

ECOEMERGING

3^e trimestre 2023

Juillet 2023

“ MÊME SI LA CROISSANCE DE DÉBUT 2023 A ÉTÉ MEILLEURE QUE PRÉVU POUR LES PAYS ÉMERGENTS, LE SCÉNARIO DU RALENTISSEMENT SEMBLE SE CONFIRMER POUR LE RESTE DE L'ANNÉE. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3 Même si la croissance de début 2023 a été meilleure que prévu pour les pays émergents, le scénario du ralentissement semble se confirmer pour le reste de l'année. En 2024, la vigueur de la reprise dépendra du contexte géopolitique et de l'ampleur de la détente de la politique monétaire aux États-Unis et en zone euro. Elle dépendra également des perspectives d'investissements des pays. Le rapport annuel de la CNUCED autorise un certain optimisme en la matière, sauf pour les économies à faible revenus..

CHINE

4 Un problème de confiance

INDE

6 Jeux d'équilibre

TAIWAN

8 Force économique et stratégique

TURQUIE

10 Changement de cap

HONGRIE

12 Demande intérieure en berne

ROUMANIE

14 Priorité à la consolidation budgétaire

BRÉSIL

16 Un vent d'optimisme

CHILI

18 Transition énergétique : des objectifs ambitieux

MÉDITERRANÉE ORIENTALE

20 Gaz naturel : enjeux et perspectives

ÉGYPTE

22 À l'épreuve du défi climatique

KENYA

24 Sur la corde raide

CÔTE D'IVOIRE

26 Une résistance mise à rude épreuve



REPRISE PAR L'INVESTISSEMENT : QUELQUES RAISONS D'ESPÉRER

Même si la croissance de début 2023 a été meilleure que prévu pour les pays émergents, le scénario du ralentissement semble se confirmer pour le reste de l'année. En 2024, la vigueur de la reprise dépendra du contexte géopolitique et de l'ampleur de la détente de la politique monétaire aux États-Unis et en zone euro. Elle dépendra également des perspectives d'investissements des pays. Le rapport annuel de la CNUCED autorise un certain optimisme en la matière, sauf pour les économies à faible revenus.

Au cours des premiers mois de l'année, la croissance des pays émergents a bien résisté (+1,7% t/t au T1 2023) grâce au rebond de l'activité dans certains poids lourds régionaux (Chine, Brésil et Pologne). Pour les mois à venir, notre scénario central reste celui d'un ralentissement. Il repose sur les nombreuses contraintes qui pèsent sur la croissance chinoise (cf. focus Chine) et sur un essoufflement du commerce mondial. Celui-ci, déjà observé au T1, est confirmé par la dégradation de l'opinion des industriels concernant leurs commandes à l'exportation au T2, notamment dans les pays industrialisés d'Asie confrontés au retournement du cycle électronique mondial. Enfin, notre scénario prend en compte l'effet retardé des durcissements monétaires, même si le mouvement de hausse des taux d'intérêt directeurs s'est achevé dans la très grande majorité des pays.

À court terme, l'hypothèse d'une récession semble écartée, grâce à la désinflation favorisée par la baisse des prix du pétrole et au retour des investissements de portefeuille, qui ont permis une détente des conditions de financement domestiques et extérieures depuis la fin de 2022.

En 2024, la vigueur de la reprise dépendra du contexte géopolitique au sens large (guerre en Ukraine, conséquences de l'affrontement commercial et technologique entre les États-Unis et la Chine) et de l'ampleur de la détente de la politique monétaire aux États-Unis et en zone euro. Mais la croissance du PIB dépendra également de la capacité d'adaptation des pays au changement climatique et, donc, des investissements à même de générer une croissance soutenable. Ces investissements de transition et d'adaptation ne pourront pas être réalisés uniquement à la charge des États, qui seront soucieux ou contraints de limiter ou réduire leur endettement ou, simplement, qui auront une capacité de financement limitée (cf. focus Égypte). Les investissements de transition et d'adaptation devront donc être en grande partie pris en charge par le secteur privé.

REPRISE SENSIBLE DES IDE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ...

Sur le thème de l'investissement, le rapport 2023 de la Conférence des Nations-Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) sur les investissements dans le monde fait un état des lieux plutôt positif. En Chine, les investissements directs étrangers (IDE) sont stables à 1% du PIB depuis 2018. Pour les pays émergents et en développement hors Chine et sur le champ de la CNUCED corrigé¹, les IDE se sont très nettement redressés de +8% en moyenne sur 2020-2022 par rapport à la moyenne des trois années précédentes. 2022 a été une année record, les IDE totalisant 2,4% du PIB, un plus haut depuis 2012. Par zone, c'est le cas pour les principaux pays d'Amérique latine (3,8% du PIB avec notamment un fort rebond au Brésil en 2021-2022), ceux d'Europe centrale et la Turquie (3,2% du PIB). Les investissements étrangers à destination du Moyen-Orient ont été très soutenus également, à 2,2%

du PIB en moyenne sur 2020-2022 (contre 1,3% les trois années précédentes). L'Afrique reste le parent pauvre mais avec un tableau très contrasté : d'un côté, les pays non producteurs d'hydrocarbures dont les IDE se maintiennent (ils se sont même redressés en 2022 à l'image de l'Égypte et du Maroc, à respectivement 2,4% et 1,6% du PIB) et, de l'autre, les pays producteurs d'hydrocarbures dont les IDE ont stagné en 2022 sous l'effet du remboursement des prêts liés aux investissements (en Angola depuis 2016 et au Nigeria en 2022) et un quasi arrêt des investissements en Algérie.

À noter que les pays industrialisés d'Asie hors Chine (Corée, Hong Kong, Singapour, Taiwan) ont continué d'attirer le plus d'IDE, en termes absolus, mais surtout en termes relatifs ; ils ont représenté, pour les quatre pays dans leur ensemble, près de 9% du PIB soit légèrement en deçà du record atteint en 2015.

... QUE DEVRAIENT CONFIRMER LES PROJETS D'INVESTISSEMENT GREENFIELD

Le rapport de la CNUCED recense également - et c'est là toute son originalité - les projets d'investissement dits *greenfield*² et les financements de projets internationaux (en nombre et en valorisation). Les premiers sont ventilés par pays, ce qui permet de distinguer les pays développés des pays en développement. Comme pour les IDE, sur la base de l'échantillon CNUCED corrigé et hors Chine, les projets *greenfield* ont atteint l'équivalent de 2,5% du PIB en 2022, soit un retour à la situation pré-covid. L'Inde est le premier pays en nombre de projets et le deuxième en valorisations cumulées. Mais, par grandes zones, contrairement aux IDE, c'est au Moyen-Orient et dans les pays d'Afrique non producteurs d'hydrocarbures que le nombre et la valeur des projets annoncés ont progressé le plus en 2022. En revanche, pour les pays à faible revenus, le décompte n'incite pas à l'optimisme.

Plus encore que les IDE, qui ne sont pas assimilables dans leur totalité à de nouveaux investissements (la moitié tout au mieux), les projets d'investissements *greenfield* et leur impact sur la croissance sont à prendre avec précaution puisqu'il s'agit d'annonces qui peuvent être non confirmées, notamment si les charges financières remettent en cause la viabilité des plans de financement. Par ailleurs, pour la plupart des projets, l'horizon de mise en œuvre peut être très long. C'est le cas pour certains pays du Golfe (Qatar et Oman), et surtout pour l'Égypte, dont les projets annoncés totalisent pas moins de USD 107 mds, soit 23% du PIB.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ La distinction pays développés/pays en développement est différente entre la CNUCED et le FMI ou la Banque mondiale. Pour la CNUCED, tous les pays de l'UE mais aussi tous les pays des Balkans et d'autres pays d'Europe (Russie, Ukraine, Belarus, Moldavie) sont inclus dans les pays développés. En revanche, Hong Kong, Singapour et Taiwan sont classés dans les pays d'Asie en développement. Les chiffres de cet éditorial ont été reconstitués pour permettre une meilleure comparabilité avec les sources FMI et Banque mondiale. Ils n'incluent pas la Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taiwan. En revanche, ils incluent les pays d'Europe centrale et orientale et des Balkans membres de l'UE. Nous avons également exclu la Russie et l'Ukraine. Les chiffres par zone ne prennent en compte que les principaux pays émergents (sauf pour les pays à faibles revenus qui sont ceux de la CNUCED).

² Les projets *greenfield* sont des données provenant de la base FDI markets du Financial Times. Cette source recense les projets d'investissements ou de joint-venture de toutes tailles donnant lieu à des créations d'emplois et une nouvelle dotation en capital. Il ne s'agit pas uniquement d'investissements cross-border, contrairement aux IDE.



CHINE

UN PROBLÈME DE CONFIANCE

La reprise de l'activité à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid s'essouffle rapidement. La demande intérieure est freinée par une chute de la confiance des ménages et des investisseurs, et le moteur exportateur s'enraye. Les autorités assouplissent prudemment la politique monétaire, mais les effets sur l'activité de crédit pourraient s'avérer limités. D'autres mesures de relance sont attendues à court terme. Elles devraient entre autres viser à encourager l'emploi des jeunes.

LA REPRISE POST-COVID S'ESSOUFFLE DÉJÀ

La consommation des ménages et l'activité dans les services ont redémarré rapidement à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid en décembre 2022 et après quelques semaines de perturbations causées par la flambée épidémique. Cette reprise a cependant perdu de son élan dès le second trimestre 2023.

Le rebond dans les services a atteint +9,1% en glissement annuel (g.a.) sur les cinq premiers mois de 2023, après une légère contraction enregistrée en 2022. Toutefois, d'une part, ce chiffre est gonflé par des effets de base favorables résultant des confinements très stricts imposés dans la région de Shanghai au printemps 2022 ; d'autre part, l'activité dans les services a montré des signes d'affaiblissement dès le mois de mai. Il en va de même pour les volumes de ventes au détail qui ont rebondi de près de 9% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, mais dont la croissance a ralenti en mai. Les ménages limitent leurs dépenses. Ils demeurent prudents face à la grave crise du secteur immobilier et face aux incertitudes qui pèsent sur leurs perspectives de revenu et d'emploi.

DES CONDITIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DÉGRADÉES

Le marché du travail n'a pas retrouvé sa situation pré-pandémique. En particulier, alors que le taux de chômage dans l'ensemble des zones urbaines s'est réduit à 5,2% en avril et mai (contre 5,5% fin 2022) et se rapproche de son niveau d'avant-Covid, le chômage des jeunes de 16 à 24 ans a de nouveau augmenté depuis le début de l'année. Il a atteint un record historique à 20,8% en mai, contre 16,7% fin 2022 et 12% en 2019. Cette évolution s'explique, notamment, par des inadéquations entre l'offre et la demande apparues sur le marché du travail depuis le resserrement réglementaire imposé en 2021 dans divers secteurs de services.

Du côté de l'offre, le nombre de jeunes diplômés entrant sur le marché du travail a augmenté continûment ces dernières années, et leur niveau d'éducation s'est élevé. Ainsi, le nombre de jeunes diplômés sortant de l'université a atteint 10,5 millions en 2022, contre 7,9 mn en 2017. Au contraire, le nombre total de travailleurs migrants en provenance des zones rurales n'a augmenté que de 3,1 mn en 2022 (pour atteindre 295,6 mn), en baisse par rapport à 4,8 mn en 2017. Du côté de la demande, le nombre d'emplois dans le secteur des services s'est stabilisé en 2021, puis s'est contracté en 2022 pour la première fois (avec une perte de 12,9 mn d'emplois). Le nombre d'emplois dans l'industrie s'est également réduit en 2022 (reprenant la tendance suivie de 2015 à 2019) alors que le nombre d'emplois dans le secteur primaire a augmenté pour la première fois en vingt ans (Graphique 1).

Dans le secteur tertiaire, les destructions d'emplois en 2022 ont concerné les services affectés par les restrictions sanitaires (commerce de détail, loisirs, etc.), l'immobilier, et des services à plus haute valeur ajoutée ciblés par le resserrement réglementaire (éducation, internet, tech en particulier). Les premiers ont bénéficié du rebond post-Covid

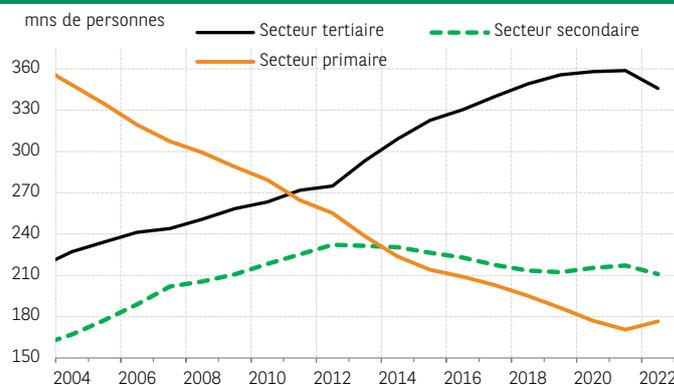
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	8,4	3,0	5,6	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	0,9	2,0	1,1	2,5
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2
Dettes officielle du gouv. général, % du PIB	45,9	46,8	50,4	52,2	53,5
Solde courant, % du PIB	1,7	2,0	2,2	1,7	1,2
Dettes externe, % du PIB	16,3	15,4	13,7	14,0	14,0
Réserves de change, mds USD	3 217	3 250	3 128	3 100	3 050
Réserves de change, en mois d'imports	16,2	12,6	11,9	11,1	10,1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : DESTRUCTIONS D'EMPLOIS DANS LES SERVICES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MIN. DES RESSOURCES HUMAINES ET DE LA SÉCURITÉ SOCIALE, BNP PARIBAS

depuis le début de 2023, ce qui devrait se traduire par de nouvelles créations d'emplois. En revanche, le cadre réglementaire reste incertain pour les secteurs considérés comme sensibles par Pékin, ce qui pèse sur leurs investissements et leurs embauches. Or, ces secteurs recrutent plus particulièrement les jeunes diplômés et les travailleurs les plus qualifiés.

LA CRISE IMMOBILIÈRE PERSISTE, LES EXPORTATIONS CALENT

La crise dans le secteur immobilier et la construction, ainsi que le ralentissement du secteur manufacturier, pourraient également entraîner de nouvelles destructions d'emplois. Le nombre de chantiers de construction achevés s'est certes redressé au cours des cinq premiers mois de 2023 (+19% en g.a.) grâce aux mesures prises par les autorités.



