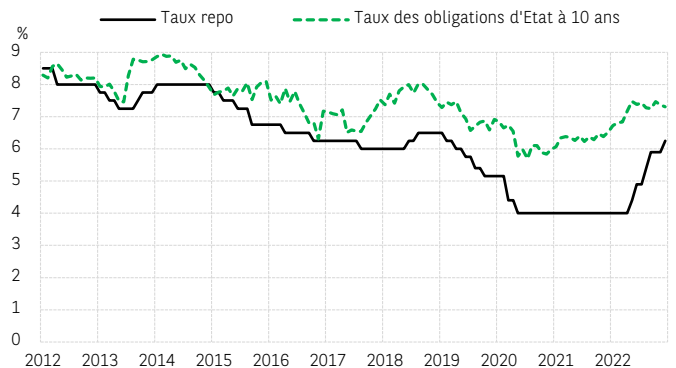
L'objectif de déficit du gouvernement central devrait être dépassé compte tenu du ralentissement de la croissance et du niveau élevé des dépenses publiques. Celles-ci devraient ainsi atteindre près de 3% du PIB sur l'ensemble de l'année budgétaire contre seulement 1,6% du PIB avant l'épidémie de Covid-19. Par ailleurs, pour contenir l'impact de la hausse des prix des matières premières sur les ménages et les agriculteurs, le gouvernement a sensiblement augmenté les subventions sur les prix alimentaires et les engrais. Le programme d'aide alimentaire a été prolongé jusqu'à la fin de l'année 2022. Le coût supplémentaire induit par la hausse des subventions est estimé à plus de 0,7% du PIB pour l'ensemble de l'année fiscale.

Le paiement des intérêts sur la dette est resté un poste de dépenses majeur (22,4% des dépenses entre avril et octobre 2022 y ont été consacrées), en hausse de 22,4% sur les sept premiers mois de l'année budgétaire en cours par rapport à la même période l'année dernière. Néanmoins, bien que toujours très élevé, le ratio des dépenses d'intérêt rapportées aux recettes a légèrement diminué pour la deuxième année consécutive. Le paiement des intérêts représentait ainsi 34,7% des recettes sur les sept premiers mois de l'année contre un plus haut de 40,2% au cours de l'année budgétaire 2020/2021. Cette tendance positive pourrait toutefois se dégrader à court terme compte tenu de la hausse des rendements sur les obligations du gouvernement dans le contexte de durcissement de la politique monétaire. Sur les six premiers mois de l'année budgétaire en cours, le taux moyen de rendement sur les obligations émises par le gouvernement a augmenté de 6,6% en début d'année à 7,3%.

À court et moyen terme, la consolidation des finances publiques devrait se poursuivre. Malgré la perspective des élections générales en mai 2024, le gouvernement a réaffirmé son engagement de réduire son déficit à 4,5% du PIB d'ici l'exercice budgétaire 2025/2026. Par ailleurs, même si le niveau de la dette reste élevé, les risques de refinancement sont contenus.

Sur la première partie de l'année budgétaire, le déficit a été financé presque exclusivement par l'émission de titres de dette sur le marché domestique. Après avoir atteint un point haut de 89,4% du PIB au cours de l'année 2020/2021, le ratio de dette devrait baisser pour la deuxième année consécutive et atteindre 83,5% du PIB en mars 2023. À moyen terme, le niveau de la dette devrait rester durablement au-dessus du niveau d'avant crise. Pour autant, les risques de refinancement restent

INDE : POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA RBI



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RBI, BNP PARIBAS

contenus. La dette a une maturité longue (11,9 ans en moyenne) et les titres de dette d'un an ou moins ne constituent que 7,9% de la dette totale. Par ailleurs, la dette est libellée presque exclusivement en monnaie domestique (seulement 6,1% de la dette est libellée en devises) et détenue à plus de 93% par les résidents.

LES COMPTES EXTÉRIEURS TOUJOURS SOUS PRESSION

Les comptes extérieurs sont sous pression depuis le début du conflit en Ukraine. Importateur net de matières premières, l'Inde a vu sa facture énergétique augmenter fortement alors même qu'elle a très rapidement substitué une grande partie de ses importations de pétrole du Moyen-Orient par du pétrole en provenance de Russie (le prix du baril de l'oural a été vendu en moyenne USD30 de moins que le prix du Brent depuis mars 2022). Entre avril et septembre 2022, le déficit commercial a atteint 8,9% du PIB (contre 5,1% un an auparavant) et le déficit du compte courant 3,9% du PIB. Ce dernier n'a été couvert que partiellement par les investissements directs étrangers. Le creusement du déficit courant aurait pu être beaucoup plus important sans la bonne tenue de la balance des services, dont l'excédent a augmenté de 0,5 point de PIB (pour atteindre 3,9% du PIB).

Les pressions sur les comptes extérieurs devraient rester fortes au moins sur la première partie de l'année 2023 en raison notamment de la baisse des exportations à destination de l'Europe et des États-Unis. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2022/2023, le déficit du compte courant devrait atteindre 3,5% du PIB contre seulement 1,2% l'année dernière. Par ailleurs, les entrées de capitaux ne suffiront pas à le couvrir, accentuant les pressions à la baisse sur les réserves de change et sur la roupie.

Même si les tensions sur la monnaie se sont allégées aux mois d'octobre et novembre 2022, elles restent fortes comme en témoignent les mouvements à la baisse enregistrés depuis début décembre. Ainsi, sur l'ensemble de l'année calendaire 2022, la roupie s'est dépréciée de 10,3% face au dollar. Le mouvement aurait pu être plus marqué sans les ventes de devises par la banque centrale. Les marges de manœuvre de cette dernière restent confortables mais elles ont sensiblement baissé avec la contraction des réserves de change (-USD 70 mds sur un an). Fin décembre, les réserves couvraient 1,4 fois les besoins de financement à court terme du pays.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



MALAISIE

VERS UNE NORMALISATION

L'économie de la Malaisie a bien résisté en 2022. Sa croissance pourrait avoir dépassé 8% et les finances publiques se sont consolidées grâce à l'augmentation des revenus pétroliers. Par ailleurs, même si les comptes extérieurs ont été fragilisés par les sorties de capitaux et la hausse des importations, le solde du compte courant est resté excédentaire et le ringgit s'est modérément déprécié contre le dollar sur l'ensemble de l'année. Les perspectives pour 2023 sont moins favorables. La croissance devrait décélérer compte tenu du durcissement monétaire et du ralentissement économique mondial. Les risques sur les finances publiques restent contenus même si la dette demeure supérieure au niveau d'avant crise. Le nouveau gouvernement devrait présenter son budget au Parlement fin février. Sa stratégie budgétaire devrait s'inscrire dans la continuité de celle du précédent gouvernement. La principale question porte sur la ré adoption ou non de la taxe sur les biens et services.

NETTE DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN 2023

Sur les trois premiers trimestres de l'année 2022, la croissance a atteint 9,3%, soutenue par le dynamisme de la demande intérieure et une contribution positive des exportations nettes au troisième trimestre.

L'activité économique a été particulièrement dynamique dans le secteur de la construction et des services. La hausse des subventions sur les prix de l'énergie et de l'alimentaire a permis de limiter l'impact de l'augmentation des prix internationaux sur le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, le retour des touristes, le rebond du marché du travail et la hausse du salaire minimum ont soutenu la demande. Même si le nombre de touristes reste inférieur de 37% à ce qui prévalait avant l'épidémie de la Covid-19, il a été multiplié par plus de 3,2 depuis la réouverture des frontières en avril 2022.

De même, bien que toujours plus fragile qu'avant la crise, le marché du travail s'est sensiblement consolidé au cours des douze derniers mois. Les créations d'emplois ont augmenté de 3,6% au troisième trimestre 2022 et le taux de chômage a diminué pour s'établir à 3,7% en octobre, soit 0,7 pp de moins qu'à la même époque l'année dernière. Le taux de participation a continué sa progression pour atteindre 69,7% en octobre. Les hausses de salaires se sont poursuivies en particulier dans le secteur des services (+8,7% au T3-2022), principal secteur de créations d'emplois.

Au quatrième trimestre 2022, la croissance devrait avoir sensiblement décéléré. En effet, les indicateurs d'activité montrent un ralentissement des ventes au détail et de la production industrielle depuis le mois de septembre. La confiance des entreprises s'est sensiblement dégradée conjointement à la hausse des coûts de production. De plus, les exportations ont progressivement diminué après avoir atteint un point haut en août et ce mouvement ne devrait pas s'inverser au premier trimestre 2023 en raison du rebond de l'épidémie de Covid-19 en Chine.

Néanmoins, en dépit de la décélération de l'activité au quatrième trimestre, la croissance économique pourrait avoir dépassé 8% sur l'ensemble de l'année 2022.

Les prévisions de croissance pour l'année 2023 sont beaucoup moins favorables. Elles ont été revues à la baisse par la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement depuis le mois de septembre. L'économie malaise est beaucoup plus exposée à l'environnement international que les autres pays d'Asie. Or, les risques de récession en Europe et aux États-Unis sont élevés. Par ailleurs, le durcissement monétaire domestique devrait peser sur la demande intérieure. Sur les douze derniers mois, les taux d'intérêt déflatés de la hausse des prix hors produits alimentaires ont augmenté de 210 points de base. Dans ces conditions, la croissance ne devrait guère dépasser 4-4,5% à moins que l'activité en Chine ne rebondisse plus rapidement que prévu.

PRÉVISIONS

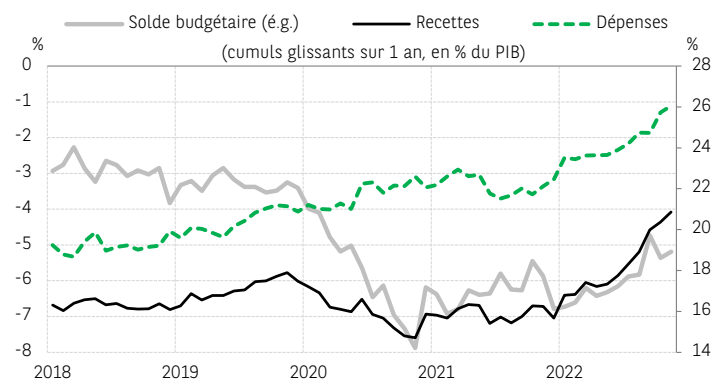
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-5,5	3,1	8,0	4,0	4,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	-1,2	2,5	3,4	3,0	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,2	-6,4	-5,3	-5,2	-4,6
Dette du gouvernement % du PIB	62,1	63,5	62,0	63,0	63,5
Solde courant, % du PIB	4,2	3,8	2,0	1,5	2,2
Dette externe, % du PIB	67,6	70,0	67,5	65,0	62,5
Réserves de change, mds USD	100	104	98	100	104
Réserves de change, en mois d'imports	6,2	5,7	4,9	5,0	5,4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

MALAISIE : FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNM, BNP PARIBAS

CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques se sont consolidées au cours de l'année 2022. Bien que toujours supérieurs au niveau d'avant crise, le déficit du gouvernement fédéral et la dette ont diminué et devraient s'établir, sur l'ensemble de l'année, à respectivement 5,3% et 62% du PIB. En revanche, certaines fragilités structurelles demeurent : la base fiscale reste relativement faible (les recettes ne devraient guère excéder 15% du PIB cette année) et le poids des dépenses rigides reste élevé (les dépenses d'intérêt et celles de retraites et de salaires des seuls fonctionnaires constituent 41% des dépenses totales).



Sur les onze premiers mois, le déficit budgétaire a diminué de 28% par rapport à la même époque l'année dernière (-0,7 point de PIB) pour atteindre 5,2% du PIB. Cette consolidation résulte d'une forte augmentation des recettes publiques (+29,5%) alors que la hausse des dépenses a été plus modeste (+11,1%) en dépit de l'augmentation significative des subventions (multipliées par près de 1,6). Cette hausse des recettes s'explique à la fois par la forte reprise de l'activité économique, mais aussi par l'envolée des prix du pétrole. En effet, sur les trois premiers trimestres 2022, les revenus issus des activités pétrolières ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis 2014 et ont constitué 27,3% des recettes du gouvernement. En effet, selon les dernières prévisions du ministère des Finances, les seuls dividendes versés par Petronas devraient s'être élevés à MYR 50 mds (soit plus de 17% des recettes totales de l'année) sans compter les prélèvements directs sur les sociétés du secteur pétrolier (7% des revenus totaux) et les taxes indirectes sur les ventes de produits pétroliers. La hausse des recettes budgétaires pour l'année 2022 ne sera donc que temporaire à moins que le nouveau gouvernement ne décide de remettre en place la taxe sur les biens et services, supprimée en 2018. Un tel projet avait été envisagé par l'ancien gouvernement mais n'avait pas été voté avant la dissolution du parlement.

Du côté des dépenses, sur les trois premiers trimestres 2022, la charge des dépenses d'intérêt rapportées aux recettes, bien que toujours supérieure au niveau d'avant-crise, a diminué à 14% contre plus de 16% en 2021.

Le budget pour l'année 2023 devrait être présenté le 24 février prochain par le nouveau Premier ministre, Anwar Ibrahim (aussi ministre des Finances). Le budget initialement présenté en octobre par l'ancien gouvernement prévoyait une réduction du déficit de 5,8% du PIB en 2022 à 5,5% du PIB. Même si le nouveau gouvernement devrait poursuivre la consolidation de ses finances publiques, il a toutefois annoncé qu'il ne souhaitait pas accroître la pression fiscale et qu'il poursuivrait ses efforts de soutien à la croissance. Il souhaite notamment concentrer davantage les subventions sur les ménages les plus défavorisés. Par ailleurs, les dépenses d'investissement devraient continuer à augmenter pour pallier les défaillances en matières d'infrastructure en particulier dans le domaine des transports routiers et ferroviaires.

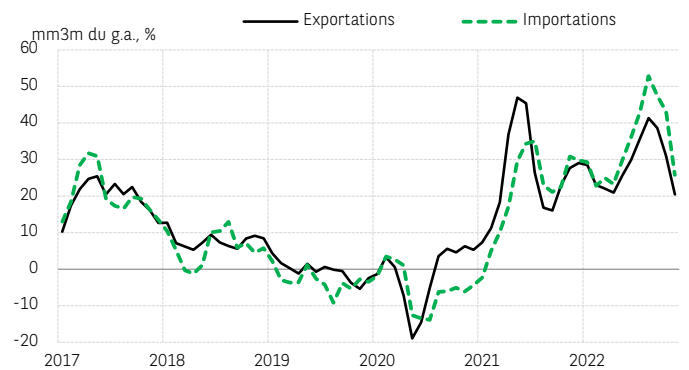
Au T3 2022, la dette s'est établie à 61,6% du PIB. Même si elle reste élevée, les risques de refinancement sont contenus. La dette est presque exclusivement libellée en monnaie locale (à 97,2%) et détenue principalement par les investisseurs domestiques (77,6%).

TENSIONS PASSAGÈRES SUR LA LIQUIDITÉ EXTÉRIÈRE

La Malaisie a un surplus structurel de son compte courant. Bien qu'en baisse sensible au cours de l'année 2022, il est demeuré en territoire positif et devrait le rester en 2023.

En 2022, la Malaisie a bénéficié de la hausse des prix des matières premières exportées (huile de palme, hydrocarbures). Pour autant, l'augmentation des exportations sur les trois premiers trimestres de l'année (+2,2 points de PIB) a été compensée par la hausse des importations (+4,2 points de PIB), en particulier des produits alimentaires et des biens de consommation durables dans un contexte de forte accélération de la demande intérieure. Ainsi, en dépit de la hausse des recettes touristiques, le surplus du compte courant a diminué de 2,3 points de PIB par rapport à la même période l'année dernière pour atteindre seulement 1,6% du PIB. Au quatrième trimestre, la baisse des importations induite par le ralentissement économique et le retournement du prix des matières premières compensera la contraction des exportations générées notamment par la forte décélération de l'activité en Chine.

MALAISIE : ÉCHANGES EXTÉRIEURS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNM, BNP PARIBAS

Sur l'ensemble de l'année 2022, le surplus du compte courant devrait ainsi s'établir à 2% du PIB contre 3,8% en 2021.

Concernant le compte financier, comme les autres pays d'Asie du Sud, la Malaisie n'a pas été épargnée par les sorties de capitaux générées par la forte hausse des taux américains. Elles ont atteint l'équivalent de 1,9% sur les trois premiers trimestres de l'année 2022.

La part des actions détenues par les investisseurs étrangers a baissé de 0,7 point sur les douze derniers mois pour atteindre seulement 13,7% en décembre 2022. Il en est de même pour les obligations. Sur le marché obligataire domestique, les investisseurs étrangers ne détiennent plus que 12,7% des obligations (-0,8 pp en un an).

Dans un tel contexte, pour contenir la dépréciation du ringgit face au dollar, la banque centrale est intervenue sur les marchés des changes, générant ainsi une baisse des réserves de change de USD 10,4 mds entre janvier et octobre 2022. Depuis le mois de novembre, les pressions à la baisse sur les comptes extérieurs se sont atténuées. Le ringgit s'est renforcé face au dollar pour terminer l'année en baisse de seulement 4,6% et les réserves de change se sont accrues à nouveau pour atteindre USD98 mds fin novembre 2022, soit l'équivalent de 4,9 mois d'importations de biens et services.

Le ratio de la dette extérieure rapportée au PIB reste élevé mais il a diminué à 67% du PIB au T3-2022, en dépit de la hausse de la valeur nominale de la dette. La dette libellée en devises reste élevée (67,8% de la dette totale) mais les risques de revalorisation induits par la dépréciation du ringgit restent modérés. En effet, selon la banque centrale, 67,6% de la dette en devises est soumise à des règles strictes de couverture contre le risque de change. Par ailleurs, 14,2% de la dette extérieure correspond à de la dette intra-entreprises et 11,1% à de la dette « commerciale » couverte naturellement par les opérations d'exportation à l'international.

Le retournement à la baisse des prix de certaines matières premières (l'huile de palme à partir de fin avril et le pétrole depuis le mois de juin) ainsi que la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 en Chine et la récession attendue dans les pays avancés sont autant d'éléments qui vont peser sur les exportations du pays en 2023. Pour autant, le solde du compte courant devrait rester excédentaire en raison du ralentissement des importations.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



PHILIPPINES

RALENTISSEMENT LIMITÉ DE LA CROISSANCE POUR 2023

Le gouvernement philippin a maintenu les restrictions sanitaires liées à la pandémie pour une durée plus longue que la moyenne des pays émergents, certaines régions étant restées confinées jusqu'en avril 2022. La phase de rebond de l'activité n'est pas encore terminée. La vigueur de la consommation des ménages, toujours alimentée par les transferts des travailleurs étrangers, devrait permettre de compenser les effets de la hausse de l'inflation et du ralentissement de la croissance mondiale. La croissance devrait ralentir en 2023 mais resterait soutenue. Toutefois, les séquelles laissées par la crise et les mesures sanitaires pèsent sur les perspectives de moyen terme.

FORT REBOND EN 2022

La croissance a été très soutenue en 2022 (estimée à près de 8%, après un recul de 9,5% en 2020 et une croissance de 5,7% en 2021). Elle s'explique surtout par un rebond d'activité post-Covid plus tardif que dans les autres pays de la région. Après un confinement plus strict et plus long aux Philippines (certaines régions sont restées confinées jusqu'en avril 2022), la vague de contaminations « Omicron » en 2022 a été moins sévère, d'autant que le taux de vaccination a été beaucoup plus élevé qu'initialement anticipé.

Au cours des trois premiers trimestres 2022, la consommation des ménages et l'investissement privé ont enregistré des taux de croissance très dynamiques (près de 9% et 12% respectivement, en moyenne et en glissement annuel). Malgré la persistance de contraintes sanitaires toujours relativement fortes en 2022 (les écoles n'ont commencé à accueillir de nouveau les élèves qu'à partir de septembre 2022), les services ont fortement contribué à la croissance au cours des trois premiers trimestres. Le retour des touristes a notamment participé au dynamisme du secteur. Au total, on comptabilise plus de 2 millions d'arrivées en 2022, soit près de 15 fois le nombre enregistré en 2021. Le nombre d'arrivées reste toutefois largement en dessous du niveau d'avant-Covid (plus de 8 millions d'arrivées en 2019). Plusieurs années pourraient être nécessaires pour atteindre de nouveau ce niveau. Au T3 2022, le PIB restait encore à un niveau inférieur de 10% à celui du dernier trimestre 2019.

Par ailleurs, le taux de chômage a baissé significativement au cours des derniers mois, enregistrant un plus bas historique en novembre, à 4,2%. Cela dit, d'après la Banque centrale, le faible taux de chômage est surtout dû à une recrudescence du travail informel.

Les perspectives pour les deux années à venir demeurent relativement favorables. La croissance devrait s'établir autour de 6% en 2023, avant d'accélérer de nouveau en 2024, pour atteindre un niveau proche du potentiel de croissance estimé par le FMI (6,5%). La consommation des ménages devrait rester soutenue, en dépit de la persistance de l'inflation. Les transferts en provenance des travailleurs étrangers continueront de soutenir la consommation privée. En dollars courants, ils ont progressé de plus de 3% en 2022. Exprimés en pourcentage du PIB, les transferts sont restés globalement stables autour de 8% au cours des trois dernières années.

Dans le même temps, le ralentissement de la croissance mondiale pèsera sur le secteur exportateur, en dépit du rôle d'amortisseur joué par le retour des touristes. Cela dit, l'effet sur la croissance devrait être moins marqué que dans d'autres pays de la région, compte tenu du moindre degré d'ouverture de l'économie.

PERSISTANCE DE L'INFLATION

L'inflation des prix à la consommation a accéléré de façon continue depuis le mois de mars 2022, pour atteindre 8,1% en g.a. en décembre et s'établir à 5,8% en moyenne en 2022. Dans ses dernières estima-

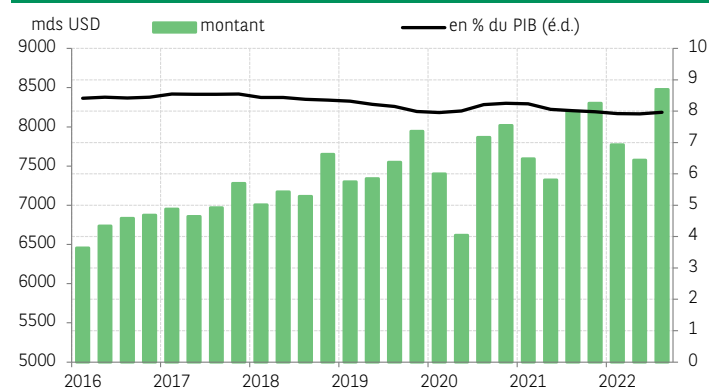
	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-9,5	5,7	7,8	6,0	6,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,4	3,9	5,8	4,8	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-4,6	-3,5	-3,2	-3,1
Dette du gouvernement, % du PIB	51,6	57,0	60,9	61,0	61,2
Balance courante, % du PIB	3,2	-1,5	-5,0	-4,1	-3,4
Dette externe, % du PIB	27,2	27,0	26,6	26,4	25,8
Réserves de change, mds USD	110,0	108,8	94,1	88,7	83,9
Réserves de change, en mois d'imports	12,3	9,6	8,8	8,5	7,8

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

PHILIPPINES : TRANSFERTS DES TRAVAILLEURS ÉTRANGERS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, CEIC, BNP PARIBAS

tions, la Banque centrale s'attend à un taux d'inflation qui devrait rester élevé (proche de 5% en 2023), en raison d'une forte pression de la demande intérieure (dans un contexte de prix des matières premières) et du prix toujours élevé des engrais. Depuis le mois de mai, la Banque centrale a régulièrement relevé son taux d'intérêt (à 5,5% en décembre, soit une hausse cumulée de 350 points de base). La politique monétaire pourrait encore se durcir au cours des prochains trimestres. Les écarts de taux avec les États-Unis se sont rétrécis au cours des derniers mois, occasionnant des sorties de capitaux et une dépréciation du taux de change (soit une dépréciation de près de 15% sur les dix premiers mois de l'année). Le taux de change a atteint PHP 59 / USD au début du mois d'octobre, en dépit d'interventions de la Banque centrale (qui ont



cependant permis d'amoinrir la volatilité du taux de change). Le peso s'est stabilisé autour de PHP55/USD depuis le début du mois de décembre.

D'autres interventions sur le marché des changes sont possibles à court terme. Le gouverneur de la Banque centrale a plusieurs fois précisé que celle-ci ne visait pas de niveau particulier au taux de change et restait concentrée sur son mandat de maintien de stabilité des prix. Cependant, le ministre des Finances a annoncé que le gouvernement ne « laisserait pas le taux de change se déprécier au-delà de PHP60/USD » et que près de USD10 mds de réserves de change (estimées à USD 96 mds en décembre) pourraient être utilisés à cette fin. La décision finale revient toutefois au conseil de politique monétaire de la Banque centrale, dont le ministre fait partie.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE SE POURSUIT

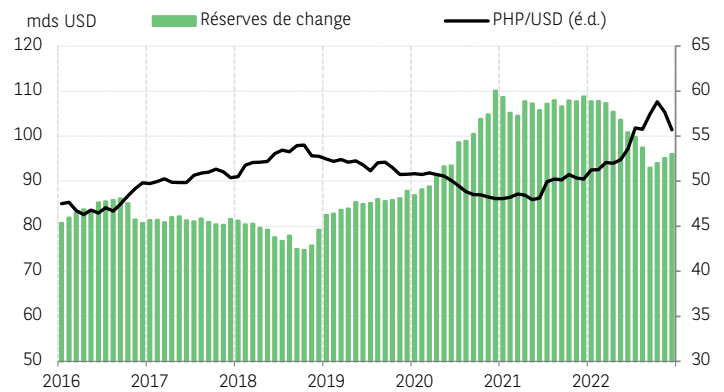
Le gouvernement philippin a profité des marges de manoeuvre budgétaires dont il disposait en 2020 et 2021 pour soutenir l'économie. Le déficit public s'est établi à 5,8% du PIB en 2020, et 4,6% en 2021, alors que celui-ci était inférieur à 1% en moyenne entre 2015 et 2019. Dans un contexte de rebond de la croissance, le déficit public est passé à 3,5% du PIB en 2022.

Dans le même temps, la dette a augmenté fortement : alors que celle-ci représentait 37% du PIB en 2019, elle a atteint 62% du PIB fin 2022. Cela dit, les risques concernant un éventuel dérapage des finances publiques n'ont pas significativement augmenté. D'une part, la structure de la dette est restée favorable : en dépit de la hausse rapide de la dette, la part des revenus budgétaires consacrée au paiement des intérêts est restée modérée (à un peu moins de 10% au T3 2022 alors qu'elle représentait 8,5% en moyenne en 2019), les maturités sont restées longues. La part de la dette libellée en devises reste relativement élevée, autour de 33%, mais diminue continuellement depuis près de 15 ans et le gouvernement philippin a pu facilement se financer sur le marché local, à des taux d'intérêts relativement bas. Tous ces éléments illustrent l'efficacité des politiques macroéconomiques mises en place au cours de la dernière décennie, et la solidité des fondamentaux philippins en dépit de la crise économique.

D'autre part, le président Marcos Jr., élu en mai dernier, a affirmé sa volonté de poursuivre la politique de consolidation annoncée par le précédent gouvernement. Peu après son entrée en fonction, le nouveau ministre des Finances a annoncé un plan de moyen terme, articulé autour de trois objectifs principaux : ramener la dette à un niveau inférieur à 60% du PIB d'ici 2025, ramener le déficit à un niveau inférieur à 3% du PIB d'ici 2028 et maintenir un rythme de croissance des dépenses en infrastructures supérieur au rythme de croissance du PIB.

Plusieurs propositions destinées à améliorer la collecte ont également été annoncées, telles que l'élargissement de l'assiette fiscale concernant les taxes foncières, ainsi que l'introduction de nouvelles taxes concernant la consommation numérique, ou la consommation de sacs en plastique à usage unique. D'après les mesures annoncées, l'investissement public (dépenses d'infrastructures exclues) pourrait diminuer. Cela dit, les nombreux projets de partenariat public-privé initiés par le gouvernement précédent, et continués par l'actuel, pourraient en partie se substituer à l'investissement public, et contribuer aux revenus de manière plus importante qu'escompté.

PHILIPPINES : RÉSERVES DE CHANGE ET TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Au total, dans un contexte de ralentissement limité de la croissance, la consolidation devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années, et les objectifs de diminution de la dette publique annoncés par le gouvernement devraient être tenus.

FRAGILITÉS LIÉES À LA PANDÉMIE

À moyen terme, les prévisions de croissance restent relativement élevées : d'après le FMI, le taux de croissance du PIB devrait être proche de 6,5% au cours des cinq prochaines années. Pourtant, l'ampleur et la durée des restrictions imposées dans le pays pendant la crise sanitaire ont occasionné de nombreuses fragilités (augmentation du taux de pauvreté, recours accru à l'emploi informel, diminution de la qualité de l'enseignement) qui ont en partie effacé les progrès observés au cours de la décennie précédente, et pèsent sur le potentiel de croissance. Plusieurs pistes de réformes ont été annoncées par le nouveau gouvernement, dont un plan visant à favoriser le retour à l'école et améliorer le niveau d'enseignement (*Basic Education Development Plan 2030*).

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com



VIETNAM

CRAQUEMENTS FINANCIERS DANS UN CONTEXTE DE REPRISE SOUTENUE

Le Vietnam a bénéficié d'un solide redressement de sa croissance économique en 2022, soutenu par le dynamisme du secteur exportateur et de la demande intérieure. Cependant, le pays s'est aussi révélé de plus en plus vulnérable à la dégradation de l'environnement international. Les exportations ont chuté au T4 2022 et ces difficultés devraient persister à court terme. L'inflation a accéléré en 2022, le dong s'est déprécié sous l'effet du durcissement monétaire américain et de sorties de capitaux, et la Banque centrale a commencé à augmenter ses taux directeurs. À ceci s'est ajouté un choc de confiance provoqué par des révélations de fraude sur le marché obligataire local. Dans ce contexte, des tensions sur la liquidité sont apparues dans le secteur financier. Ces tensions ne semblent pas d'ampleur à générer d'instabilité systémique mais rappellent certaines fragilités de la balance des paiements et du secteur financier. À court terme, la demande intérieure devrait ralentir. À moyen terme, les perspectives de croissance restent bonnes.

SOLIDE REBOND DE LA CROISSANCE EN 2022

En 2022, la croissance économique a rebondi vigoureusement pour atteindre 8%, après deux années marquées par un important ralentissement lié à la crise sanitaire. À partir du dernier trimestre 2021, les autorités sont passées d'une stricte politique « zéro Covid » à une stratégie du « vivre avec le Covid », un changement permis par une forte accélération de la campagne de vaccination au cours des mois précédents. La levée des restrictions a provoqué une hausse rapide du nombre de contaminations jusqu'en mars 2022, mais sans saturer les infrastructures de santé. Les indicateurs de mobilité se sont améliorés progressivement, passant au-dessus de leurs niveaux d'avant-Covid depuis le printemps 2022.

L'activité s'est redressée en parallèle depuis le T4 2021, tirée d'abord par la production et les exportations du secteur manufacturier, puis rapidement aussi par le secteur des services et la consommation privée. L'activité liée au tourisme a également redémarré en raison de la réouverture des frontières en mars 2022. Enfin, la demande intérieure a été encouragée par un nouveau plan de relance budgétaire (baisse du taux de TVA de 10% à 8%, réductions fiscales pour les entreprises, programme d'investissement public dans les infrastructures) et le maintien d'une politique monétaire accommodante.