Celles-ci ont en particulier encouragé l'octroi de financements de court terme aux promoteurs capables de finaliser les projets en cours. Leur premier objectif est de livrer des logements prépayés pour restaurer la confiance des ménages dans le marché résidentiel. Le second est de réduire les risques de défauts de paiement : de la part des acheteurs sur leurs prêts hypothécaires et des promoteurs sur leurs emprunts bancaires et obligataires (ces défauts peuvent entraîner des pertes d'autant plus importantes pour les créanciers que le taux de récupération est très faible si le projet immobilier est inachevé). Cependant, les ménages restent méfiants, et de nombreux promoteurs continuent de faire face à des problèmes de trésorerie et à des risques d'insolvabilité. Cela empêche l'activité de se redresser : les transactions immobilières ont continué de chuter depuis le début de l'année (-8% en g.a.) et la contraction de l'investissement immobilier s'est aggravée en mai (atteignant -6% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2023).

Le secteur manufacturier est, quant à lui, lourdement pénalisé par le ralentissement de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. La production industrielle n'a augmenté que de +3,6% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, soit une croissance inchangée par rapport à celle de 2022. Les exportations de marchandises ont à peine augmenté (+1,1% en g.a. en dollars courants). Elles sont reparties à la baisse en mai après un rebond en mars-avril, et le recul des importations s'est poursuivi (-4,4% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023). De son côté, la croissance de l'investissement manufacturier a ralenti (+6% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2023), freinée par la morosité de la demande, un taux d'utilisation des capacités de production industrielle au plus bas (il s'est réduit à 74,3% au T1 2023, soit son niveau le plus faible depuis 2016), et des profits en baisse.

Au total, l'investissement privé a stagné au cours des derniers mois, et cette situation pourrait perdurer : les incertitudes pesant sur les perspectives d'exportation et de consommation des ménages, la crise immobilière, les risques réglementaires internes et les tensions géopolitiques persistent et sont autant de facteurs qui expliquent le pessimisme des investisseurs chinois et étrangers.

Le secteur public a partiellement compensé l'anémie de l'investissement privé depuis début 2022. Les autorités doivent maintenant déployer de nouvelles mesures pour soutenir la demande et tenter de renforcer la confiance des investisseurs et des ménages chinois.

ASSOULPISSEMENT MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE SOUS CONTRAINTE

La banque centrale a légèrement réduit ses taux directeurs à la mi-juin, pour la première fois depuis l'été 2022 (Graphique 2). Le taux MLF à un an est passé de 2,75% à 2,65%, suivi du taux préférentiel sur les prêts à un an (de 3,65% à 3,55%) et du taux préférentiel sur les prêts à cinq ans (de 4,3% à 4,2%) – ce dernier sert de référence pour les crédits hypothécaires.

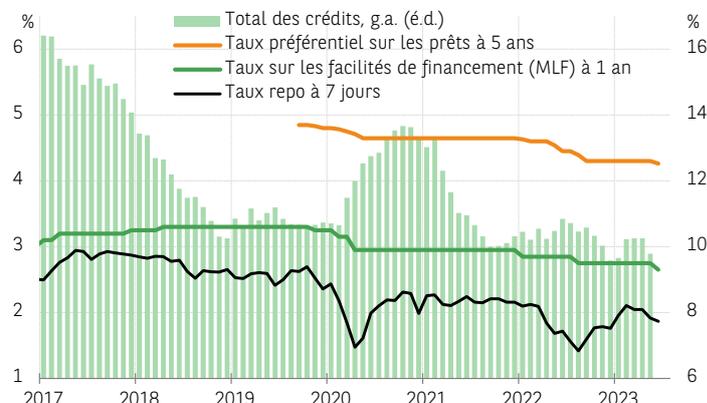
D'autres mesures d'assouplissement monétaire sont attendues à court terme. L'inflation est faible (+0,2% en g.a. en mai 2023), mais les autorités devraient rester prudentes, contraintes par leur objectif de long terme – la réduction de l'excès de dette des entreprises – et par les pressions à la baisse sur le RMB. Celui-ci a perdu encore 3,5% contre le dollar US au \$1 2023, après une dépréciation de 8,5% sur l'année 2022, sous l'effet principalement de la dégradation des flux de capitaux¹.

En outre, les effets des baisses de taux d'intérêt sur l'activité de crédit pourraient être limités du fait même de la faiblesse de la demande de prêts. Les banques devraient également se montrer prudentes, étant donné la compression de leurs marges nettes d'intérêt, la baisse de leur

¹ Cf. BNP Paribas, EcoEmerging, Chine : Nouveaux chaos, T1 2023.

² Cf. BNP Paribas, EcoEmerging, Chine : Redémarrage en côte, T2 2023.

CHINE : ASSOULPISSEMENT MONÉTAIRE EN COURS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, NIFC, BNP PARIBAS

rentabilité et la détérioration de leur qualité d'actifs. Le ratio moyen de créances douteuses (prêts non-performants + prêts à « mention spéciale ») affiché par les banques commerciales s'est amélioré progressivement de 4,8% du total des prêts fin 2019 à 3,9% fin 2022. Mais cette baisse s'explique surtout par un large recours aux abandons de créances / passages en pertes, qui compensent la hausse des nouvelles créances douteuses mais contribuent à l'érosion des profits. La qualité des prêts devrait se dégrader à court terme à cause de la crise immobilière et du ralentissement industriel. Dans cet environnement, les grandes banques commerciales sont considérées suffisamment capitalisées pour absorber de nouvelles pertes ; les plus petites institutions sont au contraire beaucoup plus fragiles.

Depuis le début de l'année, la croissance de l'encours total des crédits à l'économie (« social financing ») s'est à peine redressée en dépit de la reprise de l'activité (Graphique 2). Les prêts bancaires en monnaie locale (64% du stock de social financing) ont progressé de 11,7% en g.a. en mai 2023, contre 10,9% en décembre 2022. S'agissant des prêts au secteur immobilier (25% du total des prêts bancaires en 2022, contre 29% en 2019), les mesures prises par les autorités ont entraîné une reprise graduelle de la croissance des prêts aux promoteurs (de +0,8% en g.a. fin 2021 à +5,9% au T1 2023), mais elles n'ont pas réussi à relancer les crédits au logement aux ménages (-0,2% en g.a. au T1 2023).

Les financements obligataires ont, quant à eux, ralenti depuis la mi-2022 en raison de l'atonie du marché des titres d'entreprises. Les émissions d'obligations par le gouvernement central et les collectivités locales sont restées plus soutenues. Elle ont fléchi au printemps, mais devraient se renforcer dans les prochains mois pour accompagner la politique budgétaire.

De fait, l'assouplissement monétaire précède probablement des mesures de relance budgétaire. Étant donné la fragilité des finances des collectivités locales², un nouveau soutien pourrait venir du gouvernement central. Par ailleurs, le combat contre le chômage des jeunes devrait devenir une priorité pour les autorités. Des programmes de créations d'emplois dans le secteur public et d'aide aux entreprises pour embaucher des jeunes diplômés ont été lancés depuis l'an dernier. Ils restent néanmoins d'ampleur modeste et devront être renforcés.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

JEUX D'ÉQUILIBRE

La croissance indienne résiste grâce notamment au ralentissement de l'inflation et à un début d'amélioration du marché du travail. Les finances publiques, qui se sont légèrement consolidées au cours de l'année 2022/2023, restent beaucoup plus fragiles qu'il y a cinq ans. Le gouvernement privilégie la croissance à la consolidation budgétaire. Ses dépenses d'investissement continuent d'augmenter alors même que ses marges de manœuvre diminuent en raison de la hausse du poids des intérêts sur la dette. La forte hausse des investissements publics a permis d'améliorer la qualité des infrastructures, ce qui devrait attirer un peu plus les investissements étrangers. En dépit de sa volonté de non-alignement dans le conflit en Ukraine, mais soucieuse avant tout de ses intérêts, l'Inde cherche à se rapprocher des États-Unis et de l'Europe pour faire contrepoids à la Chine, tout en maintenant ses relations avec la Russie, son principal fournisseur d'énergie et d'armement.

L'ACTIVITÉ RALENTIT MAIS RÉSISTE

L'Inde a, une fois encore, bien résisté au ralentissement économique mondial. Sur l'année budgétaire 2022/2023, qui s'est achevée le 31 mars dernier, la croissance a atteint 7,2%. Au quatrième trimestre de l'exercice budgétaire (T1 2023), elle a ralenti à 6% en glissement annuel (g.a.), un rythme toutefois bien supérieur aux attentes. Les perspectives pour l'année 2023/2024 sont moins favorables. Selon la Banque centrale (*Reserve Bank of India*, RBI), la croissance devrait s'établir à 6,5%. Ces prévisions paraissent optimistes car les risques qui pèsent sur la croissance sont nombreux.

Sur les deux premiers mois de l'exercice en cours, l'activité a continué de décélérer tant du côté des entreprises que des ménages ruraux. La production industrielle a ralenti à 3,9% en avril en g.a. contre 5,4% au T1 2023, et la demande d'électricité s'est contractée au cours des trois derniers mois. Même si la demande intérieure (60% du PIB) reste solide, elle faiblit, comme en témoignent la baisse des achats de tracteurs par les ménages ruraux et le ralentissement du crédit bancaire aux ménages. Par ailleurs, si la vente de véhicules a sensiblement augmenté au mois de mai, cela s'explique principalement par la fin anticipée des subventions au 1^{er} juin ; les ventes devraient baisser à très court terme. Deux évolutions favorables méritent toutefois d'être soulignées, même si elles restent à confirmer : d'une part, la décélération des pressions inflationnistes et, d'autre part, la hausse du taux d'emploi.

En mai 2023, la hausse des prix s'est établie à 4,3% en g.a., un niveau proche de la cible de 2% +/- 2 points de pourcentage (pp) de la RBI. L'augmentation des prix hors énergie et alimentation s'est modérée à 5% en g.a. (un niveau qui n'avait pas été atteint depuis la mi-2020), conduisant la RBI à maintenir ses taux directeurs inchangés à 6,5% en juin, soit un nouveau *statu quo* pour le conseil de politique monétaire. Une baisse des taux par la RBI est attendue au plus tard au T1 2024. Les risques inflationnistes restent cependant élevés, en particulier en raison du phénomène météorologique *El Niño*. À la fin du mois de juin, la quantité de pluie était inférieure de 19% à la normale saisonnière. On estime que la sécheresse actuelle aura un impact de 25 à 30 points de base sur la croissance (à la baisse) et sur l'inflation (à la hausse).

Le marché du travail présente quelques signes tenus d'amélioration. Le taux d'emploi, en légère hausse depuis juin 2022, a sensiblement augmenté en mai (+2pp à 38,6%) pour retrouver le niveau qui prévalait avant l'épidémie de la Covid-19. Certes le taux de chômage reste élevé (7,7% en mai), mais son niveau reflète le retour de travailleurs qui avaient été contraints de quitter leur emploi à la suite de la crise de la Covid-19. À défaut de traduire une franche reprise de l'emploi, l'augmentation du taux d'emploi montre *a minima* un regain de confiance de la part de la population en âge de travailler.

PRÉVISIONS

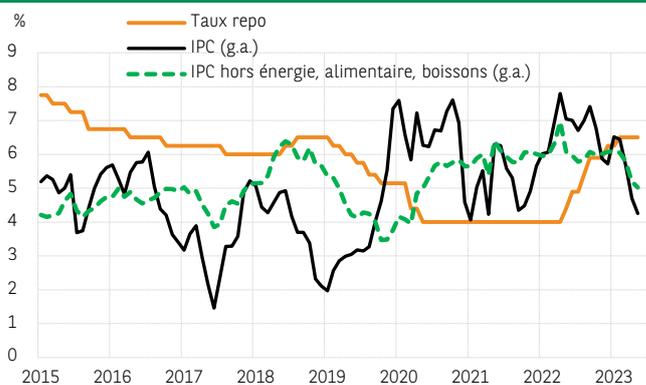
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	-6,6	8,7	7,2	6,1	6,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,1	5,5	6,7	5,5	4,4
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-13,9	-10,4	-9,9	-8,9	-8,1
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	89,4	84,1	83,4	83,5	83,4
Solde courant, % du PIB (1)	0,9	-1,2	-2,3	-2,0	-1,8
Dette externe, % du PIB (1)	21,5	19,5	19,6	19,8	19,9
Réserves de change, mds USD	579	618	562	550	570
Réserves de change, en mois d'imports	9,0	7,9	6,7	6,2	6,1

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

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI

FINANCES PUBLIQUES : FRAGILE CONSOLIDATION

Les finances publiques sont structurellement fragiles. Les recettes budgétaires sont toujours très modestes (9% du PIB pour l'année 2022/2023) et rapportées au PIB, elles n'ont pas augmenté depuis l'adoption de la taxe sur les biens et services en juillet 2017. Dans le même temps, le paiement des intérêts sur la dette, en forte hausse depuis l'épidémie de Covid, constitue une contrainte lourde. Cependant, le risque de refinancement de la dette reste modéré car il s'agit d'une dette libellée en roupies et détenue principalement par les créanciers domestiques.



Sur l'année budgétaire 2022/2023, conformément à l'objectif du ministère des Finances, le déficit budgétaire du gouvernement a baissé de 0,4 pp pour atteindre 6,4% du PIB. Cette légère consolidation a été permise par la baisse générale des dépenses, laquelle a compensé la contraction des recettes induite par la baisse des droits de douane sur les produits pétroliers (adoptée pour contenir la hausse des prix) et la diminution des dividendes perçus (induite par la baisse des profits en ligne avec la hausse des coûts de production).

Le déficit du gouvernement est cependant resté bien supérieur au niveau qui prévalait avant l'épidémie de la Covid-19 (3,8% du PIB en moyenne sur les années budgétaires 2015/16-2019/20). La lente consolidation reflète la nouvelle stratégie du gouvernement qui vise à stimuler la croissance sans pour autant aggraver le déficit. Ainsi, en dépit du niveau élevé des subventions (en forte augmentation avec l'épidémie) et de la hausse des dépenses d'intérêts (qui ont atteint 37,8% des recettes du gouvernement sur l'année 2022/2023), le gouvernement a augmenté ses dépenses d'investissement, qui ont atteint 2,7% du PIB au cours de l'année écoulée (+180% en cinq ans).