Cependant, au cours des derniers mois, le Vietnam a ressenti de manière croissante les effets de la détérioration de l'environnement international consécutive à la guerre en Ukraine et au resserrement monétaire américain. D'une part, la performance du commerce extérieur s'est dégradée brutalement au T4 2022 en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale. Les exportations ont chuté de 6% en g.a., après une hausse de 16% au T3 et de 18% au S1. Le recul des ventes à destination des États-Unis (29% des exportations vietnamiennes en 2021) a été particulièrement prononcé.

D'autre part, la hausse des cours mondiaux des matières premières a contribué à l'accélération de l'inflation. Celle-ci a également été alimentée par le rebond de la demande intérieure et du marché de l'emploi, ainsi que par la dépréciation du dong. L'inflation des prix à la consommation est passée de 1,9% en g.a. au T4 2021 à 4,4% au T4 2022, tirée par la hausse des prix alimentaires (+5,2% au T4 2022 contre +0,2% au T4 2021) et des prix de l'énergie, et par l'inflation sous-jacente (+4,8% au T4 2022 contre +0,6% au T4 2021). Elle a dépassé la cible officielle de 4% en g.a. depuis octobre dernier.

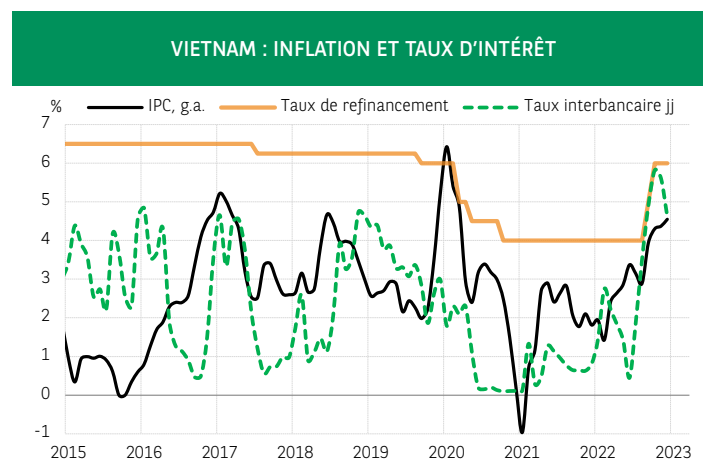
La Banque centrale (*State Bank of Vietnam*, ou SBV) a entamé un cycle de resserrement monétaire en septembre 2022. Toutefois, après deux hausses consécutives des taux directeurs en septembre et octobre (le taux de refinancement est passé de 4% à 6%), la SBV a interrompu son action malgré la persistance des pressions inflationnistes. Les autorités

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,9	2,6	8,0	6,0	6,5
Inflation IPC, moyenne, variation annuelle, %	3,2	1,8	3,2	3,8	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,9	-3,5	-4,6	-4,7	-4,4
Dette du gouvernement, % du PIB	41,7	39,7	40,4	41,6	41,7
Balance courante, % du PIB	4,3	-1,8	-0,5	0,9	1,4
Dette externe, % du PIB	36,5	37,2	35,0	34,8	33,6
Réserves de change, mds USD	94,8	109,4	87,0	95,3	107,4
Réserves de change, en mois d'imports	4,2	3,9	2,8	2,8	2,8

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SBV, BNP PARIBAS

ont en effet ajusté leurs priorités à cause d'importantes tensions sur la liquidité dans le secteur financier.

DÉPRÉCIATION DU DONG ET ÉROSION DES RÉSERVES DE CHANGE

L'augmentation des taux d'intérêt vietnamiens est venue s'ajouter à d'autres chocs. Tout d'abord, le durcissement monétaire américain en 2022 et le renforcement du dollar (jusqu'à sa baisse ces dernières semaines) ont entraîné des sorties de capitaux. Celles-ci ont été observées dans les opérations de dépôts et crédits du poste « autres investissements » de la balance des paiements, et surtout dans les



« erreurs et omissions » dont le solde négatif a atteint USD 23,5 mds sur les trois premiers trimestres de 2022 contre USD 8,8 mds sur l'ensemble de 2021. Les fuites de capitaux proviennent en particulier des résidents, dont la confiance dans le dong (VND) a été érodée par la hausse de l'inflation et sa perte de valeur vis-à-vis du dollar, après plusieurs années de relative stabilité du taux de change. Ces dynamiques n'ont été que partiellement compensées par l'amélioration de la balance courante (qu'on estime être passée d'un déficit au S1 à un excédent au S2). Les entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE) ont quant à elles récemment fléchi mais restent solides (à près de USD 10 mds sur les trois premiers trimestres de 2022) et largement supérieures au léger déficit courant attendu pour l'ensemble de 2022.

SBV a accru ses interventions sur le marché des changes pour défendre le VND. En octobre dernier, elle a également élargi la bande de fluctuation du VND contre USD de $\pm 3\%$ à $\pm 5\%$ autour du cours pivot (le régime de change vietnamien repose sur un « flottement administré » et un système de *crawling band*). Au final, le dong ne s'est déprécié que de 8% contre le dollar (taux spot) sur les dix premiers mois de 2022, et s'est renforcé de 5% contre le dollar en novembre-décembre. En revanche, les réserves de change ont diminué rapidement, de USD 109 mds fin 2021 à USD 86 mds fin octobre 2022, mettant fin à six années d'amélioration de la position de liquidité extérieure. Les réserves de change couvraient de nouveau moins de 3 mois d'importations de biens et services en 2022 (contre presque 4 mois en 2021) et offrent une maigre protection contre d'éventuels nouveaux chocs externes.

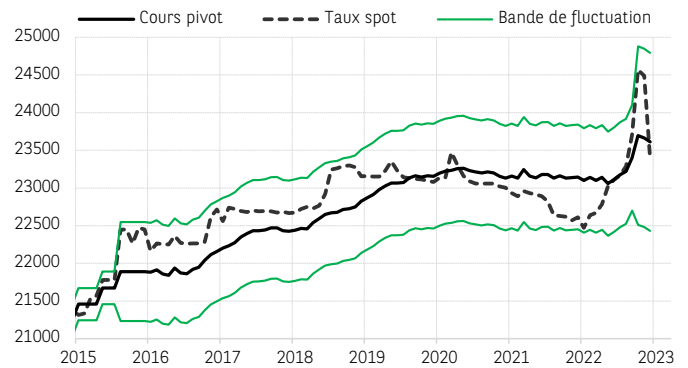
CRAQUEMENTS DANS LE SECTEUR FINANCIER

Le durcissement monétaire vietnamien et les sorties de capitaux ont conduit à un important resserrement de la liquidité (comme l'illustre la hausse des taux interbancaires jusqu'en novembre). À tout ceci s'est ajouté un choc de confiance provoqué par la campagne anti-corruption des autorités, qui a, notamment, mis au jour des pratiques frauduleuses de promoteurs immobiliers sur le marché obligataire local. Les arrestations de dirigeants d'entreprises et les directives des autorités pour stopper les financements aux promoteurs coupables de fraude ont entraîné une correction sur le marché obligataire ainsi que d'importants retraits de dépôts de banques privées liées à ces promoteurs. Le marché boursier a également subi une correction (l'indice de la bourse de Ho Chi Minh a perdu 17% au S2 2022, retrouvant son niveau de fin 2019).

Étant donné, d'une part, l'excès de dette de l'économie vietnamienne et, d'autre part, la fragilité du secteur bancaire dans son ensemble (notamment du fait de ratios de capitalisation insuffisants) et des plus petites banques privées en particulier (qui ont des sources de financements moins stables et un portefeuille de prêts plus risqué que les grandes banques), les événements récents suscitent des inquiétudes. Les scandales de corruption vont-ils se multiplier ? La hausse des taux d'intérêt peut-elle conduire à une hausse dangereuse des risques de défaut ? Le stress sur le marché obligataire et la liquidité bancaire va-t-il durer et s'étendre à d'autres institutions ? Les banques sont-elles capables de faire face à de tels chocs ? Les réponses à ces questions sont incertaines, d'autant que le degré d'opacité dans le secteur bancaire reste élevé (par exemple, le ratio officiel de créances douteuses était seulement 2% fin 2021, mais très certainement sous-estimé).

Quelques points positifs peuvent néanmoins être mentionnés. D'abord, les difficultés de financement sont pour le moment restées circonscrites à quelques petites banques privées, et les quatre grandes banques publiques n'ont pas connu de stress particulier sur leur liquidité. Ensuite, les tensions sur le marché interbancaire et sur le dong se sont atténuées ces dernières semaines : le plus gros de l'effet du durcissement monétaire américain semble passé, ce qui a donné aux autorités vietnamiennes un peu de marge de manœuvre pour améliorer

VIETNAM : TAUX DE CHANGE VND / USD



GRAPHIQUE 2

SOURCES : SBV, CEIC, BNP PARIBAS

les conditions de financement et tenter de restaurer la confiance.

Début décembre, la SBV a rehaussé le plafond sur la croissance du crédit bancaire pour 2022 (de 14% à 16%) – quota que les banques peuvent utiliser pour financer les entreprises via le marché obligataire local. Ce marché est étroit et concentré. Les obligations d'entreprises représentaient environ 7% du PIB en 2021 (à comparer au crédit bancaire au secteur privé, équivalent à 125% du PIB), ce qui limite les effets systémiques potentiels d'une crise du marché obligataire. La prudence reste de mise, cependant, car les entreprises du secteur immobilier sont parmi les principaux émetteurs d'obligations et leurs difficultés devraient persister à court terme.

LES PERSPECTIVES RESTENT BONNES À MOYEN TERME

Enfin, les fondamentaux macroéconomiques du Vietnam se sont améliorés au cours de la décennie précédant la pandémie, ce qui le rend plus résistant aux chocs. De solides taux de croissance du PIB, le renforcement des comptes externes et la consolidation budgétaire ont notamment été permis par l'expansion rapide du secteur manufacturier exportateur, soutenue par les IDE. Ces dynamiques ont été interrompues depuis 2020, mais la détérioration des déséquilibres budgétaires et de la balance courante a été limitée. À la fin 2022, les ratios de dette publique et de dette externe restaient modérés, estimés respectivement à 40% et 35% du PIB, soit des niveaux proches de ceux de la fin 2019. Le gouvernement a fait face à la montée des taux d'intérêt ces derniers mois, mais la couverture des besoins de financement externe ne pose pas de difficulté, d'autant que la balance de base (solde courant + IDE) reste positive.

Enfin, les perspectives économiques à moyen terme restent très solides. Certes la croissance sera pénalisée à court terme par le ralentissement du secteur exportateur (légèrement compensé par le rebond du tourisme) et par celui de la demande intérieure : du fait des moindres effets de rattrapage post-Covid, de la montée de l'inflation, des conditions de crédit moins favorables et de la probable dégradation du marché de l'emploi. À moyen terme, le secteur manufacturier devrait continuer de bénéficier des ajustements dans les chaînes de valeur en Asie et d'effets de substitution (notamment parce que les entreprises devraient délocaliser une partie de leur production hors de Chine). La croissance du PIB réel attendue pour les cinq prochaines années reste supérieure à 6,5% par an en moyenne.

Christine PELTIER christine.peltier@bnpparibas.com



TURQUIE

STABILISATION FINANCIÈRE ENCORE FRAGILE

La Turquie bénéficie d'une accalmie financière depuis la mi-2022 avec une plus grande stabilité du taux de change par rapport au premier semestre, une baisse des primes de risque et des rendements obligataires. La croissance a stagné au T3 2022 mais l'inflation mensuelle ralentit et les indicateurs conjoncturels disponibles sur le T4 2022 restent bien orientés. Pour 2023, un essoufflement est inévitable compte tenu du ralentissement de l'activité attendu chez les principaux partenaires commerciaux du pays. Mais la demande intérieure pourrait atténuer le choc extérieur et la baisse des prix du pétrole devrait permettre de réduire le déficit courant. Pour autant, il est encore trop tôt pour conclure au succès de la politique économique combinant soutien budgétaire, assouplissement monétaire et multiplication des mesures réglementaires pour canaliser la croissance du crédit et inciter à la «liratisation».

Sur les six derniers mois, les conditions financières se sont nettement détendues en Turquie. Depuis octobre, la livre est plus stable contre le dollar (USD) après s'être dépréciée de 25% sur les six premiers mois de l'année 2022, dépréciation qui a fortement ralenti au cours de l'été (-7%). Les réserves officielles de change ont été reconstituées, atteignant USD 128 mds fin décembre contre USD 100 mds fin juin. La prime de risque mesurée par les CDS spreads 5 ans est passée de 900 points de base mi-juillet à 500 points de base fin décembre. Plus frappant encore, les rendements des obligations d'État à 10 ans ont fondu de 25% début avril à 9,7% fin décembre malgré l'accélération de l'inflation, qui est passée dans le même temps de 60% à 64,3% en g.a.

Cette détente n'est-elle qu'une accalmie temporaire ou au contraire signe-t-elle le succès de la stratégie monétaire et financière combinant assouplissement monétaire (depuis la mi-août 2022 le principal taux directeur de la banque centrale a été ramené de 14% à 9%), multiplication des mesures réglementaires pesant sur les banques (90 entre décembre 2021 et décembre 2022) pour principalement canaliser la croissance du crédit, et mesures d'incitation à la liratisation ?

Il est encore trop tôt pour répondre à cette question. D'un côté, l'activité résiste, le rythme mensuel d'inflation décroît et le déficit budgétaire est bien plus faible que ce qui était généralement anticipé. D'un autre côté, le déficit courant dépasse le niveau d'alerte de 5% du PIB, en raison du gonflement de la facture énergétique, et les sources de financement extérieure sont fragiles. Toutefois, le risque d'un nouveau stress financier avant les élections de juin 2023 est peu probable.

UNE CROISSANCE SOUTENUE MALGRÉ L'INFLATION

Sur les neuf premiers mois de 2022, et par rapport à la même période de 2021, la croissance du PIB réel s'est établie à 5,9% malgré une légère contraction au T3 (-0,1% t/t). La consommation des ménages en a été le moteur principal avec une progression de 21%, un record depuis que les comptes nationaux existent¹. Par rapport à 2019, la hausse atteint 40%. Les indicateurs habituels (ventes d'automobiles, production industrielle et importations de biens de consommation) affichent des augmentations plus modérées mais qui sont tout aussi exceptionnelles par leur ampleur². Pourtant, l'évolution des revenus salariaux (+13% en termes réels par rapport à 2019) s'est déconnectée de celle de la consommation malgré le dynamisme de l'emploi (+11% depuis 2019). L'accélération de l'inflation a entraîné des pertes de pouvoir d'achat jusqu'à la mi-2022. Néanmoins, la confiance des ménages s'est redressée depuis l'été grâce à un deuxième relèvement du salaire minimum en juillet et l'annonce, en juin dernier, d'une forte augmentation

¹ Les précédents records étaient en 1977 (19,6%) et 2021 (15,3%)

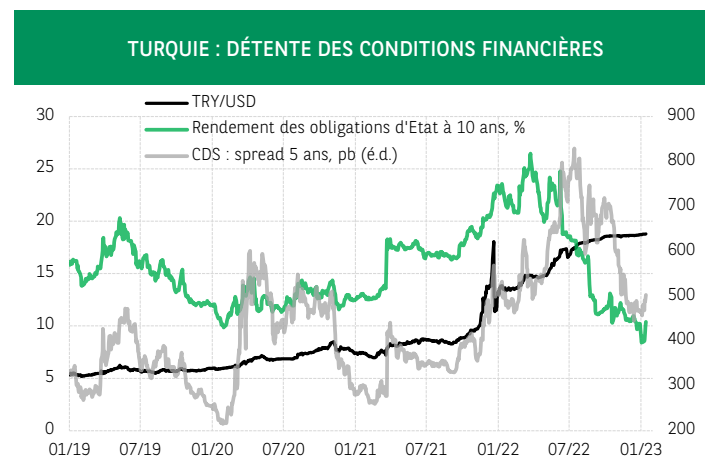
² +12% pour les ventes d'automobile (par rapport à 2019), +25% pour la production industrielle de biens durables, +28% pour celle de biens non durables, +39% pour les importations de biens de consommation mesurées en dollars. Toutefois le marché des voitures neuves aux particuliers est un marché de petite taille (550 000 par an en moyenne sur les 5 dernières années) et volatil (après le fort rebond en 2020, les ventes ont baissé de 8% en 2021 et de nouveau de 2,5% en g.a. en janvier-novembre 2022).

³ Le budget, révisé par deux fois (juin puis septembre dans le cadre de la programmation budgétaire à moyen terme), prévoit une augmentation des transferts courants jusqu'à 10% du PIB en 2022 contre initialement 5% (et 8,5% en 2021).

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	1,8	11,4	5,0	2,8	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	12,1	19,6	72,3	39,4	33,4
Solde budgétaire, % du PIB	-3,5	-2,8	-1,9	-3,4	-2,6
Dettes publiques, % du PIB	35,9	37,9	29,3	27,5	25,0
Solde courant, % du PIB	-5,0	-1,7	-5,9	-3,6	-3,6
Dettes externes, % du PIB	60,1	54,0	56,6	53,3	47,3
Réserves de change, mds USD	49,0	72,5	83,0	85,0	90,0
Réserves de change, en mois d'imports	2,6	3,1	2,7	2,7	2,7

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, REFINITIV, BNP PARIBAS

du budget de l'État, notamment des transferts courants à l'approche des élections présidentielles et législatives de juin 2023³. Surtout, la consommation a été soutenue par le crédit

La progression de la consommation au cours des deux dernières années dépasse largement le simple effet de rattrapage : certes des facteurs objectifs (achats anticipés de biens durables, taux d'intérêt réels

négatifs, dynamisme du marché du travail) permettent de l'expliquer, mais le rythme de progression paraît difficilement extrapolable.

L'investissement et les exportations nettes ont bien moins contribué à la croissance. Néanmoins, leur composition concourt à la stabilité macroéconomique et laisse espérer une élévation du PIB potentiel.

L'investissement en machines et équipement a été très dynamique (+15,4% après 9,1% en 2021) contrairement à l'investissement dans la construction (-12,4% après -6% en 2021). Avec une croissance de seulement 7,8% en 2022, les importations ont été plutôt modérées au regard de la vigueur des composantes de la demande, dont la propension à importer est a priori la plus forte (consommation, investissements en machines et équipement, exportations)⁴. Qui plus est, la progression des importations de biens d'équipement a surpassé celle des biens de consommation. Parallèlement, les exportations ont progressé plus vigoureusement que les importations de l'Union européenne (respectivement 14% contre 9,5% en 2022), principal marché de la Turquie (41% de ses exportations). Elles se sont diversifiées géographiquement ; la part de l'UE dans les exportations totales a diminué de 3 points depuis 2018 en faveur des États-Unis et très récemment de la Russie (+1,5 point chacun).

PAS DE RISQUE DE RÉCESSION EN 2023

En octobre, les indicateurs conjoncturels se sont de nouveau améliorés et, au dernier trimestre, les exportations ont progressé de +6% par rapport au T3 malgré les signaux négatifs en provenance de la zone euro. L'activité pourrait donc avoir rebondi au T4. Toutefois, d'après les enquêtes de la banque centrale auprès des entreprises du secteur manufacturier, l'opinion sur l'évolution de la production et des carnets de commandes est restée dégradée jusqu'en novembre 2022 et les industriels jugeaient leur niveau de stocks trop élevé.

Pour 2023, le ralentissement ou la récession attendus dans les principaux partenaires commerciaux (l'Allemagne est le premier marché extérieur du pays) devraient finir par brider les exportations. La demande intérieure pourrait cependant atténuer le choc extérieur.

Le rattrapage salarial devrait se poursuivre (nouveau relèvement du salaire minimum de 30% en juillet) et, avec la stabilisation de la livre, l'inflation continuerait de ralentir (l'inflation sous-jacente est passée de 8% par mois fin 2021-début 2022 à 4% entre février et août, puis 2% entre septembre et novembre 2022). Par ailleurs, les ménages bénéficieront de la hausse des transferts courants qui devrait se concentrer sur le premier semestre 2023⁵. Il est peu probable qu'ils puisent dans leur épargne autant qu'en 2022, mais une nouvelle baisse du taux d'épargne reste possible car les ménages turcs ne sont pas surendettés.

L'investissement productif continuerait d'être un soutien à la croissance. L'opinion des industriels sur leurs intentions d'investissement est restée très positive jusqu'en novembre dernier. L'excédent brut d'exploitation⁶ s'est fortement redressé en termes réels depuis la mi-2020 et, contrairement au crédit aux ménages, les prêts aux entreprises ne semblent avoir joué qu'un rôle d'appoint dans la reprise de l'investissement en équipement.

Au total, malgré un environnement extérieur beaucoup moins porteur qu'en 2021 et 2022, l'économie turque devrait non seulement échapper à la récession en 2023 mais la croissance pourrait surprendre à la hausse une fois de plus.

LES DÉFICITS EXTÉRIEURS, UNE LIMITE AU SOUTIEN BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire pour 2022 fait ressortir un déficit du gouvernement central de seulement 1,2% du PIB sur janvier-novembre avec un surplus primaire de 0,9%, et donc une charge nette d'intérêts toujours modérée de 2,1%. L'État bénéficie de taux d'intérêt réels négatifs artificiellement bas en imposant aux banques de constituer des réserves obligatoires en titres du Trésor, non seulement sur les dépôts mais aussi sur les crédits⁷. La marge de manœuvre budgétaire est importante et le gouvernement va l'utiliser. Les déséquilibres extérieurs constituent cependant une limite au soutien budgétaire.

À USD 43,5 mds sur douze mois glissants en octobre, le déficit courant a atteint 6% du PIB. Il résulte de l'augmentation du déficit de la balance énergétique (8% du PIB contre 5% en 2021 et seulement 0,5% en 2020) et du différentiel de croissance avec le reste du monde. D'après la banque centrale, corrigé de l'écart de croissance et des termes de l'échange, le solde courant est excédentaire depuis le T4 2021.

En 2023, le déficit courant devrait se réduire avec la baisse des prix du pétrole. La prévision du gouvernement de 2,5% du PIB, qui était jugée jusqu'à présent très optimiste, est devenue plus réaliste car, au niveau de prix actuel (80 dollars par baril pour le Brent), la facture énergétique devrait s'alléger d'environ 2 points de PIB. Cependant, il est peu probable qu'hors énergie le solde courant s'améliore de 1,5 point de PIB supplémentaire car l'inflation a réduit les gains de compétitivité-change.

En 2022, le déficit courant a été couvert à hauteur de 30% par le poste « erreurs et omissions ». Ce dernier inclut une partie des recettes touristiques probablement sous-estimées, ainsi que des flux non répertoriés venant de Russie (contrairement à l'Union européenne, la Turquie n'impose pas d'embargo et sert de relais aux échanges extérieurs de la Russie). Pour 2023, les erreurs et omissions devraient se normaliser. Elles pourraient cependant être compensées par une réduction des sorties d'investissements de portefeuille si les élections n'aboutissent pas à une situation conflictuelle (en cas de cohabitation par exemple), générant de nouvelles sorties de capitaux.

La lirazation est devenue le principal objectif des autorités⁸. Le dispositif d'incitation pour les particuliers et les entreprises de convertir en livres leurs dépôts en devises (dispositif mis en place fin 2021 et reconduit jusqu'à la fin 2023) a été un succès, la part des dépôts en devises des entreprises et particuliers confondus ayant chuté de 63% fin 2021 à 46% fin 2022. Le coût pour l'État de ce dispositif représente près de USD 5 mds, soit 0,7% du PIB, ce qui reste modéré. Cependant avec la baisse des taux directeurs et la stabilisation du taux de change, des sorties du dispositif ont eu lieu en décembre dernier et occasionné de nouvelles tensions sur la livre.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

⁴ L'élasticité apparente a diminué de 30% depuis 2019 par rapport à la période 2009-2019.

⁵ Les transferts courants effectués de janvier à novembre 2022 n'ont atteint que 82% de l'enveloppe annuelle prévue.

⁶ Mesuré, en première approximation, par PIB en valeur - rémunération des salariés - taxes nettes des subventions sur la production.

⁷ L'ampleur de la désinflation anticipée ne suffit pas à expliquer la baisse des taux nominaux : en décembre, seulement 7% des professionnels interrogés par la banque centrale prévoient un taux d'inflation inférieur à 25% pour la fin 2023, et seulement 5% un taux inférieur à 10% fin 2024.

⁸ Dans le titre du document officiel de la banque centrale détaillant la stratégie de politique monétaire, le terme de « lirazation » apparaît explicitement.



HONGRIE

RECALIBRAGE MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

L'activité économique s'est affaiblie au troisième trimestre 2022. Les perspectives restent sombres à court terme. Depuis septembre dernier, la Banque centrale a mis fin à son cycle de resserrement monétaire face aux risques baissiers pesant sur la croissance. Cette politique est actuellement peu compatible avec la trajectoire de l'inflation. Par ailleurs, la politique budgétaire s'est durcie dès le second semestre en raison de la nette dégradation du déficit budgétaire. Le blocage des fonds européens par l'Union européenne en 2022, privant les autorités hongroises d'une source de revenus, a sans doute pesé dans leur décision. Ce recalibrage limite, certes, le soutien à la croissance, mais renforce la crédibilité de la politique budgétaire.

Au troisième trimestre, le PIB a reculé de 0,4% par rapport au trimestre précédent après une performance relativement solide au premier semestre (+1,6% et +0,8% respectivement au premier et deuxième trimestre). Pourtant, contrairement aux pays voisins, la confiance des entreprises ne s'est pas dégradée au cours des derniers mois en dépit des contraintes d'approvisionnement et de la hausse des prix des matières premières. Malgré une inflation plus forte et une politique monétaire plus restrictive, la progression de la consommation et de l'investissement est restée positive. La demande intérieure s'est contractée au T3 principalement en raison d'une forte contribution négative des stocks.

L'activité industrielle a plutôt bien résisté soutenue également par les exportations. Toutefois, les industries énergivores sont lourdement affectées par l'alourdissement de la facture énergétique. Les autres segments, tels que l'industrie plastique et les transports sont aussi en perte de vitesse.

RALENTISSEMENT DANS LES MOIS À VENIR

La consommation va sans doute s'affaiblir à court terme pour plusieurs raisons. En premier lieu, les ménages voient leur pouvoir d'achat diminuer (les salaires réels ont baissé de 7% entre avril et septembre). Le marché du travail est devenu moins dynamique avec un taux de chômage en légère hausse. Il s'est établi à 4,1% en novembre contre 3,1% en juin 2022. Par ailleurs, les effets des aides de l'État en faveur des ménages au premier semestre vont s'atténuer. Enfin, la suppression du gel des prix sur les carburants, d'abord pour les foyers aisés, puis généralisée à l'ensemble des ménages en décembre dernier, va peser sur le budget de ces derniers. D'ailleurs, les ventes au détail s'essoufflent déjà, progressant à 2,6% en rythme annuel en octobre-novembre contre 4,0% en septembre.

Les autres moteurs de la croissance devraient s'affaiblir. Le ralentissement attendu de l'économie mondiale cette année, le choc énergétique et les incertitudes liées à la guerre en Ukraine conduiront sans doute au report des projets d'investissements. La demande en provenance des principaux partenaires commerciaux de la Hongrie, notamment l'Allemagne, sera sans doute plus faible. Au total, nous anticipons une croissance légèrement négative en 2023.

POLITIQUE MONÉTAIRE MOINS RESTRICTIVE

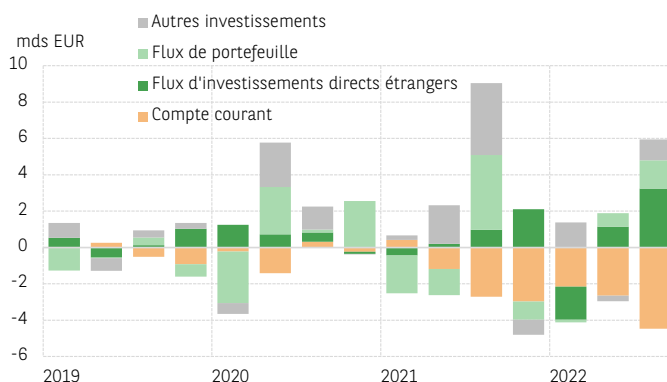
L'an dernier, le resserrement monétaire a été particulièrement marqué en Hongrie. La Banque centrale a relevé son taux directeur de 1010 points de base (pb) en cumul en 2022. A titre de comparaison, l'ampleur a été plus modérée dans les autres pays de la région, soit + 450 pb en Pologne, +550 pb en Roumanie et +470 pb en République tchèque. En septembre dernier, les autorités monétaires hongroises ont cependant mis fin au cycle haussier de leur taux directeur en raison des risques baissiers liés à la croissance. D'autres outils, tels que les

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-4,7	7,1	5,2	-1,4	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,3	5,2	14,5	20,0	7,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,5	-7,1	-5,6	-4,1	-3,3
Dettes publiques / PIB (%)	77,6	74,4	69,3	62,6	60,0
Solde courant / PIB (%)	-1,0	-4,2	-6,8	-2,7	-2,1
Dettes extérieures / PIB (%)	80,9	84,6	78,0	71,7	68,0
Réserves de change, mds EUR	33,7	38,4	38,7	37,2	37,9
Réserves de change, en mois d'imports	4,0	3,8	3,5	3,6	3,9

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

HONGRIE : COMPTE COURANT ET FLUX DE CAPITAUX



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

taux de dépôts et taux prêteur au jour le jour ont été privilégiés pour la conduite de la politique monétaire. Face aux pressions baissières sur le forint hongrois en octobre dernier, le taux de dépôts au jour le jour a été relevé à 18%. De même, le taux prêteur a été porté à 25%.

L'orientation vers une politique moins restrictive pourrait retarder la lutte contre l'inflation en 2023. Dans la région, la Hongrie fait partie des pays les plus touchés par les pressions inflationnistes. A 23,1% en g.a. en novembre 2022, l'inflation restera élevée à court terme en raison de i/ la suppression du plafond sur certains prix à la pompe en décembre ; ii/ les effets de la forte dépréciation du forint de l'an dernier et iii/ les pressions salariales importantes. La hausse des prix



de l'énergie qui s'était quelque peu atténuée ces deux derniers mois (avec une contribution de 3,1 points à l'inflation globale en novembre) pourrait ainsi réaccélérer dans les mois à venir. De même, pour les prix des produits alimentaires et des boissons alcoolisées/non alcoolisées qui ont très fortement contribué à l'inflation (à hauteur de 10,9 points en 2022).

ACCORD DE DERNIÈRE MINUTE SUR LES FONDS EUROPÉENS

En 2022, l'Union européenne a bloqué les fonds européens liés au plan pour la relance (EUR 5,8 mds) ainsi qu'aux fonds de cohésion dans le cadre du budget européen sur la période 2021-2027 (EUR 21 mds). Finalement, un accord de dernière minute a été conclu entre les autorités hongroises et l'UE fin décembre. Toutefois, le décaissement des fonds ne se fera pas dans l'immédiat car il est conditionné à l'adoption et la mise en œuvre de nombreuses réformes. Par exemple, l'UE a imposé 27 étapes en matière judiciaire, d'audit et de lutte contre la corruption avant que les fonds soient versés.

Le blocage des fonds européens a constitué un sérieux défi face à la dégradation des comptes publics et extérieurs. Les autorités ont réagi en durcissant leur politique budgétaire. Cette orientation renforce la crédibilité de la politique budgétaire même si la marge de manœuvre pour soutenir la croissance devient plus limitée. Quant aux comptes extérieurs, les préoccupations portent sur le financement du déficit courant. L'an dernier, en l'absence des fonds européens, l'écart a été comblé en partie par la dette et par les flux d'investissements directs étrangers.