Le déficit public consolidé (gouvernement central et États) aurait atteint, selon les premières estimations du ministère des Finances, 9,9% du PIB soit une diminution de 0,5 point sur un an. La dette du gouvernement central a légèrement baissé à 83,4% du PIB.

Le budget 2023/2024 prévoit une baisse du déficit de 0,5 pp à 5,9% du PIB. Cette consolidation serait permise par la baisse des subventions (-0,8 point de PIB), en particulier sur les produits alimentaires (ces subventions ont été augmenté pendant la pandémie de Covid-19) et sur les engrais (subventions mises en place à la suite du conflit en Ukraine). Ce faisant, les subventions retrouveraient le niveau qui prévalait avant la pandémie de 2019/2020. Les fonds débloqués seraient utilisés pour accroître encore davantage les dépenses d'investissement (+0,6 pp à 3,3% du PIB) et couvrir la hausse attendue des charges d'intérêts sur la dette (+0,3 point de PIB), lesquelles devraient atteindre 3,6% du PIB. À l'horizon 2025/2026, le gouvernement a pour objectif de réduire le déficit à 4,5% du PIB (un niveau encore supérieur à celui d'avant crise). Si tel était le cas, la dette resterait proche de 83% du PIB.

L'INDE SUR LA SCÈNE INTERNATIONALE : ENTRE STRATÉGIE ET OPPORTUNISME

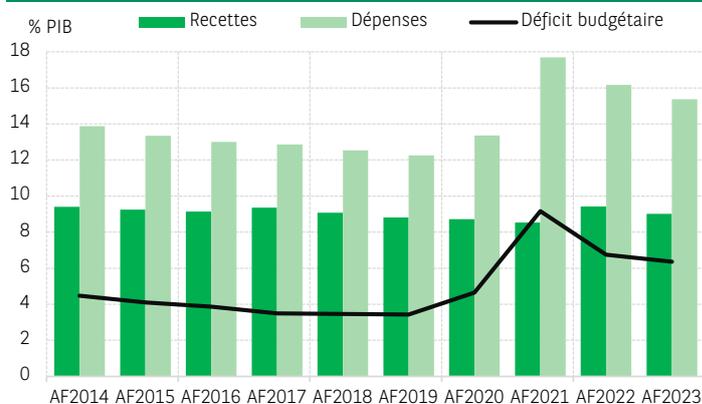
L'Inde a toujours cherché à adopter une position neutre sur la scène internationale, visant la défense de ses intérêts économiques, sociaux et culturels, en particulier depuis l'arrivée de Narendra Modi au pouvoir en 2014. Ses gouvernements ont multiplié les relations politiques, économiques et militaires, pour renforcer l'autonomie du pays, notamment en matière de défense. Le pays fait partie depuis 2020 du groupe de dialogue quadrilatéral pour la sécurité (*Quadrilateral Security Dialog*, QUAD) avec les États-Unis, le Japon et l'Australie.

La Chine reste son premier partenaire commercial (13,8% des importations en 2022). Il en dépend commercialement comme la plupart des pays d'Asie. A la différence des autres pays d'Asie du Sud, les investissements chinois en Inde sont extrêmement faibles. L'Inde a par ailleurs multiplié les accords commerciaux en Asie en 2022 et a repris ses négociations commerciales avec l'Union européenne à l'été 2022.

Au-delà des échanges commerciaux, ces dernières années, l'Inde a voulu renforcer son rôle de grande puissance en Asie afin de contrebalancer le poids croissant de la Chine. Rappelons que les tensions transfrontalières entre les deux pays restent fortes, comme en témoignent les derniers affrontements survenus en décembre 2022. Ne disposant pas des capacités financières et technologiques de son grand voisin, l'Inde s'est progressivement rapprochée des États-Unis.

En raison de sa neutralité mais aussi de sa dépendance historique aux équipements et technologies militaires russes, l'Inde (comme la Chine

INDE : LENTE CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, MOF

et le Pakistan) n'a pas condamné l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Elle a, au contraire, cherché à tirer profit des sanctions à l'encontre de la Russie pour importer du pétrole au rabais. Ce faisant, la Russie est devenue son premier fournisseur de pétrole devant les pays du Moyen-Orient. En outre, même si l'Inde a cherché à diversifier ses sources d'approvisionnement en armes, la Russie était encore en 2022 son premier fournisseur (45% des armes achetées à l'étranger sur la période 2018-2022), loin devant les États-Unis (11%).

L'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES S'AMÉLIORE, MAIS PAS LA GOUVERNANCE

Depuis 2019, les réformes adoptées pour favoriser les investissements se sont multipliées. En complément de la baisse du taux d'impôt sur les sociétés en 2019 et de l'adoption, à partir de 2020, de programmes d'incitation financière pour les entreprises des secteurs à forte intensité en main d'œuvre, le gouvernement a sensiblement accru les investissements en infrastructures. Ainsi, le nombre de kilomètres d'autoroutes et la capacité de production électrique ont augmenté de respectivement 27% et 22% en cinq ans. De plus, la digitalisation de l'économie s'est fortement développée. En 2021, 46,3% de la population avait accès à internet, soit près de 17 pp de plus qu'avant l'épidémie de la Covid-19. Dans le même temps, les contraintes administratives qui pesaient sur les entreprises ont été allégées. Bien que toujours importants, les délais pour démarrer une affaire, réaliser une construction immobilière ou encore les coûts induits par les procédures administratives ont diminué.

En revanche, la gouvernance des institutions ne s'est pas améliorée au cours des cinq dernières années. L'Inde était classée 112^e sur 213 pays en 2022 selon la Banque mondiale (soit 5 places de moins qu'en 2017). En dépit de la volonté affichée par le gouvernement de lutter contre la corruption, cette dernière reste prégnante, comme en témoigne le déclassement de l'Inde de la 80^e place en 2019 à la 85^e place en 2022 par Transparency International. En termes de prééminence du droit (*rule of law*), le classement de l'Inde s'est également dégradé à partir de 2019. Le pays se situait au 102^e rang en 2022 alors qu'il était 95^e en 2018. Les atteintes croissantes à la liberté d'expression et de culte sont régulièrement dénoncées par les organisations internationales non gouvernementales. Selon le dernier rapport de l'université de Gothenburg sur la démocratie dans le monde, la démocratie a reculé dans le pays et l'Inde est considérée comme une « autocratie électorale ».

Johanna MELKA johanna.melka@bnpparibas.com



TAIWAN

FORCE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIQUE

L'activité économique taiwanaise a fortement ralenti depuis le printemps 2022. L'île est particulièrement vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et au retournement du cycle électronique en raison de sa dépendance aux exportations de semi-conducteurs. En même temps, sa position de quasi-monopole sur le marché des microprocesseurs les plus sophistiqués la protège probablement contre la menace d'une agression chinoise, au moins à court terme. D'un point de vue strictement macroéconomique, Taiwan dispose de solides fondamentaux – et en particulier une position financière extérieure très confortable – qui renforcent sa capacité à résister aux chocs externes.

DÉPENDANTE DU CYCLE ÉLECTRONIQUE MONDIAL ...

Taiwan a été l'un des rares pays dans le monde à ne pas enregistrer de détérioration de sa performance macroéconomique en 2020-2021 malgré l'épidémie de Covid-19. Sa croissance s'est même renforcée, passant d'une moyenne de 2,8% par an en 2016-2018 à 4,5% en 2019-2021. Elle a été soutenue par la forte hausse de la production et des exportations du secteur manufacturier, par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, et par l'augmentation continue du taux d'investissement (de 21,6% du PIB en moyenne en 2016-2018 à 25% en 2019-2021). Ni les finances publiques, ni les comptes externes ne se sont dégradés. L'industrie de haute technologie de l'île a largement tiré profit de la hausse de la demande mondiale et renforcé sa position de leader dans la production de puces électroniques très sophistiquées¹. Les ventes de semi-conducteurs, qui ont presque doublé entre 2019 et 2022, constituaient 39% des exportations totales en 2022 (contre 28% en 2019).

La conjoncture s'est retournée depuis 2022. Au printemps 2022, une vague épidémique a accompagné l'abandon graduel de la politique zéro-Covid à Taiwan et conduit à un nouveau recul (modéré et temporaire) des indicateurs de mobilité et des ventes au détail. À la même période, les confinements stricts imposés à Shanghai ont causé des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et une baisse de la demande chinoise qui ont pénalisé l'activité économique taiwanaise.

Surtout, l'environnement international s'est brutalement détérioré après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Sur le plan économique, la montée généralisée de l'inflation a entraîné un durcissement des conditions monétaires locales et internationales à partir de mars 2022. L'affaiblissement de la demande mondiale et le retournement du cycle électronique mondial qui ont suivi ont pesé de plus en plus lourdement sur les exportations de marchandises taiwanaises. Après une hausse rapide en 2021 (+29% en dollars courants) et au S1 2022 (+20% en glissement annuel), les exportations ont chuté depuis septembre dernier. Leur baisse a atteint -3% en g.a. au S2 2022 et -18% au S1 2023, notamment tirée par la contraction des ventes à la Chine et Hong Kong (qui ont absorbé 42% des exportations taiwanaises en 2022).

Par ailleurs, dans un contexte géopolitique devenu plus difficile, les tensions dans le détroit de Formose se sont fortement accrues à partir de l'été 2022, suscitant l'inquiétude des investisseurs étrangers.

... L'ÎLE A ENTAMÉ L'ANNÉE 2023 AVEC UNE RÉCESSION

En conséquence, la croissance économique est tombée à +2,4% en 2022 puis à -2,9% en g.a. au T1 2023. Taiwan est même récemment entré en récession technique puisque l'activité s'est contractée d'un trimestre sur l'autre aux T4 2022 (-0,5%) et T1 2023 (-0,6%).

La production industrielle, après avoir progressé de 15% en 2021 et atteint un pic en février 2022, a chuté continuellement jusqu'au mois d'avril 2023. Elle a souffert du recul de la demande et d'importants ajustements des

¹ Taiwan possède 20% des capacités de production de semi-conducteurs dans le monde (données de 2019), mais sa part est bien plus élevée pour les puces les plus sophistiquées. Elle a en particulier une position de quasi-monopole pour les microprocesseurs numériques de moins de 10 nm, avec plus de 90% de la capacité de fabrication.

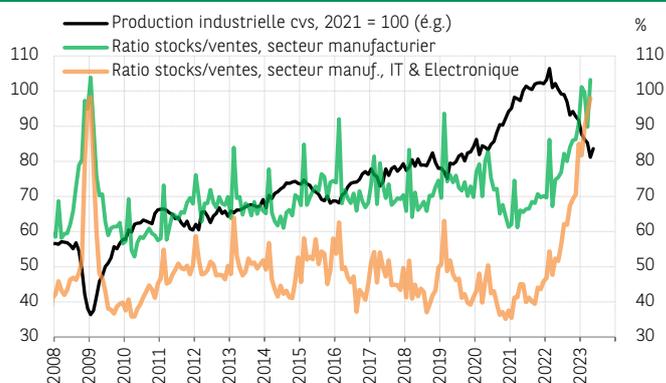
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	3,4	6,5	2,4	0,6	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	-0,2	2,0	3,0	2,2	1,5
Solde des adm. publiques, % du PIB	-1,0	-0,2	-1,5	-2,8	-2,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	32,1	30,1	30,1	32,1	32,7
Solde courant, % du PIB	14,3	15,2	13,2	11,3	12,0
Dette externe, % du PIB	28,2	27,5	26,5	26,1	25,0
Réserves de change, mds USD	529,9	548,4	554,9	560,0	565,0
Réserves de change, en mois d'imports	20,9	16,2	15,0	17,5	16,3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TAÏWAN : AJUSTEMENTS DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES, BNP PARIBAS

stocks, en particulier dans les secteurs technologiques. La légère amélioration de la production industrielle en mai (+3% sur un mois mais toujours -16% en g.a.) pourrait être de courte durée. Les indices PMI du secteur manufacturier sont d'ailleurs restés dégradés en mai et juin 2023 (inférieurs à 45). D'une part, les stocks dans l'industrie électronique restent à des niveaux historiquement très élevés (Graphique 1). D'autre part, la demande mondiale de semi-conducteurs ne devrait pas vraiment se redresser avant le T4 2023. Les perspectives sont toutefois considérées comme un peu plus favorables pour les puces les plus sophistiquées, utilisées pour les ordinateurs à haute performance et les appareils d'intelligence artificielle, contrairement à la demande de produits électroniques grand public qui devrait rester déprimée jusqu'à la fin de l'année.



L'investissement a chuté au T1 2023 (-0,8% en g.a.) pour la première fois depuis 2017. Cette contraction découle de la dégradation des revenus des entreprises du secteur manufacturier², de la faiblesse des perspectives d'exportations à court terme, du resserrement de la politique monétaire et des conditions de crédit, et du début de correction à la baisse dans le secteur immobilier. À cela s'ajoutent les incertitudes des investisseurs liées aux tensions géopolitiques.

La consommation privée est, quant à elle, restée dynamique (+6,5% en g.a. au T1 2023) et la croissance des ventes au détail a encore accéléré en mai. Après une longue période de contraintes sanitaires, les dépenses des ménages ont rebondi plus fermement depuis l'été 2022 et bénéficient encore d'effets de rattrapage post-Covid. En outre, elles ont été encouragées par des mesures de relance du gouvernement, la reprise du tourisme et par le redressement du marché du travail. Celui-ci a été tiré par l'emploi dans les services et a entraîné une réaccélération de la progression des revenus et la baisse du taux de chômage (à 3,5% en mai 2023). La confiance des consommateurs s'est également améliorée depuis le début de l'année (l'indice est passé d'un point bas à 59,1 en décembre 2022 à 66,7 en juin), mais reste en dessous des niveaux qui ont prévalu pendant la décennie 2010-2019 (au cours de laquelle l'indice a été de 81,2 en moyenne).

Ces dynamiques de la consommation privée devraient perdre en vigueur au second semestre de l'année. En particulier, le redressement du marché du travail pourrait s'interrompre en raison du ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier.