POURSUITE DE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

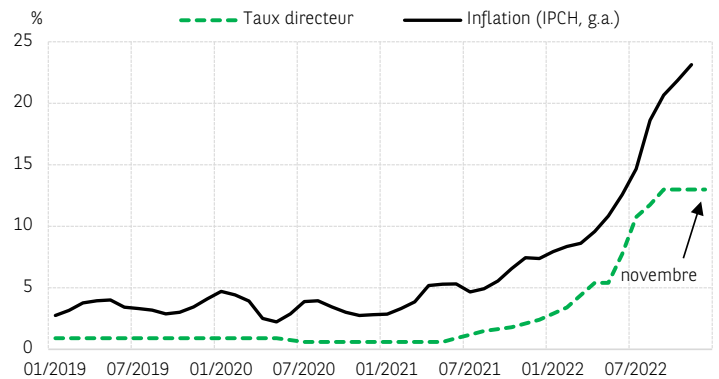
Sur le plan budgétaire, les mesures généreuses d'avril dernier ont fortement creusé le déficit qui a atteint 4,6% du PIB en juin 2022. Celui-ci s'est rapidement rapproché de l'objectif initial de 4,9% pour l'ensemble de l'année. En réaction, le gouvernement a coupé dans les dépenses, notamment d'investissement, dès le deuxième semestre 2022 dans un contexte où les fonds en provenance de l'Union européenne ont été bloqués. L'introduction d'une taxe temporaire sur les profits exceptionnels des entreprises a généré des recettes supplémentaires et les réformes sur les subventions énergétiques entrées en vigueur depuis le 1^{er} août ont permis de réaliser des économies.

Pour 2023, les efforts en matière de consolidation budgétaire devraient se poursuivre. Le gouvernement vise à ramener le déficit à 3,9% du PIB même si cet objectif semble *a priori* optimiste.

Le financement du déficit ne pose pas de problème majeur mais le coût sera plus élevé car les taux d'intérêt à 5 ans et à 10 ans ont fortement augmenté et les fonds européens ne sont pour l'instant pas accessibles. Le renchérissement du coût de la dette reste gérable dans la mesure où la charge d'intérêts rapportée aux recettes est très faible : 5,7% en 2021.

La dette publique devrait avoisiner 60% du PIB ces deux prochaines années. Son profil s'est amélioré ces dernières années avec une forte baisse de la proportion libellée en devises étrangères (de 21 % du total en 2021 comparé au pic de 51 % en 2011).

HONGRIE : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, EUROSTAT, BNP PARIBAS

LA DÉGRADATION DES COMPTES EXTÉRIEURS EST GÉRABLE

Le solde courant a rebasculé dans le rouge en 2019 après plusieurs années d'excédents. Cette détérioration s'explique par un creusement du déficit commercial. En 2022, le choc énergétique ainsi que l'envolée des prix des biens alimentaires ont aggravé le déficit courant estimé à -6,8% du PIB en 2022 après -4,2 % en 2021.

Le déficit n'a été financé qu'en partie par la composante stable des flux de capitaux, notamment par les investissements directs étrangers (IDE). Sur les 9 premiers mois, ces derniers ont atteint EUR 2,6 mds, couvrant ainsi 23% du déficit attendu en 2022. Malgré cela, les réserves de change ont continué de se redresser pour atteindre EUR 38,7 mds fin décembre. Les IDE, en général résilients pendant les crises passées, devraient se maintenir cette année. Par ailleurs, le déficit courant va probablement s'atténuer en 2023 en raison de la relative détente des prix de l'énergie et des biens alimentaires sur les marchés mondiaux de matières premières. La date du versement des fonds européens reste néanmoins un facteur d'incertitude.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BULGARIE

LES AUTORITÉS VISENT L'ADOPTION DE L'EURO EN 2024

La croissance du PIB a été résiliente au cours des trois premiers trimestres de l'année 2022 mais devrait nettement ralentir en 2023. L'inflation sera un élément important à surveiller puisque la stabilité des prix fait partie des critères de convergence économique pour l'adhésion future de la Bulgarie au sein de la zone euro à horizon 2024. Autre point de vigilance, la scène politique reste sujette aux incertitudes au regard des nombreux changements de gouvernement des 20 derniers mois. L'investissement a pâti de cette situation. Pour autant, l'engagement des autorités vis-à-vis des réformes ne semble pas avoir été affecté.

Au troisième trimestre, la croissance du PIB est restée positive malgré les multiples chocs induits par la guerre en Ukraine. L'activité économique a progressé de 0,6 % en variation trimestrielle simple (3,3% en g.a) après 0,8% et 0,4 % les trimestres précédents. Si la consommation des ménages et les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance, l'investissement et la variation de stocks ont, en revanche, œuvré à la baisse. La consommation des ménages a plutôt bien résisté au cours des trois premiers trimestres de 2022, et ce, en dépit de la forte hausse des prix à la consommation. Cette résilience a été favorisée par la progression des salaires et les mesures budgétaires en faveur des ménages (et des entreprises) face à la hausse des prix dans le secteur énergétique. L'investissement a, quant à lui, été affecté par les incertitudes politiques qui règnent sur le plan domestique avec la tenue de quatre élections ces 20 derniers mois.

La croissance économique sera relativement solide en 2022 avec un acquis de 3,7% à la fin du troisième trimestre. Au contraire, les perspectives sont nettement amoindries en 2023. Les débouchés extérieurs vont s'affaiblir en raison du ralentissement attendu de la zone euro, principal partenaire commercial de la Bulgarie. De même, la demande intérieure, notamment la consommation, devrait ralentir.

DES INDICATEURS CONJONCTURELS EN BERNE

Les indicateurs conjoncturels montrent des signes d'affaiblissement. La confiance des ménages s'est dégradée depuis plusieurs mois, et la croissance des ventes au détail a ralenti à 0,5% en rythme annuel en octobre après 1,8% et 2,0% les deux mois précédents. Le secteur automobile a enregistré un vif recul des ventes de véhicules ces derniers mois (-10,1% en glissement annuel en octobre, -10,8% en septembre).

Par ailleurs, le coût du crédit hypothécaire s'est renchéri avec la hausse des taux d'intérêt, dans un contexte où la quasi-totalité des crédits hypothécaires est contractée à taux variable. Cela va peser sur le budget des ménages. Point positif, le marché du travail reste encore dynamique avec un taux de chômage en amélioration depuis plusieurs mois. Il était de 4 % en octobre dernier contre 4,6% en janvier 2022.

L'activité industrielle s'est affaiblie depuis septembre. Par ailleurs, le pays n'est pas à l'abri d'un scénario de rationnement énergétique qui affecterait l'activité industrielle.

Certains éléments rassurent tout de même. Le gaz représente une part marginale du mix énergétique. En revanche, le pétrole et le charbon interviennent à hauteur de 39%. Le stockage de gaz a atteint 94% de sa capacité fin novembre. La Bulgarie n'importe plus de gaz en provenance de la Russie depuis avril 2022 mais elle a trouvé d'autres sources d'approvisionnement. L'Azerbaïdjan devrait lui fournir une partie de sa consommation annuelle. En outre, un nouveau gazoduc entre la Bulgarie et la Grèce est opérationnel depuis octobre 2022. Concernant le pétrole, le pays a obtenu une dérogation de l'Union européenne pour pouvoir importer du pétrole russe jusqu'à fin 2024.

PRÉVISIONS

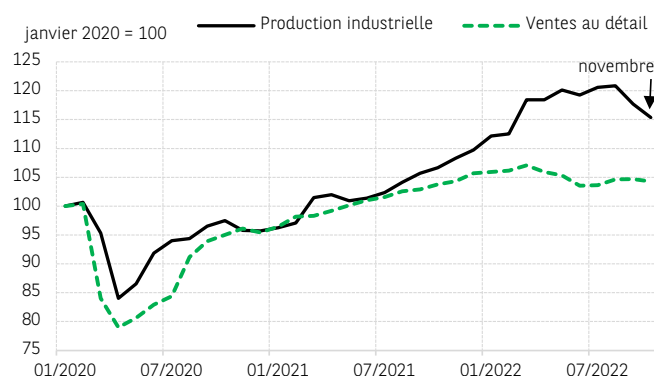
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-4,0	7,1	3,6	0,8	2,9
Inflation, IPCH, var. annuelle, %	1,2	2,8	13,5	8,3	3,9
Solde budgétaire, % du PIB	-3,8	-3,9	-3,7	-4,9	-3,1
Dettes du gouvernement, % du PIB	24,5	23,9	24,1	26,1	26,7
Balance courante, % du PIB	0,0	-0,5	-0,7	-1,0	0,5
Dettes externes, % du PIB	63,8	58,4	49,9	46,3	44,3
Réserves de change, mds EUR	31	31	33	35	37
Réserves de change, en mois d'imports	12,1	9,6	8,5	7,9	8,3

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

BULGARIE : PRODUCTION INDUSTRIELLE ET VENTES AU DÉTAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

DES CRITÈRES DE CONVERGENCE EN VUE DE L'ADOPTION DE L'EURO EN 2024

Le gouvernement bulgare visant l'adoption de l'euro au 1er janvier 2024, l'année 2023 sera déterminante. En effet, le rapport de convergence de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne, attendu pour juin, statuera sur le respect ou non des quatre critères de convergence économique.



Ces critères concernent la stabilité des prix, la soutenabilité des finances publiques, la stabilité du taux de change et les taux d'intérêt à long terme. Lors de la publication du dernier rapport de convergence en juin 2022, la Bulgarie remplissait l'ensemble des conditions à l'exception de la stabilité des prix.

Cette année, les critères portant sur la stabilité du taux de change et sur les taux d'intérêt à long terme ne devraient pas poser de problèmes majeurs. En revanche, l'inflation et les comptes publics suscitent des interrogations. Il est attendu que le déficit budgétaire se dégrade davantage en 2023. L'inflation sera, quant à elle, un élément important à surveiller cette année. Selon les règles en matière de convergence, le taux d'inflation moyen sur un an ne doit pas excéder de plus de 1,5 point celui des trois pays membres les plus performants.

À titre de comparaison, la Croatie est entrée dans la zone euro au 1^{er} janvier 2023 et a validé l'ensemble des critères de convergence l'an dernier. Dans l'avant-dernier rapport de convergence publié en 2020, le critère sur le change n'était pas rempli pour la Croatie.

PRESSIONS INFLATIONNISTES ÉLEVÉES

Le taux d'inflation a accéléré depuis fin 2021 pour atteindre un point haut à 15,6% en glissement annuel en septembre dernier. Puis, il a fléchi pour s'établir à 14,8% en octobre et à 14,3% en novembre. La légère baisse de l'inflation s'explique par une moindre contribution du poste « énergie » en novembre. En revanche, le poste « alimentation » continue de tirer l'inflation à la hausse. L'inflation sous-jacente a progressé de 10,3% et a apporté une contribution de 6 points à l'inflation globale. Ces prochains mois, la contribution des postes « énergie » et « alimentation » devrait s'atténuer compte tenu de la relative détente des prix de l'énergie et des biens alimentaires sur les marchés internationaux. Néanmoins, l'inflation sous-jacente restera sans doute élevée en raison des pressions salariales. En 2022, les salaires se sont inscrits en hausse avec une progression de 10% au troisième trimestre en g.a. après 7,2% et 8,6% les trimestres précédents.

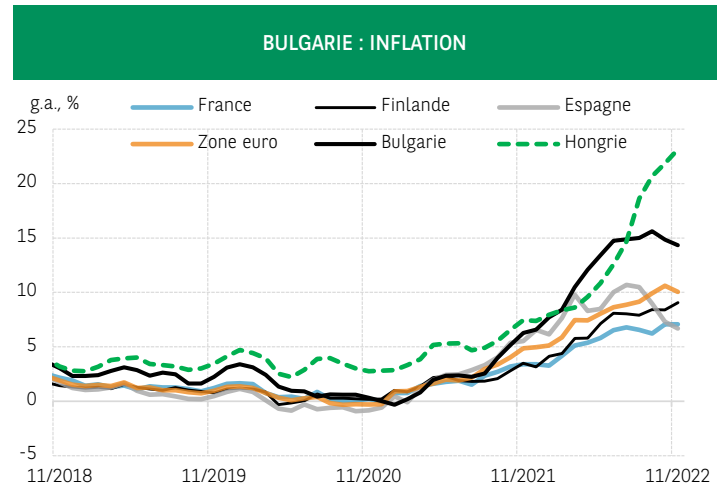
Face à la montée des prix, la marge de manœuvre de la Banque centrale a été limitée. La conduite de la politique monétaire reste adossée à celle de la Banque centrale européenne. La Bulgarie a adopté le mécanisme de change européen depuis juillet 2020, en vue d'une future adhésion à la zone euro. Cela signifie que le lev bulgare est ancré à l'euro autour d'un cours pivot.

Par conséquent, l'ampleur du resserrement monétaire a été bien plus faible en Bulgarie que d'autres pays de la région. La hausse du taux directeur a été de 142 points de base en cumul en 2022, contre 1010 points de base en Hongrie ou encore 450 points de base en Pologne.

Au sein de la zone euro, la France, l'Espagne et la Finlande connaissent actuellement un taux d'inflation relativement plus faible que les autres États membres. Ces trois pays serviraient probablement de référence pour évaluer la convergence en matière de stabilité de prix.

LA DÉGRADATION DES COMPTES PUBLICS RESTE GÉRABLE

Le choc lié à l'épidémie de Covid-19 a fait basculer les comptes publics dans le rouge. Après plusieurs années d'excédent budgétaire, le déficit public a atteint 3,8% du PIB en 2020 et 3,9% en 2021. Le déficit restera élevé à court terme, reflétant les mesures de soutien mises en place par le gouvernement face au choc de prix dans les secteurs énergétique et alimentaire. Elles sont estimées à 5,3% du PIB en 2022 selon l'institut Bruegel.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Cette situation ne présente actuellement pas d'inquiétudes majeures pour la soutenabilité de la dette publique. Le ratio de dette publique rapporté au PIB de la Bulgarie (à 23,9%) est en effet le plus faible de la région après l'Estonie, et ne devrait pas dépasser 30% du PIB au cours des 3 prochaines années. Les comptes publics ont été bien gérés ces dernières années, la crédibilité de l'arrangement monétaire dans le cadre du mécanisme européen nécessitant, de fait, un renforcement des finances publiques.

Le gouvernement restera sans doute engagé dans le processus de consolidation budgétaire à court terme. Le coût de la dette reste abordable malgré la hausse récente des taux des obligations d'État. En 2021, la charge d'intérêts sur la dette restait faible, représentant 1,3% des recettes du gouvernement. D'autres facteurs tendent aussi à rassurer. En particulier, les fonds européens dans le cadre du plan pour la résilience, à hauteur de EUR 6,3 mds devraient contribuer à financer le budget.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

LE BON ÉLÈVE ÉCONOMIQUE DE L'OCDE

Les performances économiques israéliennes ont été particulièrement bonnes en 2022 et restent supérieures à la moyenne des autres pays de l'OCDE. La croissance a été très soutenue grâce au dynamisme de la consommation et de l'investissement, tandis que l'exercice budgétaire devrait se conclure par un excédent. Bien que relativement modérée, l'inflation a accéléré au cours de 2022, et a contraint la Banque centrale à significativement durcir sa politique monétaire. Dans ce contexte plus défavorable à la consommation et à l'investissement, l'activité devrait ralentir cette année. Par ailleurs, la dépréciation continue du shekel a été un facteur inflationniste supplémentaire. La baisse du taux de change contre USD reflète le renforcement général du dollar mais également les opérations de gestion des investisseurs israéliens de leurs actifs en dollars. Les comptes externes restent solides, grâce à une forte compétitivité dans certains secteurs clés. L'évolution des comptes publics à court terme est plus incertaine. La mise en place récente du nouveau gouvernement retarde l'adoption d'un nouveau budget, ce qui en limitera l'impact positif sur l'activité économique.

RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE MODÉRÉ ATTENDU POUR 2023

L'activité économique est demeurée très soutenue en 2022. Les conséquences de la crise énergétique internationale ont été très limitées étant donné l'autosuffisance gazière du pays. Plus généralement, le leadership israélien dans certains secteurs de hautes technologies atténue la vulnérabilité aux variations de la conjoncture internationale.

Au troisième trimestre 2022, le PIB a progressé de 5,8% en rythme annuel, confirmant le statut d'économie parmi les plus dynamiques des pays de l'OCDE (2,5% en moyenne pour les pays de l'OCDE). Sur les trois premiers trimestres de l'année, la croissance a atteint 7,8%, soutenue principalement par la consommation des ménages et l'investissement (productif et immobilier). Après une réduction continue depuis 2021, le taux de chômage est reparti légèrement à la hausse depuis juin 2022 mais reste très faible (3,9% en novembre dernier). En raison notamment de l'accélération des pressions inflationnistes, l'évolution des salaires réels a été négative depuis octobre 2021. Parallèlement, le crédit à la consommation est peu dynamique en termes réels, il a progressé de 1,5% en glissement annuel en juin 2022. Par contre, le crédit immobilier aux ménages (environ 75% du crédit total) a progressé fortement (+14% en glissement annuel au cours du premier trimestre en termes réels). L'investissement immobilier résidentiel a connu de ce fait une croissance à 2 chiffres au cours des deux dernières années (+18% sur T1-T3 2022 par rapport à la même période 2021 après (+15% sur l'année en 2021) ; il représentait environ 30% de l'investissement total en 2022. La progression des exportations de biens et services reste soutenue également (+13% en moyenne sur les quatre derniers trimestres), mais la contribution nette du commerce extérieur devrait être négative en 2022. Pour l'ensemble de l'année 2022, la Banque centrale d'Israël prévoit une croissance de 6,3%.

Les perspectives des deux prochaines années sont moins favorables. Étant donné le ralentissement attendu de l'activité au niveau mondial (le FMI prévoit une croissance de l'Union européenne, principal partenaire commercial d'Israël, de seulement 0,7% et d'à peine 1% pour les États-Unis), les exportations de biens et services devraient ralentir (+2% en 2023 selon la banque centrale). Par ailleurs, le durcissement des conditions monétaires sera un facteur de ralentissement de l'activité domestique, notamment de la consommation des ménages et de l'investissement immobilier. Néanmoins, la hausse des dépenses publiques annoncée par le nouveau gouvernement devrait être un élément de soutien, sous réserve du vote du nouveau budget dans des délais raisonnables et de la stabilité de la coalition gouvernementale. Dans ce contexte, la Banque centrale prévoit un repli de la croissance

PRÉVISIONS

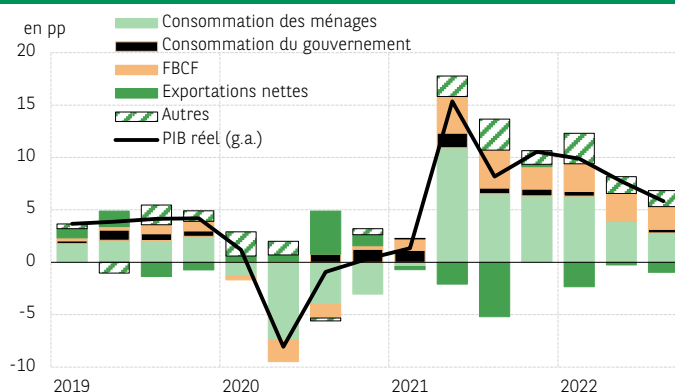
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-1,9	9,9	6,3	2,8	3,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	-0,6	3,1	4,4	3,0	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-11,4	-4,5	0,3	-2,5	-2,0
Dette du gov. central, % du PIB	73	69	61	60	58
Balance courante, % du PIB	5,6	4,4	3,7	3,8	4,5
Dette externe, % du PIB	32	33	30	31	32
Réserves de change, mds USD	173	213	196	225	240
Réserves de change, en mois d'imports	22	21	16	17	19

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

ISRAËL : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE RÉELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CENTRAL BUREAU OF STATISTICS, BNP PARIBAS

à 2,8% en 2023, avant une reprise modérée à 3,5% en 2024, en lien notamment avec la reprise de l'économie mondiale.

... MALGRÉ L'ATTÉNUATION DE L'INFLATION

Les pressions inflationnistes se sont accrues en 2022, mais sont restées largement en-deçà de la moyenne des autres pays de l'OCDE. Ce sont à la fois des facteurs intérieurs (hausse des prix de l'immobilier) et



extérieurs (prix des carburants, des biens alimentaires et dépréciation du shekel) qui alimentent la hausse des prix. Celle-ci a atteint 5,3% en g.a. en novembre

En 2023, les pressions inflationnistes devraient s'atténuer dans un contexte de modération attendue des prix du pétrole sur les marchés internationaux et de hausse des taux d'intérêt domestiques. L'inflation des prix des biens échangeables a déjà amorcé un repli depuis le plus haut de juillet dernier, en raison notamment de la baisse des prix des hydrocarbures. *A contrario*, l'inflation des biens non-échangeables (essentiellement les services intérieurs) continue de progresser, en raison notamment des tensions sur le marché immobilier. Selon la Banque centrale, en novembre dernier, les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé de 20% en g.a. Néanmoins, même si la hausse des prix de l'immobilier devrait se poursuivre, la hausse des taux d'intérêt pourrait en atténuer l'ampleur.

DURCISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

En 2022, l'inflation est très largement sortie de la zone cible de la Banque centrale (1%-3%). Dans ce contexte, cette dernière a augmenté son principal taux d'intérêt de 365 bps depuis mars 2022 pour atteindre actuellement 3,75%, soit leur plus haut niveau depuis 2008. La poursuite du durcissement monétaire est possible au moins jusqu'au premier trimestre 2023, mais devrait rester limitée étant donné le reflux attendu des pressions inflationnistes et les incertitudes pesant sur les perspectives de croissance. Par ailleurs, la Banque centrale garde les moyens d'intervenir sur le marché des changes en cas de trop forte dépréciation du shekel. Si nécessaire, les moyens d'intervention de la Banque centrale sont significatifs puisque ses réserves de change s'élèvent à environ USD 200 mds, soit 15 mois d'importations de biens et services.

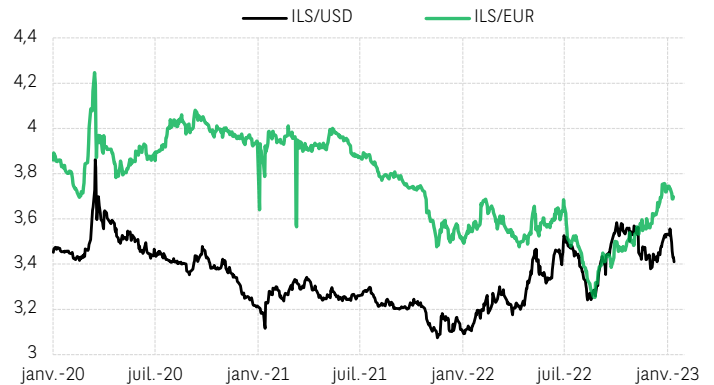
En 2022 le shekel s'est déprécié en g.a. de 12,5% contre l'USD et de 5,6% contre l'euro, alimentant les pressions inflationnistes. Les performances budgétaire et extérieure étant solides, et au-delà du mouvement général d'appréciation du dollar en 2022, c'est principalement l'évolution des marchés internationaux qui a favorisé la dépréciation du shekel. En effet, l'exposition des investisseurs institutionnels israéliens sur le marché des actions américaines les contraint, en cas de baisse des marchés, à répondre à des appels de marge et à maintenir leur objectif de niveau d'exposition de leur portefeuille aux actifs étrangers en achetant des actifs libellés en devises. La baisse de 20% de l'indice S&P500 en 2022 se traduit donc mécaniquement par des achats de dollar.

DES COMPTES EXTÉRIEURS SOLIDES

Dans un environnement international difficile en 2022, les comptes extérieurs israéliens sont restés solides. Sur les onze premiers mois de 2022, le déficit commercial s'est creusé de 6% en raison principalement de la hausse de la facture pétrolière. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, le solde courant est attendu en excédent grâce à la poursuite de la hausse des exportations de services (principalement dans le secteur des hautes technologies) qui sont devenues depuis quelques années une des principales sources de revenus courants (environ 40% des revenus courants totaux). Le surplus courant devrait atteindre 4% du PIB en 2022.

En 2023, malgré le repli des prix des matières, le surplus courant devrait se replier à environ 3% du PIB en raison du ralentissement chez les principaux partenaires commerciaux. Mais à moyen terme, le surplus courant devrait s'élargir. Le développement de nouvelles capacités

ISRAËL : ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE DU SHEKEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

gazières et des énergies renouvelables (7,7% du mix énergétique en 2021 et un objectif de 30% en 2030) maintiendra une relative indépendance énergétique, et donc limitera les conséquences de possible nouveaux bouleversements sur le marché énergétique. Par ailleurs, les exportations de biens et services de haute technologie resteront un avantage structurel.

Concernant les flux de capitaux, la compétitivité de l'économie israélienne attire un volume important d'investissements étrangers, principalement dans les secteurs des hautes technologies. Les investissements directs étrangers nets ont atteint 3,5% du PIB en moyenne entre 2017 et 2021. Ils devraient se maintenir à environ 2,5% du PIB en 2022 et 2023. Les flux d'investissements de portefeuille ont été aussi significatifs au cours de l'année 2022 (USD 11,5 mds au cours de 3T 2022). Les fondamentaux de la balance des paiements restent donc solides et demeurent un élément de soutien du shekel à moyen terme.

UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE CONTENU EN 2023

Le budget du gouvernement est en excédent sur les onze premiers mois de 2022 et même si décembre est traditionnellement un mois de hausse sensible des dépenses, il devrait atteindre 0,3% du PIB sur l'ensemble de l'année. Ces bons résultats s'expliquent par la hausse des impôts directs et le repli des dépenses liées à la pandémie. La dette du gouvernement devrait se réduire à environ 61% du PIB en 2022.

Étant donné la formation récente de la coalition gouvernementale (fin décembre), le budget 2023 n'a pas encore été voté et un accord n'est pas attendu avant le deuxième trimestre au mieux, ce qui empêche le gouvernement actuel d'engager de nouvelles dépenses. Même si le ralentissement économique attendu impliquera une moindre progression des recettes budgétaires, la situation est favorable à une modération du déficit budgétaire. En 2023, il devrait s'élever à environ 2,5% du PIB, et le ratio de dette du gouvernement devrait continuer de se réduire (60% du PIB attendu) grâce à la croissance nominale du PIB.

Néanmoins, la contrainte politique pesant sur les dépenses budgétaires pourrait amplifier le ralentissement économique en privant la croissance d'un moteur nécessaire.

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com



DE NOUVELLES PRIORITÉS

Luiz Inacio Lula da Silva a débuté son troisième mandat à la présidence du Brésil dans un climat sociopolitique tendu et un environnement économique peu porteur. Malgré les nombreux obstacles se dressant devant lui pour gouverner, Lula affiche des objectifs sociaux et environnementaux ambitieux. Leur réalisation s'appuiera, entre autres, sur une hausse des dépenses et une politique de crédit plus interventionniste. En l'absence d'une redéfinition crédible du cadre budgétaire, les marchés et la Banque centrale craignent que le recours à ces politiques se fasse au prix de plus gros déséquilibres macroéconomiques.

UNE PASSATION DU POUVOIR SOUS HAUTE TENSION

La passation de pouvoir entre Jair Bolsonaro et Lula da Silva à la présidence du Brésil a été à plusieurs égards historique : absence de Jair Bolsonaro à l'investiture (une première pour un chef d'État sortant), prise d'assaut du Congrès, de la Cour suprême et du palais présidentiel par une partie de ses partisans une semaine après l'investiture. Ces derniers contestent la légitimité de l'élection présidentielle et appellent, depuis plusieurs mois, l'armée à prendre le pouvoir. Les premières mesures de Lula ne les ont pas apaisés (signature de décrets affectant les lois sur les armes à feu et l'exploitation minière dans les zones indigènes et protégées de la forêt tropicale, révocation d'ordonnances touchant à l'avortement, création de nouvelles instances de contrôle pour sanctionner la désinformation).

POLITIQUES PUBLIQUES : LES GRANDES MANŒUVRES ?

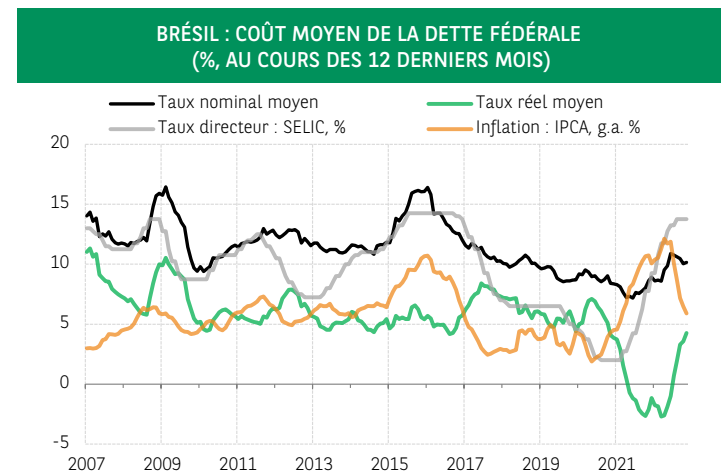
Lula, contrairement à son prédécesseur, souhaite remettre l'État au centre de l'équation de la croissance avec pour but de faire baisser la pauvreté et d'accélérer la transition vers un modèle de croissance plus durable. Dix millions de Brésiliens sont tombés dans la pauvreté depuis la pandémie et environ 33 millions de personnes (15% de la population) sont actuellement en situation d'insécurité alimentaire dans un pays qui est pourtant 3^e plus gros producteur mondial de denrées alimentaires et 1^{er} exportateur mondial de viande. Pour agir rapidement contre la pauvreté (notamment la précarité et la faim), Lula compte procéder à une hausse des transferts en s'appuyant notamment sur i/ son programme phare *Bolsa familia*, ii/ la revalorisation du salaire minimum au-delà de l'inflation, iii/ la relance de programmes d'accès au logement et iv/ un programme d'action contre la faim. Ce volet de son programme sera financé par de la dette, dans un premier temps, puis par une réforme fiscale destinée notamment à s'attaquer à un système d'imposition complexe et régressif (fortement basé sur la consommation plutôt que sur le revenu). Cette réforme ne devrait toutefois pas voir le jour avant l'approbation de nouvelles règles budgétaires, que Lula souhaite flexibiliser pour autoriser l'État fédéral à engager de manière plus souple des dépenses en faveur des pauvres et de la transition énergétique. Les banques publiques seront également mobilisées pour l'affectation de crédits subventionnés. Petrobras, la principale compagnie d'énergie du pays pourrait également subir une altération de sa politique de prix à la pompe. L'entreprise – dont Lula souhaite par ailleurs étendre les capacités de raffinage – pourrait voir ses prix davantage décorrélés des prix internationaux afin de mieux protéger les Brésiliens les plus vulnérables en cas de chocs.