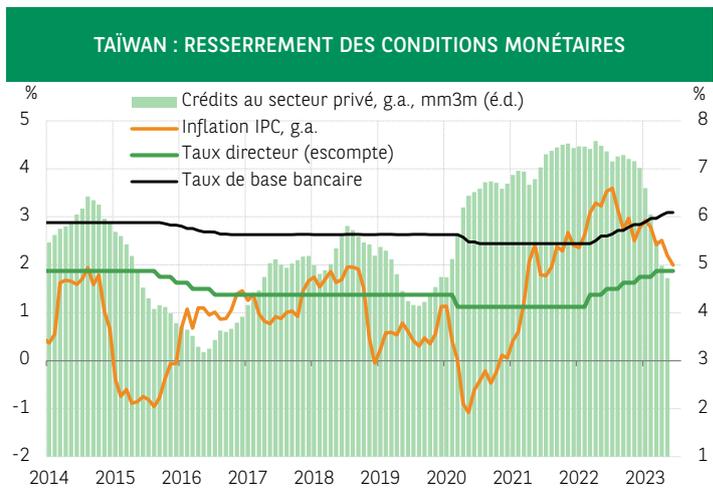
RESSERREMENT MONÉTAIRE EN PAUSE

La demande intérieure devrait également rester freinée par les effets du durcissement des conditions de crédit. En réponse à la montée des pressions inflationnistes en 2021 et 2022, la banque centrale a augmenté son principal taux directeur de 1,125% début 2022 à 1,875% en mars 2023, soit son niveau le plus élevé depuis 2015. Le dernier comité trimestriel de politique monétaire qui s'est tenu mi-juin a gardé les taux directeurs inchangés. Le statu quo devrait être maintenu pour le reste de l'année en raison de la modération de l'inflation et des risques baissiers pesant sur la croissance. L'inflation des prix à la consommation (IPC) est progressivement passée de +3,6% en g.a. en juillet 2022 à 2% en juin 2023, et devrait continuer de ralentir doucement au S2 2023. En même temps, le niveau très bas des taux d'intérêt à Taiwan en comparaison des États-Unis devrait empêcher un nouveau cycle d'assouplissement monétaire à court terme.

À la hausse des taux débiteurs nominaux liée aux décisions de la banque centrale se sont ajoutés les effets de la désinflation sur les taux réels depuis l'été 2022. En outre, les autorités ont introduit des mesures macro-prudentielles en 2022, et encore récemment, afin de modérer la hausse des prêts au logement et limiter la spéculation immobilière (la dernière mesure prise mi-juin plafonne le ratio prêt/valeur à 70% pour l'achat de résidences secondaires dans certaines régions). La croissance du crédit au secteur privé a donc perdu de son dynamisme au cours des derniers mois (Graphique 2). Le ralentissement des prêts bancaires au logement a été particulièrement marqué (leur hausse a atteint +3,9% en g.a. en termes nominaux en mai 2023, contre +9% fin 2021). Ces tendances vont se poursuivre à court terme.

DES BOUCLERS ÉCONOMIQUES

Enfin, les incertitudes des investisseurs et des consommateurs pourraient s'accroître et peser davantage sur l'activité à l'approche des élections présidentielle et législative, qui auront lieu en janvier 2024. Le



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, DGBAS, BNP PARIBAS

scénario actuellement le plus probable est celui du maintien du DPP (Democratic Progressive Party, parti de Tsai Ing-wen, la présidente depuis 2016) au pouvoir ainsi que la préservation de sa majorité à l'Assemblée législative. La préparation et la tenue des élections vont très certainement accroître la nervosité dans le détroit de Taiwan. Les tensions entre la Chine et Taiwan se sont aggravées depuis l'été 2022 et ont atteint un niveau sans précédent depuis plus de vingt ans. Les exercices militaires chinois dans le détroit se multiplient, entretenant le risque d'incidents plus sévères. Les risques d'escalade sont élevés à moyen terme. Cependant, celui d'une invasion de l'île semble être contenu à court terme. Les raisons sont multiples, d'ordre militaire, géopolitique et économique. En particulier, l'entreprise TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Co.), les usines de production de semi-conducteurs de pointe et la position de Taiwan en tant que quasi-monopole sur le marché des puces les plus sophistiquées constituent un « bouclier de silicium » qui protègent l'île, au moins à court terme. Une opération militaire de la Chine mettrait en effet en danger les approvisionnements en semi-conducteurs de la Chine et du reste du monde. Le rôle crucial du détroit de Taiwan dans le transport maritime (environ la moitié des porte-conteneurs en opération y ont navigué en 2022), en particulier pour le commerce de marchandises partant des usines chinoises à destination des marchés européen et américain, atténue probablement aussi le risque d'une escalade des manœuvres militaires ou d'un blocus des eaux du détroit.

Face au ralentissement du commerce mondial et aux tensions avec la Chine, Taiwan dispose de boucliers financiers qui limitent sa vulnérabilité purement macroéconomique. Taiwan dispose avant tout d'une position financière extérieure très solide, qui repose sur de larges excédents courants (entre 10% et 15% du PIB en cours des dix dernières années), des réserves de change extrêmement confortables (USD565 mds à fin juin 2023, soit plus de 15 mois d'importations de biens et services), un endettement public modéré, et une dette extérieure limitée reflétant une très faible dépendance vis-à-vis des financements non-résidents.

Christine PELTIER
christine.peltier@bnpparibas.com

² En particulier, les revenus de l'industrie des semi-conducteurs ont chuté de -13% en g.a. au T1 2023. Après une hausse moyenne de 22% par an en 2020-2022, ils devraient reculer de -12% sur l'ensemble de 2023, selon l'Association de l'industrie de semi-conducteurs taiwanaise (TSA).

TURQUIE

CHANGEMENT DE CAP

À l’occasion des élections présidentielles et législatives du mois de mai dernier, la livre turque s’est de nouveau fortement dépréciée et les taux d’intérêt domestiques se sont tendus. Le calme est revenu au cours des dernières semaines avec le revirement monétaire de la Banque centrale (CBRT), désormais dirigée par Hafize Gaye Erkan, et le retour de Mehmet Simsek, caution du gouvernement vis-à-vis des marchés et investisseurs étrangers, à la tête du ministère du Trésor et des Finances. Mais la tâche qui leur est confiée de rééquilibrer une économie réelle en état de surchauffe et confrontée à une inflation toujours vive s’annonce difficile. Plus que le ralentissement récent de la croissance, c’est le risque – assez probable - d’une aggravation des déficits jumeaux qui inquiète. En revanche, les analyses alarmistes qui en découlent et qui concluent à l’éventualité d’une crise de balance des paiements sont exagérées.

À l’occasion des élections présidentielles et législatives du mois de mai dernier, la livre turque s’est de nouveau fortement dépréciée et les taux d’intérêt domestiques se sont tendus. Le calme est revenu au cours des dernières semaines avec le revirement monétaire de la Banque centrale (CBRT), désormais dirigée par Hafize Gaye Erkan, et le retour de Mehmet Simsek, caution du gouvernement vis-à-vis des marchés et investisseurs étrangers¹, à la tête du ministère du Trésor et des Finances. Mais la tâche qui leur est confiée de rééquilibrer une économie réelle en état de surchauffe et confrontée à une inflation toujours vive s’annonce difficile. Plus que le ralentissement récent de la croissance, c’est le risque – assez probable - d’une aggravation des déficits jumeaux qui inquiète. En revanche, les analyses alarmistes qui en découlent et qui concluent à l’éventualité d’une crise de balance des paiements sont exagérées.

Depuis les élections présidentielles et législatives de mai, les tensions financières sont montées d’un cran en Turquie. Un début de normalisation monétaire, très attendu, est intervenu dans les semaines qui ont suivi la réélection du président Erdogan et le score meilleur qu’attendu obtenu par l’AKP au Parlement. Sous l’égide d’une nouvelle gouverneure, Hafize Gaye Erkan, le taux directeur de la Banque centrale (le taux des prises en pension à deux semaines) a été relevé de 8,5% à 15%.

Le président Erdogan a également fait appel à un de ses anciens ministres des Finances, Mehmet Simsek, pour rassurer la communauté financière sur la stratégie économique du gouvernement². M. Simsek a insisté sur la nécessité d’une politique économique rationnelle, c’est-à-dire une politique budgétaire et une politique monétaire reposant sur des règles claires (tout particulièrement la politique monétaire dont l’objectif doit rester la stabilité des prix) et prévisibles (notamment en matière de politique budgétaire dont les objectifs doivent être la maîtrise et la stabilité des déficits et de leur financement). Au titre de la rationalité, M. Simsek prône une politique basée sur les principes d’économie de marché, ouverte sur l’extérieur avec un régime de change libre, les objectifs finaux étant la stabilité (financière), la confiance et la soutenabilité de la croissance.

LES DÉFIS DE LA NOUVELLE ÉQUIPE ÉCONOMIQUE

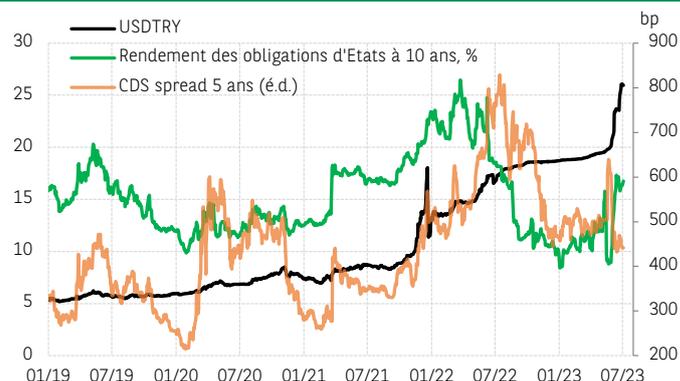
Le calme est revenu avec l’action de la Banque centrale (CBRT) et les déclarations de M. Simsek. Mais les rendements des obligations d’État à 10 ans en monnaie locale, qui évoluaient en dessous de 10% avant les élections, se sont juste stabilisés autour de 16% depuis la mi-juin. Surtout, la livre turque, qui a perdu un peu plus de 20% par rapport à son niveau précédant les élections (contre 6,5% entre la fin 2022 et la

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	1,8	11,4	5,0	2,6	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	12,1	19,6	72,3	48,1	45,3
Solde budgétaire, % du PIB	-3,5	-2,8	-1,9	-6,0	-2,5
Dette publique, % du PIB	35,9	37,9	26,9	29,9	24,3
Solde courant, % du PIB	-4,4	-0,9	-5,3	-4,5	-3,6
Dette externe, % du PIB	59,9	53,4	57,4	48,0	44,0
Réserves de change, mds USD	49,0	72,5	83,0	65,0	70,0
Réserves de change, en mois d’imports	2,6	3,1	2,6	2,0	2,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TURQUIE : NOUVELLES TENSIONS FINANCIÈRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

veille des élections), ne s’est pas réappréciée. En fait, les marchés s’attendaient à un durcissement monétaire plus important (la moyenne des prévisions pour le taux des prises en pension était de 20%).

Dans un contexte de croissance encore significative jusqu’au T1 2023, le durcissement monétaire est jugé insuffisant pour juguler l’inflation (pour l’indice d’ensemble et mesurée en glissement sur un an, l’infla-

¹ Mehmet Simsek a été, avec Ali Babacan, la caution du gouvernement Erdogan pour la conduite de la politique économique et des finances publiques durant de nombreuses années : M. Simsek, comme ministre du Trésor et des Finances entre 2009 et 2015, puis vice-premier ministre chargé de l’économie de 2015 à 2018, Ali Babacan, comme ministre de l’Économie de 2002 à 2007 puis vice-premier ministre chargé de l’économie entre 2009 et 2015.

tion a nettement ralenti 85,5% en octobre 2022 à 39,6% en mai ; cependant l'indice sous-jacent progressait toujours vivement d'un mois sur l'autre à 2,9% en moyenne entre février et mai et il a même réaccélééré depuis avril, atteignant 4,3% en mai³) et pour réduire le déficit courant. Les marchés s'inquiètent de la réapparition de déficits jumeaux (courant et budgétaire) à surveiller (i.e. supérieurs à 5% du PIB chacun). Un rééquilibrage de la croissance est effectivement nécessaire.

DE LA SURCHAUFFE AU RALENTISSEMENT

Malgré l'inflation et la dépréciation/volatilité de la livre, l'économie est restée dynamique même si l'activité a ralenti au T1 2023 (+0,3% t/t après +0,9% au T4 2022). Le PIB réel est de 20% supérieur à ce qu'il était fin 2019, une performance inégalée au sein des principaux pays développés et émergents, Chine comprise. La confiance des entreprises s'est érodée depuis la mi-2022 mais pas plus que dans les autres pays. Celle des ménages, qui avait fondu de la mi-2018 à la mi-2022, atteignant alors un plus bas, a rebondi et retrouvé son niveau moyen des années 2015-2017.

La consommation des ménages a été particulièrement dynamique grâce au rattrapage des salaires sur l'inflation à partir du S2 2022 (le salaire minimum a été multiplié par 3,9 depuis la fin 2019 - dont +55% au 1^{er} mars 2023 - contre x2,9 pour l'indice officiel des prix à la consommation). La hausse de l'emploi (+11% fin mars 2023 par rapport à la fin 2019) et le recours au crédit, en particulier par cartes, ont également soutenu les achats des ménages. Le nombre de personnes utilisant activement les cartes de crédit est ainsi passé de 20,7 millions en décembre 2019 à 25,5 en mars 2023. Face à une inflation galopante, ce mode de paiement, dont les taux d'intérêt ont été plafonnés, a constitué autant une opportunité qu'une solution de financement en dernier ressort pour les ménages. Certes, le taux d'incidents de paiements sur les cartes aux particuliers est relativement élevé (entre 6,5% et 12%) mais il diminue depuis 2021. Dans leur ensemble, les ménages turcs ne sont pas surendettés. Fin mars, l'encours total des crédits bancaires représentait 10% du PIB et 45% de la masse salariale, contre respectivement 13% et 42% fin 2019.

L'investissement des entreprises a été encore plus dynamique que la consommation privée. L'investissement en équipement est supérieur de 40% à son précédent point haut à la mi-2018. L'augmentation des importations de biens d'équipement (en dollars) est tout aussi spectaculaire. L'investissement des entreprises a notamment été stimulé par le dynamisme des exportations. D'ailleurs, les échanges extérieurs nets (exportations moins importations) n'ont contribué négativement à la croissance qu'à partir du T3 2022. Contrairement aux ménages, les entreprises ont eu, dans leur ensemble, bien moins recours aux crédits ; l'encours total des crédits bancaires commerciaux représentaient en mars 37% du PIB et 56% de l'excédent brut d'exploitation macroéconomique⁴ contre respectivement 50% et 85% fin 2019.