Lula ne pourra toutefois pas agir durablement contre la pauvreté et les inégalités avec une croissance anémique. Il compte ainsi doubler sa politique de transferts et de subventions par la mise en place de politiques publiques pour stimuler l'investissement et la productivité, deux importants déterminants de la croissance potentielle. Celle-ci est ac-

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,3	5,0	3,0	0,5	1,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,2	8,3	9,4	4,8	4,8
Solde budgétaire, % du PIB	-13,3	-4,3	-5,3	-8,7	-6,6
Dettes publiques, % du PIB	88	82	78	83	85
Solde courant, % du PIB	-1,9	-2,8	-3,0	-2,3	-2,0
Dettes externes, % du PIB	44	42	39	40	43
Réserves de change, mds USD	356	362	324	335	340
Réserves de change, en mois d'imports	19	15	13	14	13

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, BNP PARIBAS

tuellement muselée par la stagnation de la productivité, le ralentissement du taux de croissance de la population active (conséquence de la transition démographique du pays) et l'effritement de l'investissement (conséquence des ajustements budgétaires engagés depuis 2016). Lula souhaiterait réactiver l'investissement public dans les infrastructures en collaboration avec les États. Il devrait continuer de s'appuyer en partie sur des contrats de concession mais souhaiterait élargir le recours aux partenariats public-privé (PPP) et inciter une meilleure prise en compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans les projets. La banque de développement BNDES devrait jouer un rôle central. Elle sera notamment mobilisée pour i/ financer des infrastructures vertes (parc éolien, centrales solaires), ii/



soutenir l'investissement des PME et des start-ups, et iii/ aider à revigorer la politique industrielle du pays (qui a perdu un peu plus d'un 1/5^e de sa production en 10 ans.) À l'international, en prenant une position plus forte sur l'environnement, Lula espère activer i/ des leviers financiers (contributions au fonds de protection de l'Amazonie par les bailleurs officiels, capter l'appétit des investisseurs internationaux pour les investissements ESG dans un pays où 3/4 du mix énergétique provient d'énergies renouvelables) mais aussi ii/ des leviers commerciaux (reprise de l'accord de libre-échange entre l'Union européenne et le Mercosur, suspendu en raison jusqu'alors du faible engagement du pays en matière de protection de l'environnement). Une plus grande ouverture commerciale permettrait des transferts de technologies autorisant à terme d'importants gains de productivité pour le pays.

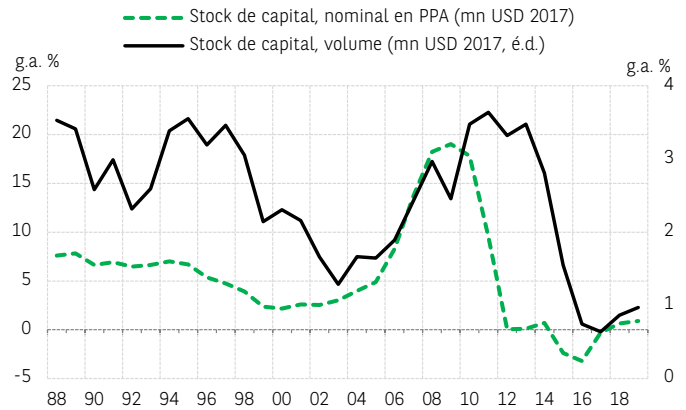
LULA AURA-T-IL LES MOYENS DE SES AMBITIONS ?

Lula affiche un programme ambitieux. Mais la fragilité de la situation politique et macroéconomique interroge sur sa capacité à mener à bien son projet. Premièrement, les conditions d'exercice du pouvoir lui seront peu favorables (taux de rejet élevé à son encontre au sein de la société, opposition renforcée au niveau parlementaire et des États, pouvoir plus dilué de son parti, le PT, au sein de sa coalition, société civile conservatrice mieux organisée et très active). Il devrait, à ce titre, avoir du mal à faire marche arrière sur la réforme des retraites (2019), celle du marché du travail (2016) et la privatisation d'Électrobras (2022), qu'une partie de son parti conteste. L'expérience récente en Amérique latine (Chili, Colombie, Argentine, etc.) montre par ailleurs qu'il est de plus en plus difficile de gouverner dans la région. Les cycles politiques et les « lunes de miel » sont de plus en plus courts, avec un très faible taux de renouvellement des gouvernements en place et un effritement rapide de la popularité des présidents nouvellement élus (à l'exception du Mexique et du Salvador). Cette situation tend à contraindre l'influence que ces derniers peuvent avoir sur le corps législatif, ce qui peut entraver l'avancée de réformes.

Deuxièmement, ses marges de manœuvres budgétaires seront très limitées. Lula commence son mandat dans un environnement économique peu porteur. La croissance ralentit depuis plusieurs mois et cette tendance devrait se poursuivre cette année. Cet environnement économique pèsera sur les recettes publiques, accentuant davantage la charge d'intérêts, déjà élevée (22% des recettes, 5,6% du PIB), et dont le poids en termes réels s'est fortement accentué depuis l'été 2022 (forte désinflation). L'État fait aussi face à d'importants besoins de refinancement en raison d'un endettement à court terme significatif (23% de la dette arrivera à maturité dans les 12 mois). Par ailleurs, si le prix de certaines matières premières devrait rester favorable à court terme, les finances publiques pourraient ne pas pouvoir compter (comme en 2003-2010) sur un boom prolongé du prix des matières premières pour financer les programmes sociaux, d'autant qu'une partie plus importante de la manne pétrolière devrait progressivement être reversée aux États. L'État fédéral, dont la structure des dépenses est très rigide, est aussi plus endetté que lors du précédent mandat de Lula (+ 25 points de PIB en 10 ans). Il ne pourra pas compter non plus sur des recettes exceptionnelles issues de privatisations, Lula étant opposé à la cession d'actifs publics. Outre la contrainte émanant des règles budgétaires¹, le faible potentiel de croissance de l'économie (estimée à 1,5-2%) pourrait aussi contraindre l'action publique. Une économie alimentée par la dépense publique, qui opèrerait durablement au-dessus de son potentiel de croissance (*output gap* positif), serait très vite génératrice de déséquilibres et alimenterait une inflation qui

¹ Le pays a mis en place un « plafond des dépenses » (2016) pour empêcher les dépenses primaires de croître plus rapidement que l'inflation. La « loi d'or » (1988) interdit à l'État de s'endetter pour couvrir ses dépenses courantes. La « loi de Responsabilité Budgétaire » (1999), appliquée à tous les niveaux de gouvernement interdit de procéder à une hausse permanente de nouvelles dépenses en les finançant par des recettes qui auraient un caractère temporaire. La « loi budgétaire électorale » interdit de nouvelles dépenses ou de procéder à des exemptions fiscales en année électorale. Si ces règles ont été largement contournées ces dernières années à cause de la pandémie et de la guerre en Ukraine, elles représenteront (même amendées) une contrainte supplémentaire pour l'action publique et il est très peu probable que Lula puisse s'en affranchir sans réaction importante des marchés financiers.

BRÉSIL : VARIATION DE L'ACCUMULATION DU STOCK DE CAPITAL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PENN WORLD TABLES, BNP PARIBAS

pourrait vite devenir persistante et préjudiciable aux segments les plus pauvres de la société.

UN PIED SUR L'ACCÉLÉRATEUR ET L'AUTRE SUR LE FREIN ?

En dépit des nombreux obstacles qui se dressent devant lui pour gouverner, Lula pourrait malgré tout obtenir gain de cause sur de nombreux sujets (un scénario qui inquiète les marchés, surtout localement). L'attribution de 8 de ses 37 portefeuilles ministériels à des partis du centre et du centre-droit (+6 à des partis de centre-gauche) lui ont déjà permis de faire voter un large amendement au budget de plus BRL 145 mds (environ 1,7% du PIB) pour autoriser le financement de ses programmes sociaux en 2023. Lula a aussi reconduit pour deux mois la baisse des taxes fédérales sur le pétrole à l'origine de la très forte désinflation au S2 2022 (l'IPCA a atteint 5,78% en décembre contre 11,9% en juin). Les marchés craignent qu'un assouplissement budgétaire prolongé et le déploiement de crédits subventionnés par les banques publiques ne fassent perdurer une inflation et des taux d'intérêts à niveaux élevés (le SELIC est à 13,75% depuis le mois d'août). Les minutes de la Banque centrale en décembre dernier font aussi état de cette inquiétude. Le risque étant que l'économie se retrouve durablement prise en étau entre une politique budgétaire expansionniste et une politique monétaire restrictive alimentant un cercle vicieux entre inflation et taux d'intérêt aux dépens de la croissance et de la dynamique de la dette. En dépit de cette inquiétude, le Brésil demeure attractif du point de vue des investisseurs internationaux, surtout en comparaison avec d'autres gros émergents (e.g. Turquie, Chine, Russie, Argentine, Afrique du Sud). Outre ses rendements réels positifs, et l'absence de contrôle des changes, sa posture désormais plus favorable en matière d'environnement, sa défense du multilatéralisme et des institutions démocratiques constituent de nouveaux facteurs d'attraits du pays. Son faible déficit du compte courant, ses larges réserves de change, l'indépendance de sa Banque centrale, et l'absence de fragilité systémique au niveau bancaire et immobilier représentent aussi des atouts importants.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com



RÉFORMES SUR FOND DE RÉCESSION

Il est peu probable que le Chili échappe à une récession en 2023. Le ralentissement de la demande mondiale pèsera sur les exportations, alors que la demande interne reste fragilisée par une inflation et des taux d'intérêts élevés en raison de la politique monétaire restrictive. Les perspectives d'investissement restent fortement liées au climat politique du pays, et notamment à la mise en œuvre des deux principales réformes annoncées par le gouvernement : le nouveau processus constitutionnel (dont le déroulement devrait se poursuivre tout au long de l'année 2023), et la mise en place de la réforme des retraites.

RÉCESSION EN 2023

Après une croissance faible en 2022, l'économie devrait se contracter en 2023 (le PIB a déjà baissé de 1,2% t/t au T3 2022). L'inflation a ralenti mais reste élevée, à 12,8% en g.a. en décembre 2022. En conséquence, la politique monétaire restera restrictive. La Banque centrale (BC) a régulièrement relevé son taux d'intérêt au cours de l'année 2022 jusqu'à 11,25% (soit une hausse cumulée de 725 points de base depuis le mois de janvier) et les anticipations d'inflation restent largement supérieures à la cible d'inflation (3%), à 12 mois comme à 24 mois. Bien que la BC ait annoncé la fin de son cycle de hausse en octobre, de nouveaux relèvements du taux directeur ne peuvent être exclus.

On s'attend donc à un net ralentissement de la consommation des ménages. En dépit des mesures de soutien récemment annoncées par le gouvernement (destinées à aider les ménages les plus vulnérables à compenser les effets de l'inflation), le pouvoir d'achat des ménages devrait en effet continuer à s'éroder au cours des prochains trimestres. L'investissement devrait également ralentir, malgré la multiplication des mesures de soutien gouvernementales (facilitation de l'accès au financement pour les investisseurs chiliens, incitations fiscales pour les investisseurs étrangers, multiplication des projets de partenariats public-privé). La reprise de l'investissement sera bridée par le durcissement monétaire et conditionnée à l'évolution du climat politique et l'avancée des différentes mesures de réformes structurelles annoncées par le gouvernement. Dans le même temps, le ralentissement de la croissance mondiale pèsera sur le secteur exportateur.

Les deux années à venir seront surtout marquées par les réformes lancées depuis l'entrée en fonction de Gabriel Boric, il y a un peu moins d'un an : le projet pour une nouvelle constitution et la réforme du système des retraites (qui répondent de manière directe aux manifestations violentes de l'automne 2019), et plus largement à la dégradation du climat politique et social observée dans le pays depuis plusieurs décennies. La mise en place de ces réformes s'avère particulièrement délicate, le gouvernement devant composer avec une majorité réduite au Congrès et des attentes populaires très fortes. De plus, la crise économique et sanitaire a exacerbé la fragilité du système de santé et de protection sociale, en grande difficulté malgré un soutien budgétaire massif au cours des deux dernières années.

RÉFORME CONSTITUTIONNELLE : NOUVELLE TENTATIVE

Le premier projet de réforme constitutionnelle a été largement rejeté par 60% des votants lors du référendum organisé le 4 septembre dernier. Depuis, le processus d'élaboration d'une nouvelle constitution se poursuit.

Une très large majorité de la population reste favorable à une nouvelle constitution, et attend *a minima* des amendements à la constitution en vigueur. Le projet initial ne proposait pas de réforme profonde

PRÉVISIONS

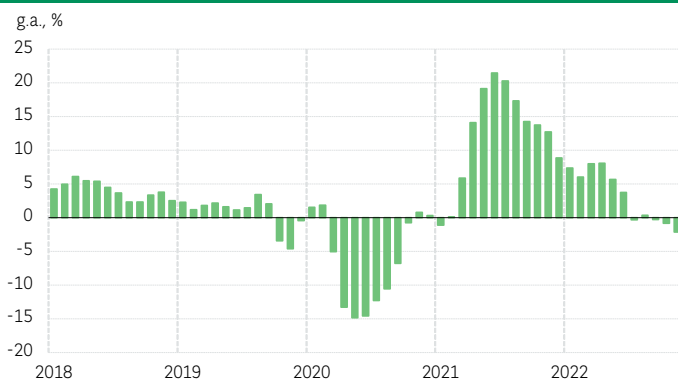
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-6,1	11,9	2,4	-2,0	1,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,0	4,5	12,8	6,5	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-7,3	-7,7	0,5	-3,1	-2,9
Dette publique, % du PIB	32,5	36,3	37,9	38,8	38,6
Balance courante, % du PIB	-1,7	-6,4	-6,2	-4,5	-3,8
Dette externe, % du PIB	82,6	75,4	76,8	76,3	72,2
Réserves de change, mds USD	39,2	51,3	39,4	38,5	42,9
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	5,3	4,8	5,3	4,9

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

CHILI : INDICATEUR MENSUEL D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

du modèle économique chilien comme la remise en cause de l'indépendance de la Banque centrale ou des droits de la propriété ou du travail. Mais, outre la garantie d'un meilleur accès de la population à un ensemble de droits sociaux (logement, éducation, accès aux soins), le projet mettait en avant de nombreux engagements écologistes, féministes et en faveur des populations autochtones (dont un système de justice qui leur aurait été propre). Ces dernières propositions ont massivement été rejetées par la population et les partis d'opposition.

Après plusieurs mois de débat, et un remaniement ministériel, le président a présenté au début du mois de décembre le nouveau processus constitutionnel. Comme pour le premier projet, un Conseil constitutionnel sera élu, en mai prochain. Celui-ci ne comptera, en revanche,



que 50 membres, contre 155 pour le précédent. Le mode de scrutin a également été modifié, laissant potentiellement moins de place aux petits partis et partis indigènes (il n'y aura, cette fois, pas de quotas). En outre, le nouveau conseil sera épaulé par deux autres organes : une commission de 24 experts sera nommée par le Congrès¹ et un « comité d'admissibilité » de 14 juristes (tous nommés par le Sénat), chargés de valider les points techniques du projet.

Après un préprojet présenté à la fin du mois de janvier qui servira de base de travail, le projet devra être rédigé d'ici la fin du mois d'octobre 2023, avant d'être soumis à l'approbation populaire par un nouveau vote, prévu pour la mi-décembre. Il est quasiment certain que la nouvelle proposition sera plus modérée que ne l'était la première, notamment sur les sujets sociétaux. Il est en revanche très probable que les propositions concernant les droits sociaux, et plus généralement une augmentation de la présence de l'État dans l'économie, soient retenues. La dépense publique devrait augmenter significativement dans les années à venir afin de répondre à la demande d'amélioration du service public.