Avant le durcissement monétaire et la dépréciation de la livre au cours des dernières semaines, un ralentissement de la croissance était anticipé en raison de l'impact récessif (à court terme du moins) du tremblement de terre de février et du retournement conjoncturel des principaux partenaires commerciaux européens, l'Allemagne en tête. Les tensions financières récentes ne peuvent que l'accentuer malgré l'effet *a priori* positif de la dépréciation du change sur la demande extérieure nette.

³ Selon l'ENAG, collectif d'économistes, principalement universitaires, qui recueille des données journalistiques ou même intra-journalistiques, pour l'essentiel online, l'inflation était de 8,5% entre le 30/05 et le 30/06 et de 108,6% sur un an (NB : l'inflation mesurée par l'ENAG a toujours été au moins le double de l'inflation officielle publiée par Turkstat, notamment parce qu'elle ne tient pas compte des prix administrés).

⁴ PIB - masse salariale + impôts nets des subventions

⁵ "Turkey's increasing balance sheet risks" - Brad W. Setser - Council of foreign relations - Juin 2023

Les ménages vont subir à la fois une nouvelle accélération de l'inflation et des taux de crédit plus élevés (déjà, les banques avaient fortement relevé le taux des crédits à la consommation de 25% début mars à 41% mi-juin). Mais, les annonces pré-électorales faites par le président Erdogan devraient se traduire par une forte augmentation des dépenses et transferts publics et empêcher l'économie de tomber en récession.

LE SPECTRE DES DÉFICITS JUMEAUX

Bien plus que le ralentissement de la croissance, c'est le risque d'une aggravation des déficits jumeaux qui inquiète. De fait, en avril et en cumul sur 12 mois, le déficit courant a atteint USD 57,8 mds, soit un peu plus de 6% du PIB. Cependant, la baisse des prix du pétrole permettrait d'économiser près de USD 20 mds sur la facture d'énergie (sur la base d'un prix de 75 dollars par baril pour le Brent). De plus, les recettes touristiques devraient atteindre un record (d'au moins 45 mds). Dans le scénario d'un simple ralentissement de la croissance, le déficit courant refluerait sur la deuxième partie de l'année de sorte qu'il ressortirait entre USD 35 et 40 mds pour l'ensemble de 2023, soit entre 4% et 4,5% du PIB.

L'incertitude est plus grande s'agissant du déficit budgétaire. Entre janvier et mai, le solde du budget du gouvernement général affiche un déficit annualisé de 3,6% du PIB alors que, sur la même période de 2022, ce solde était positif. Avec le ralentissement de l'activité, les annonces faites durant la campagne, et le coût du dispositif de protection des dépôts bancaires pour les ménages et entreprises ayant accepté de convertir en livres leur dépôts en devises (coût estimé à 1,5% du PIB depuis sa mise en place fin 2021 si le taux de change contre dollar se stabilise dans la fourchette 25-27), le déficit pourrait atteindre 10% du PIB selon la fondation pour l'analyse de la politique économique (TEPAV). Des mesures correctrices seront probablement décidées pour éviter un tel dérapage.

Mais si tel n'était pas le cas, le déficit courant dépasserait très probablement 5% du PIB et les tensions sur les taux d'intérêt et la livre réapparaîtraient même si le durcissement monétaire se poursuivait. Dans ce scénario, certaines analyses agitent l'épouvantail d'une crise de la balance des paiements, dont l'érosion des réserves de change serait annonciatrice, qui pourrait dégénérer en crise financière en raison d'un déséquilibre bilanciel important et inédit de la Banque centrale et de l'exposition des entreprises au risque de change⁵. Les réserves de change ont effectivement fondu de 25,6 mds de dollars entre la fin 2022 et la mi-juin à USD 102,8 mds (stock d'or compris) et 60,8 mds pour les réserves en devises. Les analystes alarmistes sur le niveau des réserves en termes nets, qui sont effectivement redevenues négatives, offrent une vision biaisée de la liquidité extérieure du pays. Surtout, laissons au nouveau ministre de l'Économie et des Finances et à la gouverneure de la Banque centrale le temps d'opérer le rééquilibrage de l'économie et ne sous-estimons pas la capacité de résistance dont cette dernière a fait montre au cours des dernières années.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

HONGRIE

DEMANDE INTÉRIEURE EN BERNE

L'activité économique s'est nettement affaiblie au cours de ces trois derniers trimestres. Au T1 2023, le recul du PIB s'explique principalement par le repli de la demande intérieure. Pour 2023, le scénario d'une faible récession semble se dessiner ne serait-ce qu'en raison d'un acquis de croissance fortement négatif. De plus, les perspectives d'un rebond sont faibles à court terme car l'inflation reste très élevée et le marché de l'immobilier donne des signes de faiblesse. En 2022, les déficits budgétaire et courant se sont accentués en raison du choc énergétique. Mais les ratios d'endettement (public et externe) se sont peu aggravés. En 2023, les comptes externes devraient s'améliorer grâce à la relative détente des prix des matières premières et de l'énergie.

LA RÉCESSION SE POURSUIT

L'économie hongroise a enregistré une croissance négative au cours des trois derniers trimestres. Le PIB réel a reculé de 0,3% t/t au T1, après -0,6% au quatrième trimestre 2022 et -0,8% au troisième trimestre. La demande intérieure, en perte de vitesse, en est principalement responsable. La consommation des ménages et le déstockage ont contribué négativement à l'évolution du PIB. En revanche, les exportations nettes se sont améliorées au T1. Elles n'ont cependant pas permis de compenser l'affaiblissement de la demande intérieure.

Cette année, la Hongrie pourrait afficher une moins bonne performance économique que ses voisins d'Europe centrale et orientale. Plusieurs éléments viennent en appui à ce scénario. Premièrement, le pays accuse déjà un acquis de croissance négatif de -1% pour 2023 au T1. L'inflation, bien plus élevée dans la région, va encore peser sur la croissance car les salaires augmentent moins vite que les prix à la consommation depuis août 2022. Par ailleurs, le niveau des taux d'intérêt n'est pas favorable à la demande de nouveaux crédits. Ensuite, la politique budgétaire apportera un soutien relativement faible à l'économie compte tenu des efforts de consolidation entamés durant l'été 2022. L'objectif des autorités est de ramener le déficit budgétaire à 3,9% du PIB en 2023 puis à 2,9% en 2024 même si cela semble optimiste, notamment pour 2023.

Ainsi, les perspectives d'amélioration de l'activité économique sont faibles à court terme. Les indicateurs conjoncturels, tels que la production industrielle, les ventes au détail, les intentions d'achat des ménages pour la période en cours et à venir se sont détériorées ces derniers mois. La production a baissé de 3,6% g.a. en avril après -2,9% et -1% les mois précédents. Le recul des ventes au détail a été plus prononcé (-12,0% en g.a. en avril ; -12,7% en mars ; -8,4% en février). Fait marquant, la production industrielle et les ventes au détail sont repassées en dessous de leur niveau d'avant-Covid-19 en avril.

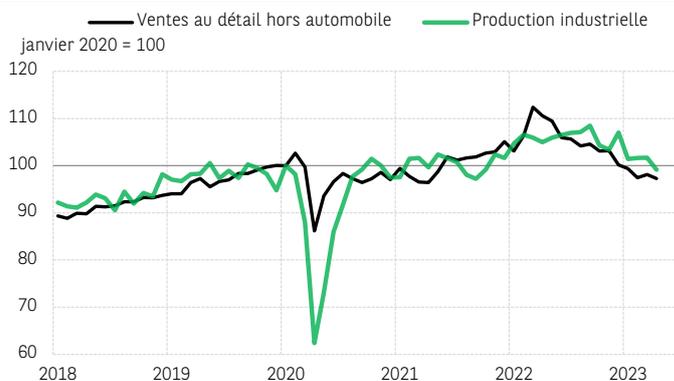
L'investissement s'est contracté ces derniers trimestres (T1 2023: -6,7% en g.a. T4 2022 : -6,9% ; T3 2022: -0,9%) et ne devrait guère se redresser dans les prochains mois. En effet, les investissements publics prévus cette année seront sans doute reportés en raison des économies budgétaires et l'absence des fonds européens, suspendus par l'Union européenne depuis 2022. L'investissement privé sera lui freiné par le ralentissement dans l'industrie. La dégradation de la confiance dans le secteur manufacturier, reflétée par les indices PMI et ceux de la Commission européenne, ne plaide pas en faveur d'un rebond significatif de l'industrie à court terme. De même, le renchérissement du coût de financement des entreprises, sous la forme de crédits bancaires ou d'émissions obligataires, ne peut que freiner les nouveaux projets d'investissements. La demande extérieure va, quant à elle, probablement s'affaiblir les trimestres prochains. L'économie allemande est déjà entrée en récession au T1 2023, ce qui va peser sur les exportations

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-4,7	7,2	4,6	-0,2	3,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	5,2	15,3	18,7	7,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,5	-7,1	-6,2	-4,3	-3,3
Dette publique / PIB (%)	77,3	74,4	71,0	66,6	64,7
Solde courant / PIB (%)	-1,1	-3,9	-8,2	-3,0	-2,6
Dette extérieure / PIB (%)	81,0	84,7	88,3	85,0	80,9
Réserves de change, mds EUR	33,7	38,4	38,7	39,0	39,5
Réserves de change, en mois d'imports	4,0	3,8	3,0	3,9	4,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

HONGRIE : PRODUCTION INDUSTRIELLE ET VENTES AU DÉTAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CENTRAL STATISTICAL OFFICE, BNP PARIBAS

hongroises, l'Allemagne représentant à elle seule 25,2% des exportations hongroises en 2022). Par ailleurs, la compétitivité-prix à l'exportation de la Hongrie pourrait se dégrader si la trajectoire haussière de la devise, observée depuis janvier 2023, devait se poursuivre. Le forint hongrois s'est, en effet, apprécié face à l'euro et au dollar, de respectivement de 7,1% et de 9,7% au premier semestre après une année 2022 marquée par de fortes pressions baissières. Pour l'instant, le taux de change effectif nominal n'est pas surévalué car il se situe 10% en dessous de la tendance de ces dix dernières années.

En 2024 et 2025, l'activité économique devrait se redresser grâce au rebond attendu de la demande mondiale et au reflux de l'inflation.



De même, l'économie pourrait bénéficier du report de certains projets d'investissements initialement prévus en 2023.

DÉSINFLATION LENTE

Parmi les pays de l'Union européenne, la Hongrie détient, de loin, le taux d'inflation le plus élevé. En mai, il s'est établi à 21,5% en glissement annuel contre 10-15% en moyenne dans la région. Cet écart avec les autres pays d'Europe centrale s'explique par la levée du gel de prix sur les carburants en décembre dernier. En outre, les pressions haussières sur les prix des biens alimentaires sont comparativement plus fortes que dans les pays voisins. La raison tient aux plafonnements des prix de certains biens alimentaires qui ont engendré, a priori, des pénuries. Parallèlement, la hausse des prix déplaçonnés s'est répercutée sur d'autres produits alimentaires. L'inflation des prix des biens alimentaires était encore de 34,1% en g.a. en mai, le pic ayant été atteint en décembre dernier (47,9%).

Le point haut de l'inflation semble avoir été atteint en janvier 2023. Toutefois, la désinflation sera lente en raison des pressions salariales relativement fortes. En 2024, la Hongrie continuera d'afficher très probablement le taux d'inflation le plus élevé dans la région. Les nouvelles mesures fiscales (augmentation des taxes sur le carburant, l'alcool et le tabac en 2024, taxe sur les intérêts, etc.), annoncées par le gouvernement pour consolider les comptes publics, auraient un impact de l'ordre +0,7 à 1,0 point sur l'inflation en 2024 selon les estimations de la Banque centrale.

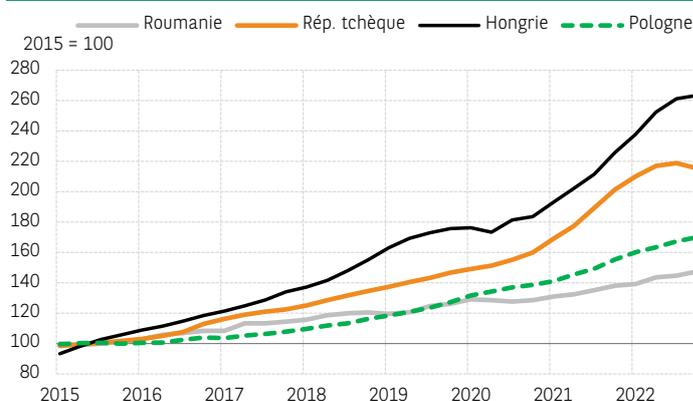
Cette situation devrait conduire les autorités monétaires à maintenir leur taux directeur inchangé à 13% (après le relèvement musclé de 1 010 pb de T1-T3 2022) pendant un certain temps. La baisse du taux directeur ne devrait pas avoir lieu avant 2024. Notons tout de même que la Banque centrale a baissé le taux prêteur au jour le jour à 18,5% (650 points de base en cumul depuis avril 2023). Ce taux constitue le plafond du corridor de taux de la Banque centrale, c'est-à-dire le taux de refinancement le plus élevé pour les banques.

LE MARCHÉ IMMOBILIER S'ESOUFFLE

L'environnement des taux d'intérêt n'est pas sans conséquence sur le marché immobilier. Dans l'ensemble des pays d'Europe centrale, on observe un retournement du marché immobilier depuis avril/mai 2022. En réponse au renchérissement du coût du crédit résidentiel, les nouveaux crédits à l'habitat ont fortement reculé (73,2% en g.a. en avril 2023). De même, au T1 2023, les transactions immobilières ont baissé de 43% sur un an selon le dernier rapport de la Banque centrale de Hongrie sur le secteur immobilier. La baisse du nombre de permis de construire de nouveaux logements traduit la perte de confiance des constructeurs et des promoteurs qui font face à une baisse de la demande de logements. Parallèlement, les coûts dans la construction ont augmenté en raison de la hausse des prix des matériaux de construction et des pressions salariales. Pour l'instant, les prix résidentiels (en nominal) continuent d'augmenter mais à un rythme très fortement ralenti, après plusieurs années de hausse soutenue. Une baisse des prix des logements semble inévitable à court terme compte tenu de l'ampleur du repli des transactions immobilières.

Notons que, comme en République Tchèque et en Slovaquie, les crédits hypothécaires en Hongrie sont majoritairement contractés à taux fixe. Par conséquent, le renchérissement du coût du crédit a surtout concerné les nouveaux emprunts. Ainsi, pour soutenir les ménages, les autorités hongroises ont gelé les taux d'intérêt liés aux nouveaux crédits immobiliers, depuis début 2022.

EUROPE CENTRALE : INDICE DES PRIX DES LOGEMENTS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

DES DÉFICITS MOINS IMPORTANTS EN 2023

L'année 2022 a été marquée par des déséquilibres macroéconomiques importants tandis que le pays était confronté à une suspension des fonds européens.

En 2022, le déficit budgétaire a atteint 6,2% du PIB, dépassant largement l'objectif officiel de 4,9% en raison des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises mises en place à la suite du choc des prix de l'énergie. De même, les charges d'intérêts, en forte hausse, ont atteint 8,3% des recettes fiscales au T4 en 2022. Le déficit aurait toutefois été plus prononcé sans les mesures de consolidation budgétaire insaurées au second semestre 2022.

L'augmentation des prix de l'énergie a aussi creusé le déficit courant à 8,2% du PIB en 2022 après -3,9% en 2021 et -1,1% en 2020. La dette externe a augmenté de 3,6 points à 88,3% du PIB. Toutefois, l'économie hongroise a bénéficié de flux de capitaux importants en dépit des incertitudes liées à la guerre en Ukraine. Les flux de portefeuille et des investissements directs étrangers ont permis de compenser le déficit courant à hauteur de 60%.

En 2023, quelques éclaircies se profilent à l'horizon. Avec l'inflation, le ratio de dette publique rapportée au PIB devrait continuer de baisser même si la croissance ralentit. Ce ratio devrait s'améliorer au cours des trois prochains répit grâce à la détente des prix des matières premières sur les marchés internationaux. D'ailleurs, la balance commerciale a enregistré un excédent au premier trimestre. Le déficit courant s'est établi à EUR 0,8 mds au T1 2023 en comparaison de EUR 2,1 mds au T1 2022. De plus, les flux nets de capitaux sont restés positifs au T1 2023.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROUMANIE

PRIORITÉ À LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

La croissance économique, jusqu'à présent très dynamique, devrait faiblir et les autorités sont confrontées à plusieurs défis en 2023. La consolidation des comptes publics est une priorité à court terme, faute de quoi la Roumanie pourrait faire l'objet de nouvelles mesures disciplinaires de la part de l'Union européenne. L'inflation reste élevée, même si elle reflue depuis fin 2022. Cela devrait inciter les autorités monétaires à privilégier un statu quo. Le déficit courant s'est creusé pour avoisiner 10% du PIB en 2022 mais il devrait s'atténuer à court terme en raison de la baisse des prix de l'énergie. En dépit de l'importance des déficits courant et budgétaire, la Roumanie continue d'attirer les flux de capitaux étrangers.

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE MOROSE AU S1 2023

La croissance du PIB a sensiblement ralenti au T1 2023, pour s'établir à +0,2% t/t après +1,0% t/t les deux trimestres précédents. L'activité s'est encore affaiblie au T2 à en juger par les indicateurs conjoncturels publiés récemment. Les ventes au détail ont reculé de -1,5% en g.a. en avril alors qu'elles avaient bien résisté jusque-là. La production industrielle suit une tendance baissière depuis plusieurs mois déjà. Parallèlement, le repli des volumes d'importations de biens de consommation et de biens intermédiaires montre que le ralentissement ne concerne pas uniquement les exportations. De plus, le marché de l'immobilier est en perte de vitesse. La demande de nouveaux crédits à l'habitat s'est amoindrie en raison du renchérissement du coût du crédit : le taux de crédit immobilier s'élevait à 8,3% en avril 2023 contre 4,3% en moyenne en 2021. Par ailleurs, les ménages ont vu leurs remboursements mensuels peser davantage dans leur budget car les crédits sont majoritairement accordés à taux variable. Au second semestre, la consommation devrait néanmoins résister, comme ce fut le cas jusqu'au T1. Le salaire réel, redevenu positif depuis avril, sera un facteur de soutien au pouvoir d'achat des ménages à condition que la baisse de l'inflation se poursuive.

Parmi les pays d'Europe centrale, la Roumanie affichera probablement la plus forte croissance en 2023, même si celle-ci ralentit. La Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie sont davantage exposées aux fluctuations de la demande extérieure. L'économie polonaise, qui habituellement résiste mieux que ses voisins, devrait connaître un ralentissement plus marqué cette fois-ci en raison du retournement du secteur immobilier. De plus, les projets d'investissements seront sans doute reportés après les élections législatives prévues à l'automne prochain. En 2024 et 2025, l'économie roumaine devrait se redresser puis converger graduellement vers sa croissance potentielle estimée autour de 3,5% à moyen terme. Toutefois, l'orientation probable vers une plus grande rigueur budgétaire au cours de ces deux prochaines années annonce un soutien limité à l'investissement et à la consommation des ménages.

BAISSE GRADUELLE DE L'INFLATION

L'inflation, calculée à partir de l'indice des prix harmonisé, a atteint un point haut en novembre puis reflué progressivement à 9,6% en g.a. en mai. Ce chiffre est comparable à celui des autres pays d'Europe centrale, à l'exception de la Hongrie qui reste aux prises avec des pressions inflationnistes très fortes (+21,9% en g.a. en mai). En Roumanie, le récent reflux s'explique principalement par une contribution plus faible des postes « alimentation » et « énergie ». Toutefois, la désinflation sera lente en raison de pressions salariales relativement élevées. D'ailleurs, l'inflation sous-jacente a légèrement réaccélééré à 8,7% en g.a. en mai.

PRÉVISIONS

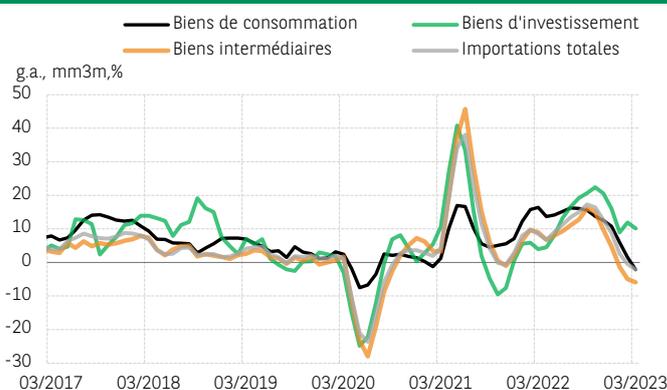
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,2	5,9	4,2	2,5	4,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,3	4,1	12,0	9,6	5,5
Solde budgétaire, % du PIB	-9,2	-7,1	-6,2	-4,7	-3,7
Dette publique, % du PIB	46,9	48,6	47,2	46,8	46,3
Solde courant, % du PIB	-4,9	-7,2	-9,3	-6,7	-4,4
Dette externe, % du PIB	57,5	56,7	50,5	48,5	45,5
Réserves de change, mds EUR	42,5	45,8	52,3	54,0	57,0
Réserves de change, en mois d'imports	6,7	5,9	5,3	4,9	5,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

ROUMANIE : IMPORTATIONS DE BIENS EN VOLUME



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

La Banque centrale ne devrait pas s'orienter vers un assouplissement monétaire de si tôt. Elle va sans doute privilégier un statu quo monétaire cette année après avoir augmenté le taux directeur de 475 points de base en cumul à 7% jusqu'en janvier 2023.

UN RECALIBRAGE BUDGÉTAIRE NÉCESSAIRE

Malgré l'amélioration du ratio de la dette rapportée au PIB en 2022, les comptes publics présentent quelques fragilités. Le déficit budgétaire s'est maintenu à des niveaux élevés à la suite des chocs successifs subis par l'économie depuis 2020. Il était de -6,2% du PIB en 2022 après



-7,4 % en 2021 et -9,2% en 2020. À court terme, la charge de la dette va peser davantage sur le budget de l'État, même si elle reste relativement faible à 7,3% des recettes fiscales (contre 4,7% en 2021 et 6,3% en 2022). En 2023 et 2024, le déficit budgétaire devrait se réduire, mais rester au-dessus de l'objectif de 3% du PIB de l'UE.

Ainsi, d'importants efforts de consolidation seront nécessaires à court terme pour se conformer aux règles budgétaires établies par l'UE. À défaut, la Roumanie risque de se voir imposer de nouvelles mesures disciplinaires. Le 30 juin dernier, le pays a en effet reçu un avertissement de la Commission européenne concernant une éventuelle suspension des fonds européens si un redressement des comptes publics n'était pas rapidement mis en œuvre. Rappelons que les fonds européens constituent une source de financement importante pour le pays (environ EUR 10 mds par an, soit 3% du PIB). Par ailleurs, la Roumanie fait déjà l'objet d'une procédure de déficit excessif depuis 2020 en raison des dépenses permanentes (augmentations de pensions, salaires, etc.) jugées peu soutenables par l'UE.

Fin mai, des mesures ont été adoptées par le gouvernement pour réduire les dépenses publiques, mais elles restent marginales (0,3% du PIB). D'autres mesures plus radicales seront nécessaires pour contenir significativement le déficit budgétaire, qui a déjà atteint 2,7% du PIB sur les cinq premiers mois de l'année. La consolidation budgétaire sera cependant difficile à court terme en raison de la tenue de plusieurs élections (présidentielles, législatives et locales) en 2024, qui devraient s'accompagner d'une hausse des dépenses.

UN DÉFICIT COURANT EN LÉGÈRE BAISSÉ

La Roumanie affiche un compte courant structurellement déficitaire depuis plusieurs années. La persistance des déficits découle d'une forte demande intérieure, elle-même induite par une succession de politiques budgétaires expansionnistes ces dernières années. En 2022, le déficit courant s'est encore creusé pour atteindre 9,3% du PIB. Le gonflement de la facture énergétique a représenté à lui seul 30% du déficit. La balance des revenus est restée dans le rouge. L'excédent de la balance des services n'a compensé que marginalement la dégradation du solde commercial.

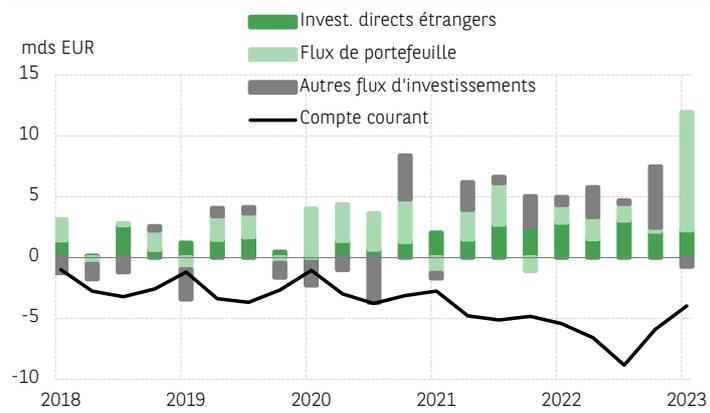
Le financement du déficit courant n'a pas posé de problème majeur. En 2022, le déficit courant a été largement couvert par des flux non générateurs de dette, notamment des investissements directs étrangers (IDE) et des fonds européens. Ces deux sources de financement réunies ont représenté EUR 21 mds en 2022 et comblé 78,3% du déficit. La liquidité externe atteint des niveaux confortables grâce à l'accumulation de réserves de change qui couvrent plus de 5 mois d'importations. Par ailleurs, le ratio de la dette externe rapportée au PIB ne s'est pas dégradé, il a même légèrement baissé de 2,1 points à 48,4% en 2022.

À court terme, les comptes extérieurs devraient bénéficier de la baisse des prix de l'énergie, mais le déficit courant restera relativement élevé en raison d'une balance commerciale structurellement déficitaire, même hors énergie.

UNE DESTINATION ATTRACTIVE POUR LES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS

La persistance de déficits jumeaux en 2022 n'a pas aggravé la perception du risque à en juger par la légère appréciation du leu roumain vis-à-vis de l'euro sur la période. De plus, la perspective de rendements élevés sur les marchés obligataires a favorisé les entrées nettes de flux de capitaux. Les flux de portefeuille ont enregistré un vif rebond

ROUMANIE : FLUX DE CAPITAUX ET COMPTE COURANT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

à EUR 9,7 mds au T1 2023 après EUR 0,3 md et EUR 1,4 md les trimestres précédents. Sur l'ensemble de 2022, ils se sont élevés à environ EUR 5 mds en dépit des incertitudes liées à la guerre en Ukraine. De plus, la Roumanie reste une destination attractive pour les IDE, qui se sont élevés à EUR 2,3 mds au T1 après EUR 9,6 mds en 2022 (soit 3,4% du PIB). À titre de comparaison, ce ratio était de 2% en moyenne sur la période 2010-2020.

Les IDE et les fonds européens ont permis au pays, depuis son entrée dans l'Union européenne en 2007, de rattraper son retard par rapport aux pays développés. L'écart entre le PIB par tête de la Roumanie et celui de l'UE s'est considérablement réduit (70% en 2022, contre 49% en 2007). La poursuite du rattrapage reste en bonne voie pour les années à venir. Comme ses voisins d'Europe centrale, la Roumanie pourrait bénéficier de la réorganisation de l'activité productive de la zone euro, après les importants chocs sur les chaînes d'approvisionnement provoqués par la crise de la Covid-19 et, plus récemment, par la guerre en Ukraine. Par ailleurs, les sanctions à l'encontre de la Russie et de la Biélorussie, qui ont entraîné la fermeture de plusieurs sites industriels, pourraient bénéficier à l'ensemble des pays d'Europe centrale. Selon les autorités roumaines, plusieurs projets sont à l'étude pour permettre la relocalisation de sites.