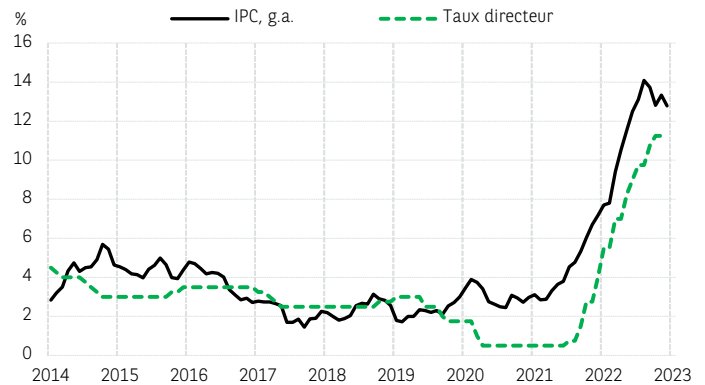
RÉFORME DES RETRAITES : RENFORCEMENT DU PILIER DE SOLIDARITÉ

La réforme du système de retraite s'inscrit dans un cadre similaire à celui de la réforme constitutionnelle. La volonté de réformer le système de retraite chilien est au cœur des débats publics depuis plus de 15 ans. Les principales revendications, et les points de réformes essentiels, sont une amélioration du taux de remplacement (c'est-à-dire le pourcentage du revenu d'activité perçu par un salarié lorsqu'il fait valoir ses droits à la retraite) et de la couverture (beaucoup de Chiliens sont exclus totalement ou partiellement du système actuel), mais aussi la gestion

peu transparente des fonds de pension privés. Hormis l'ajout d'un pilier de solidarité ajouté en 2008 (permettant aux travailleurs les plus défavorisés d'accéder à un minimum retraite), et quelques modifications marginales, le système de retraite était en effet resté inchangé depuis la réforme ultralibérale du début des années 80. Le système de retraite par répartition avait alors été remplacé par un système de fonds de pension obligatoires à cotisations définies individuelles, géré par les sociétés d'administration des fonds de pension (*Administradoras de Fondos de Pensiones*, AFP)².

La réforme présentée par le gouvernement à la fin du mois de novembre 2022 propose plusieurs changements structurels. D'une part, les cotisations ne reposeront plus uniquement sur les salariés, puisque leur contribution reste globalement inchangée (passant de 10% à 10,5% du salaire) et une contribution patronale de 6% du salaire est introduite (permettant de financer un pilier de solidarité renforcé, en plus de l'amélioration du taux de remplacement individuel). D'autre part, le rôle des AFP sera dorénavant restreint à la gestion des capitaux, la gestion administrative (collecte...) étant reléguée à une nouvelle administration publique. Enfin, le marché des AFP devrait être ouvert à la concurrence.

CHILI : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Il est pour le moment difficile d'évaluer les conséquences fiscales de ces deux réformes majeures. Cela dit, bien que les finances publiques se soient dégradées au cours de deux dernières années (la dette publique représentait près de 38% du PIB fin 2022, après 28% fin 2019), un dérapage du déficit budgétaire est relativement peu probable. Le président Boric semble déterminé à respecter son double engagement d'augmenter les dépenses publiques en faveur de plus de justice sociale, tout en demeurant « *fiscalement responsable* ». Pour le moment, il semble que le principal objectif du gouvernement (maintenir la dette à un niveau inférieur à 45% du PIB d'ici la fin du mandat) reste tenu.

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

¹ Pour rappel, aucune majorité ne s'est dégagée au Sénat, et la coalition de gauche ne dispose que d'un avantage de deux sièges (sur 155) au Sénat. Les deux conseils supplémentaires devraient donc permettre de limiter encore davantage les propositions jugées trop radicales dans le premier projet de constitution.

² Dans ce système, la pension touchée par chaque retraité ne représente, en annuités calculées sur la base d'une espérance de vie moyenne, que sa seule épargne personnelle, résultat de cotisations obligatoires, supportées par le salarié seul.



MAROC

NOUVEAU TEST DE RÉSISTANCE EN 2023

L'économie marocaine continuera d'afficher des déséquilibres extérieurs et publics importants malgré le reflux des cours mondiaux des matières premières. La stabilité macroéconomique n'est toutefois pas menacée. Les réserves de change sont confortables et la structure de la dette publique est favorable. De plus, l'économie devrait bénéficier d'un rebond de la production agricole après une chute historique en 2022. Dans un environnement international encore très instable, cependant, la tâche des autorités reste complexe. Elles doivent en effet maintenir une politique économique prudente mais pourraient être amenée, une nouvelle fois, à soutenir l'activité. La décélération de la croissance du PIB hors secteur agricole devrait être prononcée.

Après un fort rebond de la croissance en 2021, le Maroc a été affecté en 2022 par une combinaison de chocs qui se sont mutuellement renforcés, à savoir : 1/ une chute historique de la production céréalière provoquée par une grave sécheresse ; 2/ l'envolée des cours des matières premières dont le pays est un gros importateur (blé, pétrole). Le panorama d'ensemble est mitigé mais la solidité des fondamentaux, le rattrapage du secteur du tourisme et la bonne tenue des exportations et des transferts financiers de la diaspora marocaine ont permis à l'économie de résister. L'année 2023 s'annonce toute aussi périlleuse. Entre la persistance de la volatilité des cours mondiaux des matières premières et la menace de récession en Europe, de loin le principal partenaire du Royaume (62% des investissements directs étrangers et plus de 70% des exportations, des transferts financiers des Marocains résidant à l'étranger et des recettes touristiques), les facteurs de risque sont nombreux. La stabilité macroéconomique n'est pas menacée, mais les marges de manœuvre des autorités s'érodent.

COMPTES EXTÉRIEURS : DES PRESSIONS FORTES MAIS GÉRABLES

Avec des importations en hausse de plus de 40% en glissement annuel (g.a.) sur les onze premiers mois de 2022, la pression sur les comptes extérieurs est forte. Elle devrait le rester à court terme. De fait, la moitié de l'envolée des importations résulte de celle des achats de produits énergétiques (+111%) et alimentaires (+49%). Malgré une accalmie récente, les cours mondiaux des principales matières premières importées par le Maroc vont sans doute demeurer élevés. Côté exportations, l'impulsion générée par le boom des ventes de phosphates et produits dérivés (+55%) devrait également s'estomper. Une contraction est même attendue pour 2023 en raison de la normalisation des prix du phosphate après le pic atteint mi-2022.

Pour autant, les risques sur la stabilité extérieure apparaissent limités. Malgré un déficit commercial record en 2022, le déficit courant reste contenu. Il est estimé à 4,4% du PIB, soit 2 points de plus qu'en 2021, mais 3 à 5 points inférieurs à ce qui prévalait au début des années 2010 lorsque les cours du Brent dépassaient également 100 dollars US (graphique 1). Plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir la position extérieure du Maroc, à commencer par le développement soutenu de la filière automobile, dont les exportations ont progressé de 35% en g.a. sur les onze premiers mois de l'année 2022, en dépit d'un environnement déjà difficile. Depuis le décollage de cette industrie en 2013-2014, elles n'ont jamais été aussi élevées, ce qui s'explique par des gains de parts de marché du Maroc, notamment en Europe. Compte tenu des projets d'expansion en cours, un retournement brutal de cette dynamique, lié à un choc de demande, apparaît peu probable, mais un ralentissement des exportations d'automobiles est néanmoins à prévoir en 2023.

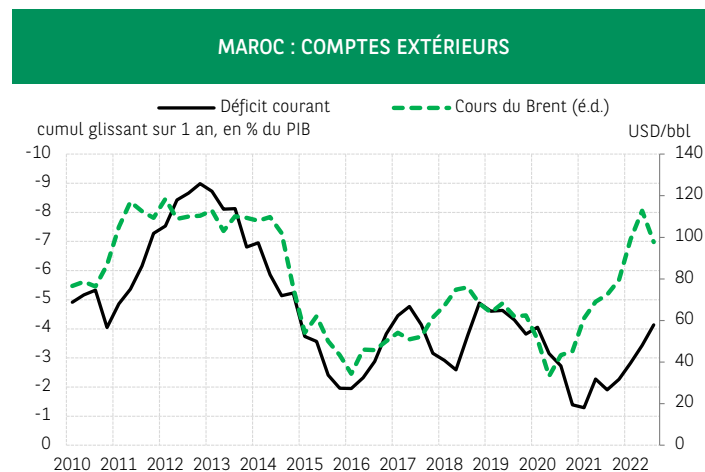
Les envois de fonds de la diaspora marocaine sont en passe de franchir la barre symbolique des MAD 100 mds, et les recettes touristiques sont désormais supérieures de 12% à leur niveau de 2019 après avoir plus

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-7,2	7,9	1,2	3,0	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,6	1,4	6,3	3,9	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,1	-5,9	-5,3	-5,1	-4,5
Dette du gouv. central, % du PIB	72,2	68,9	69,9	70,0	70,6
Solde courant, % du PIB	-1,4	-2,3	-4,4	-3,9	-3,4
Dette externe, % du PIB	53,9	45,5	48,0	47,6	44,2
Réserves de change, mds USD	34,7	34,3	30,7	31,2	32,4
Réserves de change, en mois d'imports	9,0	6,9	5,1	5,7	5,9

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OFFICE DES CHANGES, BAM, HCP, BNP PARIBAS

que doublé en 2022. Même si un repli n'est pas à écarter en fonction de l'ampleur de la crise en Europe, ces deux sources importantes de devises devraient rester élevées.

À 3,9% du PIB en 2023, le déficit courant resterait significatif mais devrait être financé sans difficulté. L'économie marocaine continue d'attirer d'importants flux de capitaux, essentiellement sous la forme d'investissements directs étrangers (autour de 2% du PIB), dont plus du tiers sont désormais destinés au développement du secteur industriel. En outre, l'endettement extérieur est modéré, inférieur à 50% du PIB, et contracté presque aux 2/3 par le gouvernement et quelques grandes entreprises publiques sur des maturités longues. Par ailleurs, le pays



bénéficie de bonnes relations avec les bailleurs de fonds. Des négociations seraient notamment en cours avec le FMI en vue de l'obtention d'une nouvelle ligne de crédit modulable d'ici mars. Ce type de financement présente le double avantage d'être souple et sans conditions.

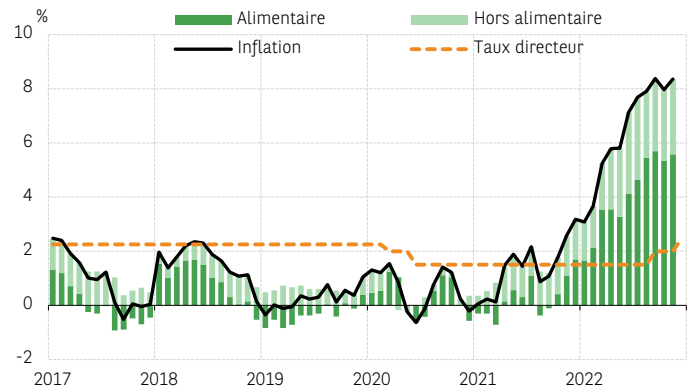
Enfin, les réserves de change sont confortables. Elles couvrent encore 5 mois d'importations de biens et services et plus de deux fois la dette extérieure de court terme. Les réserves de change ont baissé de plus de USD 4 mds en 2022 essentiellement à cause de l'appréciation du dollar US contre l'euro, et donc le MAD. Cet effet de change défavorable devrait être moins important en 2023. Par ailleurs, le MAD continue de rester à l'intérieur des bandes de fluctuation et demeure aligné aux fondamentaux de l'économie. Une intervention de la banque centrale sur le marché des changes similaire à celle de 2020 ne semble donc pas d'actualité, même si les autorités ont déclaré qu'elles n'hésiteraient pas à le faire.

FINANCES PUBLIQUES : UN CAP PLUS DIFFICILE À MAINTENIR

L'impact de la crise sur les finances publiques, bien que significatif, a été plutôt bien géré jusqu'à présent. Malgré un dérapage de presque 2 points de PIB des subventions énergétiques et alimentaires, le gouvernement devrait en effet réussir à respecter sa cible de réduction du déficit budgétaire, à 5,3% du PIB en 2022, sans ajuster son programme d'investissement public (les dépenses en capital ont augmenté de 24% sur les onze premiers mois de l'année). Pour autant, la dette du gouvernement central, estimée à 70% du PIB fin 2022, demeure 10 points supérieure à son niveau de fin 2019. Sa structure est favorable (75% de la dette est détenu par des investisseurs locaux en monnaie locale). Malgré des rendements en hausse et un raccourcissement de la maturité des émissions des bons du Trésor en 2022, les conditions de financement restent favorables dans l'ensemble, ce qui permet de maintenir les charges d'intérêt à moins de 10% des ressources budgétaires. Par ailleurs, les autorités ont décidé de ne pas solliciter les marchés financiers internationaux en 2022 pour couvrir la tombée de dette euro-obligataire de USD 1,5 md. Un retour sur les marchés obligataires internationaux est possible cette année.

Néanmoins, le niveau élevé de la dette appelle à poursuivre l'effort de consolidation budgétaire. La capacité des autorités à y arriver soulève quelques doutes. La loi de finance 2023 table bien sur un déficit budgétaire à 4,5% du PIB (4,9% hors recettes de privatisations) avant d'être ramené progressivement à 3,5% en 2025. Mais la stratégie des autorités repose à la fois sur une maîtrise de l'évolution de la dépense publique et un effort soutenu d'investissement public autour de 6% du PIB, ce qui sera difficile à réaliser à court terme. Le gouvernement compte notamment sur une baisse de 1,2% du PIB des charges de subventions en 2023, mais celles-ci dépendront surtout de l'évolution des cours mondiaux du gaz et des produits céréaliers. En outre, la bonne tenue des finances publiques en 2022 s'explique en grande partie par une performance très solide des ressources budgétaires (+18%) difficile à reproduire en 2023 compte tenu du ralentissement économique en cours et de la contraction attendue des transferts de la compagnie publique des phosphates, l'OCP, à l'État après une année exceptionnelle (0,5% du PIB en 2022). D'ailleurs, l'hypothèse de croissance (4%) très optimiste retenue dans le budget 2023 laisse augurer un léger dérapage par rapport à la cible annoncée. Contrairement à 2022, des réallocations de dépenses ne pourraient ainsi pas être évitées. Ceci fragiliserait un peu plus une dynamique de croissance déjà mal orientée.

MAROC : CONTRIBUTION À L'INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BAM, HCP, BNP PARIBAS

CROISSANCE DU PIB : UN REBOND EN TROMPE-L'OEIL

La croissance est tombée à 1,3% en g.a. sur les neuf premiers mois de l'année 2022. Ce coup d'arrêt résulte essentiellement de la contraction de plus de 15% de la valeur ajoutée du secteur primaire. Un retour à la normale de la production céréalière est censé soutenir le rebond de la croissance à 3% en 2023. Mais des conditions climatiques de nouveau défavorables en ce début d'année fragilisent déjà cette perspective. Hors agriculture, l'économie fait aussi face à de puissants vents contraires.

Après un rebond à 4,3% en g.a. au T2, la croissance du PIB hors secteur agricole a de nouveau décéléré à 3,6% au T3 malgré la très bonne performance du secteur du tourisme. Plusieurs éléments laissent penser que la conjoncture va continuer de se dégrader, à commencer par le niveau historiquement bas de la confiance des ménages, dû à la situation dégradée sur le marché de l'emploi (le taux de chômage est toujours au dessus de son niveau pré-pandémie à 11,4% au T3 2022) et à la forte poussée inflationniste. L'inflation a commencé à montrer des signes de stabilisation mais elle reste supérieure à 8%, tirée essentiellement par la hausse de plus de 14% des prix alimentaires (graphique 2). De plus, les sources d'inflation ont tendance à s'internaliser. Hors alimentation, l'inflation atteint désormais 4,5% contre 2,3% début 2022. Un nouveau resserrement monétaire est donc attendu. Malgré deux hausses de taux en septembre et en décembre de 50 points de base, le taux directeur de la banque centrale reste bas à 2,5%. L'attitude prudente des autorités monétaires traduit un dilemme croissance-inflation qui pourrait se poser avec encore plus d'acuité cette année en cas de nouveau renchérissement des cours des matières premières importées. Dans tous les cas, l'environnement monétaire sera plus restrictif en 2023. Compte tenu du contexte extérieur également moins porteur, la croissance du PIB hors secteur agricole n'est plus attendue qu'à 2,5%, soit la plus mauvaise performance depuis 2009 hors crise du Covid-19.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFASH

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

ECOWEEK

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

ECOTV

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

OU TWITTER
voir la page twitter des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement 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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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

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

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder
Copyright: Shutterstock/Travelpix



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change