Parmi les nombreux atouts de la Roumanie, figurent, entre autres, sa proximité géographique avec la zone euro, des infrastructures développées et un tissu industriel diversifié. La relative stabilité du leu vis-à-vis de l'euro, observée au cours de ces dernières années, atténue le risque de change. Le mécanisme de change géré s'est traduit par une très faible déviation du taux de change effectif nominal par rapport à sa tendance de long terme. Les perspectives d'adhésion à l'euro, à un horizon de 5-10 ans (au mieux) lèvera totalement ce risque pour les industriels implantés dans la zone euro.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BRÉSIL

UN VENT D'OPTIMISME

Un vent d'optimisme souffle actuellement sur le Brésil. Les actifs brésiliens se sont fortement redressés au T2 2023 sur fond d'avancées des réformes et de surprises positives concernant la croissance, l'inflation, le marché du travail et les comptes externes. De nouvelles mesures de soutien budgétaire, conjuguées à la détente des prix de l'énergie et à l'assouplissement monétaire attendu au S2 devraient, en outre, atténuer le ralentissement de l'activité cette année. Les voyants au vert cachent néanmoins les fragilités de la demande interne et des dynamiques sectorielles différenciées. Sans une hausse des recettes, les cibles de résultat primaire définies par la nouvelle règle budgétaire semblent difficilement atteignables.

EMBEILLIE SUR LES MARCHÉS

Depuis fin mars, les actifs brésiliens connaissent une embellie notable. La Bourse a affiché une progression de 16% tandis que le real s'est apprécié d'environ 10% contre le dollar à la fin juin. La courbe des taux a aussi baissé. Le rendement des titres obligataires du souverain à deux ans est ainsi passé de 14,2% fin décembre 2022 à 10,5% courant juin. Les taux d'intérêt réels des obligations publiques de long terme indexées sur l'inflation se sont également détendus de près de 100 points de base depuis l'annonce des nouvelles règles budgétaires en avril. L'appétit des investisseurs étrangers pour les titres de dette s'est aussi raffermi (entre janvier et mai, les non-résidents ont été acheteurs nets à hauteur de USD 4 mds, d'après l'IIF).

... REFLET DE BONNES SURPRISES MACROÉCONOMIQUES...

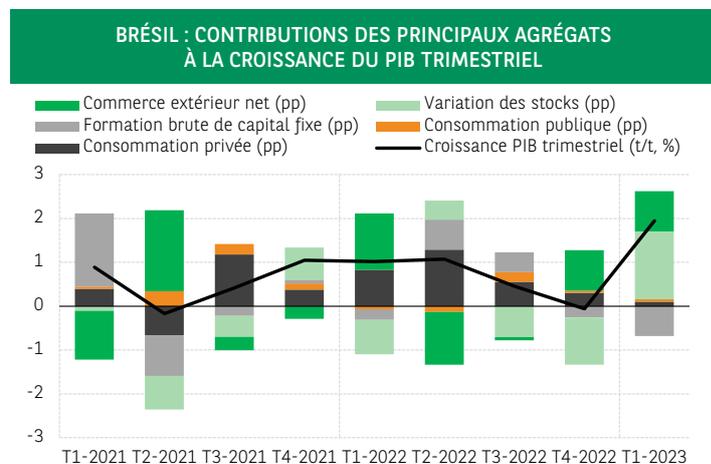
Outre le rôle joué par des facteurs exogènes (baisse du dollar, redémarrage chinois, détente des risques bancaires, découplage des pays émergents avec les pays avancés), le vent d'optimisme qui souffle sur les marchés brésiliens reflète avant tout la bonne tenue de la croissance et l'anticipation d'une baisse des taux à la fin de l'été (SELIC à 13,75% depuis août 2022). La croissance de l'activité a, en effet, fortement surpris à la hausse au T1 (+1,9% t/t et 4% en g.a. après un repli de 0,1% t/t au T4) à la faveur de récoltes exceptionnelles de soja, maïs, céréales (la production agricole a bondi de 21,9% au cours du trimestre, un record). L'activité économique a continué de montrer des signes de résilience au début du T2 sur fond de bonne résistance du marché du travail. Dans le même temps, l'inflation a poursuivi son ralentissement, profitant encore des effets de base liés à la guerre en Ukraine ainsi que de l'appréciation du real. En mai, la hausse de l'indice global des prix est tombée à son plus bas niveau (3,94% en g.a. contre une cible à 3,25%) depuis octobre 2020, tandis que l'indice de diffusion s'est replié (la part des articles dont le prix a augmenté au cours du mois est passée de 66% à 56%). L'inflation sous-jacente continue de refluer (6,19% contre 9,12% fin 2022). Sur le plan extérieur, le solde commercial a battu des records sur les cinq premiers mois de l'année - tiré par une production pétrolière et des récoltes agricoles élevées ainsi que par le ralentissement des importations. L'excédent s'est établi à USD 35 mds, soit une hausse de 37% en g.a., et ce malgré la baisse des cours mondiaux des matières premières. Le déficit du compte courant a continué de se résorber (-2,5% du PIB sur 12 mois glissants en mai contre -3% fin 2022) et reste entièrement couvert par les flux nets d'IDE (+2,8% du PIB).

Les voyants au vert cachent néanmoins les fragilités de la demande interne et les différences de dynamiques entre secteurs. Le détail des comptes nationaux montre en effet un affaiblissement de la consommation intérieure et de l'investissement au cours des quatre derniers trimestres. Ainsi, c'est surtout l'accumulation des stocks qui a tiré la croissance de la demande intérieure au T1. Par ailleurs, les bonnes

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,3	5,0	2,9	2,5	0,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,2	8,3	9,3	4,7	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-13,3	-4,3	-5,3	-8,9	-8,2
Dette publique, % du PIB	86,9	78,3	73,4	77,3	79,8
Solde courant, % du PIB	-1,9	-2,8	-2,9	-2,3	-2,0
Dette externe, % du PIB	44	42	39	41	43
Réserves de change, mds USD	356	362	324	341	338
Réserves de change, en mois d'imports	18,5	14,2	10,4	15,5	14,7

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

performances de l'agriculture et de l'élevage depuis le début de l'année occultent le repli de la plupart des secteurs de l'industrie et le retournement de l'activité dans les services depuis avril dernier. Les quelques exceptions comprennent les services de transport et de stockage dynamisés par les récoltes exceptionnelles depuis le début de l'année. L'activité des industries de transformation et de la construction civile reste faible, notamment à cause des taux d'intérêt élevés.

À court terme, la détente des prix de l'énergie et les nouvelles mesures de soutien budgétaire devraient soutenir l'activité et permettre d'atténuer le ralentissement économique prévu cette année. Le gouvernement a annoncé des allègements fiscaux pour soutenir l'industrie automobile (programme « voiture populaire ») et une hausse de 27% des financements dans le secteur agricole pour 2023/2024. La banque



de développement, BNDES, a aussi annoncé une hausse des financements pour soutenir l'industrie au cours de quatre prochaines années. Du côté de la demande, outre les transferts sociaux prévus dans le budget 2023, les ménages les plus défavorisés vont bénéficier de la revalorisation du salaire minimum (entrée en vigueur en mai), de l'élargissement des tranches d'exonération d'impôts, ainsi que du nouveau plan de tarification des prix des carburants annoncé par Petrobras (qui a autorisé une baisse des prix et permettra dès lors une meilleure protection du marché intérieur contre la volatilité des cours mondiaux). La mise en place du programme de restructuration de dette (« *Desenrola Brasil* »), visant à contrer la hausse des défaillances des particuliers, devrait, dans le même temps, bénéficier à près de 70 millions de Brésiliens.

... AINSI QUE DES AVANCÉES SUR LE PLAN DES RÉFORMES

L'approbation, fin juin, d'une version plus contraignante de la réforme des règles budgétaires¹, conjuguée à la présentation de la très attendue réforme sur la fiscalité² et à la baisse des tensions entre le gouvernement et la Banque centrale ont contribué à détendre les primes de risque (baisse de 75 pb du CDS brésilien à 5 ans depuis mars) et fait baisser les anticipations d'inflation à moyen terme. D'autres initiatives ont été également bien accueillies par les marchés : i/renforcement de la coopération avec la Chine³, ii/décision de remplacer l'horizon temporel de la cible d'inflation à compter de 2025⁴, iii/avancées sur le plan de la transition énergétique et de la protection environnementale, malgré quelques développements inquiétants⁵. Outre la présentation d'un plan d'investissement de BRL 56 mds pour des lignes de transmission électrique et la création à venir d'un marché du carbone, le gouvernement a aussi annoncé vouloir étendre de 30,000 km² la superficie protégée en Amazonie, soit l'équivalent de la superficie de la Belgique. En outre, les agriculteurs qui adopteront des pratiques plus soutenables auront accès à des financements à taux préférentiels. D'autres acteurs se mobilisent : la BNDES a renforcé la prise en compte d'indicateurs clés de performance environnementale dans l'attribution de ses prêts, tandis que Petrobras s'est engagé à ce que 100% de l'électricité utilisée dans ses activités industrielles et administratives au Brésil soit produite à partir de sources renouvelables. Enfin, les banques brésiliennes ont adopté un nouveau protocole pour lutter contre la déforestation dans la filière bovine. À noter aussi la baisse de la déforestation de 31% sur les cinq premiers mois de l'année par rapport à la même période en 2022.

La dissipation des craintes d'une remise en cause des réformes libérales engagées depuis 2016 a également participé au regain d'optimisme des investisseurs. Lula, dont la popularité stagne depuis le début de l'année, peine en effet à contrer la privatisation d'Electrobras ; le Congrès a, par ailleurs, rejeté un projet de loi autorisant une main mise plus importante du gouvernement sur la gouvernance des entreprises publiques.

DÉFIS STRUCTURELS ET EXÉCUTION BUDGÉTAIRE

La bonne passe actuelle du Brésil – qui s'est ponctuée en juin par l'amélioration des perspectives de « stable » à « positive » par l'agence de

¹ Des sanctions plus strictes sont prévues en cas de non-respect des objectifs de solde primaire.

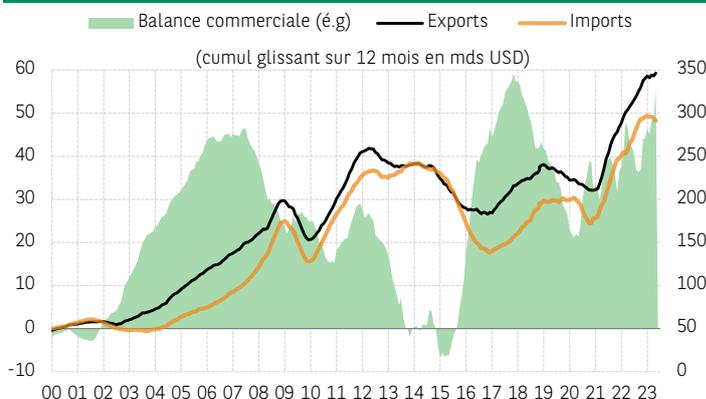
² Celle-ci entend notamment remplacer les taxes indirectes sur la production et la consommation (IPI, PIS, Cofins, ICMS et ISS dont les niveaux varient selon États et les municipalités) par une taxe à deux niveaux sur la valeur ajoutée.

³ En déplacement avec plus de 200 chefs d'entreprises, en avril, Lula a conclu avec son homologue chinois une vingtaine d'accords commerciaux (secteurs minier, agricole, de l'énergie et des technologies de l'information et des communications). L'investissement chinois au Brésil, au travers d'accords sur la construction de ponts, de chemins de fer, de ports et d'usines automobiles, notamment, devrait aider à renforcer la production industrielle brésilienne (qui a chuté d'environ 6 points de PIB en 20 ans).

⁴ Objectif maintenu à 3% mais mobile sur 12 mois glissants plutôt que sur l'année civile.

⁵ Porté par l'agro-négoce et les groupes d'intérêts conservateurs, le Congrès a voté la loi PL490 limitant drastiquement la reconnaissance des revendications territoriales des groupes indigènes subvenues après 1988. Le Congrès a également dépouillé le ministère de l'Environnement et des peuples indigènes d'une partie de leurs pouvoirs. Lula n'a, par ailleurs, pas montré son opposition à un projet d'exploration pétrolière de Petrobras aux portes de l'Amazonie.

BRÉSIL : SOLDE DE LA BALANCE COMMERCIALE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCB, BNP PARIBAS

notation S&P – ne doit pas faire perdre de vue les nombreux défis auxquels est confronté le pays sur le plan social (polarisation en hausse, montée de la faim et de la pauvreté), démographique (vieillesse de la population, baisse de la natalité), et surtout économique avec un faible potentiel de croissance lié, entre autres à un environnement des affaires complexe et coûteux. Selon une récente étude réalisée par le Mouvement pour la compétitivité (MCB) en partenariat avec le think tank FGV, le surcoût que supportent les entreprises pour produire dans le pays (*Custo Brasil*) par rapport à la moyenne des coûts dans l'OCDE est estimée à BRL 1 500 mds, soit environ 20% du PIB. Le coût de l'emploi, de la logistique, du financement, des exigences réglementaires et fiscales, ainsi que les carences en matière d'intégration dans les chaînes de production mondiales seraient à l'origine de 80% de ce surcoût. Pour tenter d'y remédier, le MBC/FGV et le ministère du Développement, de l'Industrie, du Commerce et des Services (MDIC) lanceront, au second semestre 2023, l'Observatoire du *Custo Brasil* qui surveillera et actualisera, de façon permanente, divers projets pour rendre compte de leur impact sur l'économie brésilienne.

Toutefois, à plus brève échéance, le principal défi pour les autorités demeurera l'atteinte des objectifs de solde budgétaire primaire (0% en 2024, +0,5% en 2025 et +1% en 2026), qui conditionneront les marges de manœuvre dont disposera le gouvernement pour lever les obstacles à la croissance. En effet, selon la nouvelle règle budgétaire, la hausse des dépenses sera plafonnée chaque année à un taux de croissance réel compris entre 0,6% et 2,5%, qui dépendra du résultat primaire de l'année précédente. Or, pour l'instant, au vu du scénario économique et compte tenu des dépenses à venir en 2024, la cible ne pourra être atteinte en l'absence de nouvelles sources de revenus. À l'heure actuelle, la réforme fiscale reste l'issue la plus probable pour augmenter durablement les recettes. Encore faut-il qu'elle soit approuvée - un défi qui dure depuis 30 ans.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com



TRANSITION ÉNERGÉTIQUE : DES OBJECTIFS AMBITIEUX

La transition énergétique au Chili apparaît plus avancée que dans la majorité des pays d'Amérique latine. La conjonction d'une géographie favorable, de ressources importantes, des aspirations de l'opinion publique et de la volonté politique a favorisé la mise en place de nombreuses mesures depuis près de 25 ans. Depuis son arrivée au pouvoir en 2022, Gabriel Boric entreprend de dépasser les objectifs fixés jusqu'ici sur le plan national, en atteignant la neutralité carbone avant 2050, et sur le plan international en développant les capacités de production et d'exportation de lithium et d'hydrogène vert.

ÉTAT DES LIEUX

La contribution du Chili aux gaz à effets de serre (GES) est marginale à l'échelle mondiale (inférieure à 0,25% du total en 2021). Elle a cependant augmenté au cours des trois dernières décennies (avec seulement 0,15% du total en 1990). Par ailleurs, bien que le poids des énergies renouvelables soit en augmentation constante depuis le début des années 2000, le mix énergétique primaire reste fortement carboné : d'après les données de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), en 2021 environ 44% de l'offre énergétique provenait du pétrole, 16% du charbon, 14% du gaz naturel et 6% seulement des énergies renouvelables.

Le secteur de l'énergie reste le principal secteur responsable des gaz à effets de serre (soit plus de 75% du total des émissions du pays), principalement du fait de la consommation de charbon nécessaire à la production d'électricité, ainsi que la consommation de carburant diesel dans les transports. Ramenées à la population, les émissions se situent à un niveau légèrement inférieur à la moyenne mondiale (4,4 et 4,7 tonnes de CO₂ par habitant respectivement en 2021, d'après les données fournies par le *Global Carbon Project*), mais largement en deçà de la moyenne des pays de l'OCDE (10,2 tonnes en 2021).

TOURNANT DES ANNÉES 2010

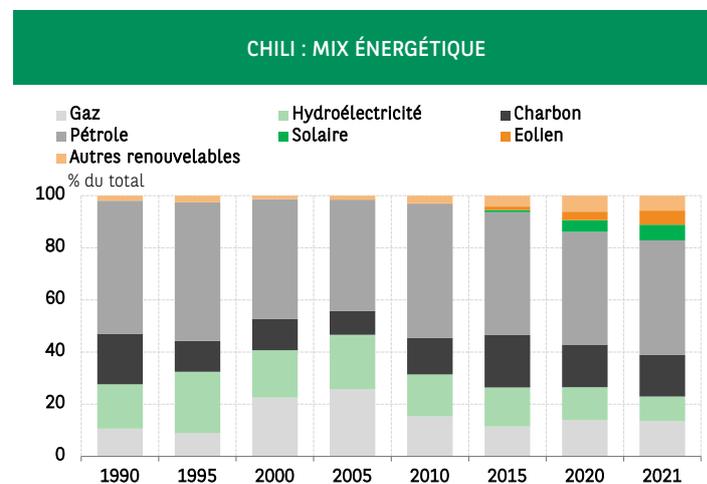
Dès le début des années 2010, les gouvernements successifs ont appliqué des politiques de transition énergétique de plus en plus exigeantes. Leur mise en place a fait suite à plusieurs décennies de politiques visant à réduire la dépendance aux énergies importées sans considération environnementale. Ainsi, alors que depuis les années 40 le pays avait axé sa politique énergétique sur l'hydroélectricité, plusieurs épisodes de sécheresse dans les années 90 ont conduit à une très forte augmentation des importations de gaz naturel, principalement en provenance d'Argentine. D'après les données de la Banque mondiale, les énergies fossiles importées sont passées de 43% du total de la consommation énergétique en 1990, à près de 65% en 2000 (dont, pour plus de la moitié, du pétrole et du gaz naturel). Dans les années 2000, l'arrêt brutal de l'approvisionnement de gaz naturel en d'Argentine (occasionnant de nombreuses pannes d'électricités et pénalisant plusieurs grandes villes, et surtout l'industrie minière) a conduit le gouvernement à construire cinq nouvelles centrales à charbon, portant leur nombre à 28.

La tendance ne s'est (de nouveau) inversée qu'à partir du début des années 2010. Portées par une large adhésion publique et politique, une stratégie nationale de l'énergie a fixé des objectifs pour la période 2012 et 2030. Elle prévoit ainsi de ne plus recourir à terme aux énergies fossiles conventionnelles, de réduire la dépendance aux énergies importées, et, pour ce faire, de favoriser le recours aux énergies renouvelables (la géothermie, la biomasse, l'éolien, le solaire, l'énergie marémotrice).

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-6,0	11,7	2,7	-1,0	1,0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,0	4,5	11,6	8,3	4,1
Solde budgétaire, % du PIB	-7,1	-7,5	1,3	-1,8	-2,1
Dette publique, % du PIB	32,5	36,3	37,9	39,6	41,1
Balance courante, % du PIB	-1,4	-6,6	-8,7	-4,0	-4,1
Dette externe, % du PIB	82,6	75,0	77,6	82,8	87,8
Réserves de change, mds USD	39,2	51,3	39,1	44,7	44,1
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	5,3	4,1	4,9	4,8

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ENERGY INSTITUTE, STATISTICAL REVIEW OF WORLD ENERGY, BNP PARIBAS

En 2015, dans le cadre de l'accord de Paris, le gouvernement de Michelle Bachelet s'est engagé à définir et à actualiser régulièrement des objectifs de long terme, appelés « contributions déterminées au niveau national » (CDN). Le Chili s'est ainsi engagé à atteindre la neutralité carbone en 2050. La stratégie est détaillée dans un plan quinquennal appelé « politique énergétique de long terme » (PELP, rendue publique pour la première fois en 2015). Depuis 2017, le pays dispose également d'un seul réseau électrique national interconnecté (jusqu'ici, le réseau électrique chilien était exclusivement exploité par des opérateurs privés, de la production à la distribution).



DE NOUVEAUX OBJECTIFS PLUS AMBITIEUX

Depuis sa prise de fonction en mars 2022, Gabriel Boric a entrepris d'accélérer significativement la transition énergétique. À l'occasion d'une nouvelle publication du PELP, les CDN ont été ajustées : le Chili se fixe à présent l'objectif d'atteindre un niveau d'émission de GES de 95 MtCO₂eq en 2030 (avec un pic d'émissions en 2025), soit une baisse de 15 % par rapport à son niveau de 2018 (112 MtCO₂eq), et toujours d'atteindre la neutralité carbone en 2050.

Trois scénarios sont détaillés dans le nouveau PELP, qui peuvent être résumés comme suit¹ : 1/ reprise à l'identique des objectifs annoncés par le précédent gouvernement, 2/ fermeture des deux tiers des centrales à charbon d'ici 2025, 3/ fermeture de la totalité des centrales à charbon d'ici 2030 et mise en place de systèmes de production d'hydrogène vert² et de mesures incitatives favorisant le développement de la mobilité électrique. Ce dernier scénario, privilégié par le gouvernement, est particulièrement ambitieux puisque, d'une part, les hypothèses de croissance du PIB, et donc de consommation d'énergie, sont nettement plus élevées et, d'autre part, l'objectif est d'atteindre pas moins de 80% d'énergies renouvelables dans la production d'électricité d'ici 2030 (alors que celles-ci représentaient moins de 50% en 2020), un mix électrique totalement décarboné d'ici 2050, et une part de 70% de combustibles à zéro émission dans les usages finaux non électriques. Par ailleurs, le gouvernement prévoit d'utiliser 45 % d'énergies renouvelables pour la production de chaleur et de froid d'ici 2030 et 80% d'ici 2050. Enfin, dans sa feuille de route, le gouvernement indique également vouloir renforcer l'électrification des usages et lutter contre la précarité énergétique.

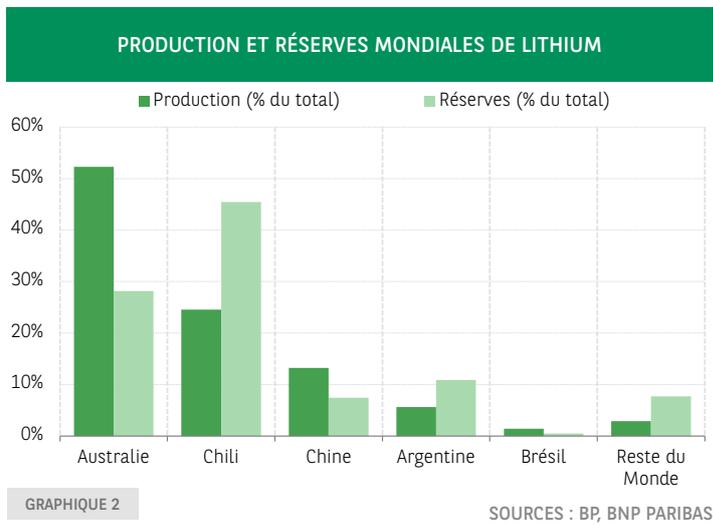
Tous ces objectifs sont repris dans une loi votée en juin 2022 (loi-cadre pour la transition énergétique). Au-delà des objectifs, la loi propose un de décentraliser la politique climatique. Les actions climatiques ne dépendent plus du seul ministère de l'Environnement mais aussi des autres ministères, des gouvernements régionaux, de plusieurs « agences climatiques » gouvernementales, et également, pour une large part, du secteur privé. La loi fixe, en effet, un cadre financier pour les partenariats public - privé pour les projets environnementaux et les plans sectoriels d'adaptation aux stratégies de transition énergétique. Plutôt que de fixer un plafond d'émission de GES au niveau national, des limites d'émission de GES peuvent être fixées par secteur, pour des installations individuelles ou des groupes d'installations. Les détails restent à définir dans un amendement à la loi qui devrait être publié dans les mois à venir.

OPPORTUNITÉS CROISÉES, LITHIUM ET HYDROGÈNE VERT

Enfin, la loi esquisse une stratégie pour les partenariats public-privé dans le domaine de l'exploitation et de la production d'hydrogène vert, avec notamment un financement de USD 50 millions pour six projets industriels dans ce secteur, plusieurs accords avec des entreprises internationales (dont GNL Quintero, CAP et Air Liquide), des partenariats bilatéraux, avec l'Allemagne et les États-Unis notamment (mise en commun de programmes de recherche et techniques de production). D'après le dernier PELP, le pays entend mettre en place une capacité d'électrolyse de 5 GW (en exploitation ou en cours de développement) d'ici 2025, et devenir un exportateur majeur d'ici 2030 avec une capacité de production s'élevant à 25 GW.

¹ Les deux premiers scénarios prennent l'hypothèse d'une croissance moyenne du PIB de 2,8% par an entre 2021 et 2030, puis 1,8% par an entre 2031 et 2040, puis 1,3% par an entre 2041 et 2050. Le dernier scénario prend pour hypothèse une croissance plus dynamique pour les trois périodes, soit 3,2%, 2,3% et 1,9% par an respectivement.

² Pour produire de l'hydrogène, on peut utiliser un électrolyseur qui va séparer les molécules d'hydrogène et d'oxygène de l'eau. On parle d'hydrogène vert lorsque l'énergie électrique utilisée pour ce procédé provient d'énergies renouvelables, comme les énergies solaire et éolienne.



Dans le même temps, et paradoxalement, le gouvernement chilien entend se positionner comme leader sur le marché du lithium. L'extraction et le raffinage du lithium nécessitent en effet beaucoup d'eau et de produits chimiques polluants, en plus de fragiliser les écosystèmes autour des mines. D'après les chiffres fournis par l'entreprise BP, la production du Chili représentait 26% du total de la production mondiale en 2021 (juste derrière l'Australie) et disposait de plus de 45% du total des réserves connues. Mi-juin, le président Boric a précisé sa « stratégie nationale du lithium ». Les détails restent à préciser, mais le gouvernement souhaite créer une entreprise nationale du lithium et mettre en place des partenariats avec les entreprises privées présentes sur tout le cycle productif du minerai.

La loi prévoit également une augmentation de la fiscalité des entreprises minières (mise en place prévue début 2024). Les recettes devraient contribuer au financement de l'ambitieux programme de transition énergétique (en complément de la réforme fiscale proposée par le gouvernement, retoquée par l'assemblée nationale en mars dernier). Dans ce domaine également, de nombreux projets (notamment des accords commerciaux avec l'Union européenne et d'autres pays de la région, dont l'Argentine et la Bolivie) sont en discussion.

Hélène DROUOT
helene.drouot@bnpparibas.com

MÉDITERRANÉE ORIENTALE

GAZ NATUREL : ENJEUX ET PERSPECTIVES

Depuis environ une décennie, l'exploitation de nouvelles réserves de gaz naturel en Méditerranée orientale a des conséquences économiques notables pour les pays producteurs et accroît la place de la région sur le marché international du gaz. Si l'Égypte domine toujours le secteur, grâce à des réserves et des infrastructures importantes, la production israélienne pèse de plus en plus dans les exportations de la région. L'année 2022 a été très favorable au secteur en raison de la hausse des prix et de la demande européenne. Malgré le reflux actuel des prix sur le marché européen, cette tendance devrait se confirmer dans les prochaines années. Au-delà, les perspectives sont plus incertaines : alors que les capacités de production du gaz devraient augmenter de façon significative, le rôle de cet hydrocarbure dans la transition énergétique risque d'être remis en question.

RÉSERVES ET PRODUCTION

En Méditerranée orientale, l'Égypte et Israël sont les deux principaux producteurs de gaz naturel. L'Égypte dispose des réserves les plus importantes (2,13 trillions de m³), notamment grâce à la découverte du champ gazier Zohr au cours des années 2010. Les réserves israéliennes, plus modestes (0,59 trillion de m³), sont réparties entre plusieurs champs *offshore* ; d'autres réserves relativement moins importantes se situent dans les eaux territoriales chypriotes (0,11 trillion de m³) et libanaises. Les réserves libanaises sont en cours d'estimation après l'accord frontalier conclu avec Israël en octobre 2022. Bien qu'elles soient modestes à l'échelle internationale (environ 3,5% des réserves de gaz naturel de la région Afrique du Nord Moyen-Orient, et moins de 2% des réserves mondiales), l'exploitation de ces réserves a des conséquences non-négligeables pour les économies égyptienne (générer des devises) et israélienne (améliorer l'indépendance énergétique).

En Égypte, la production totale de gaz naturel a atteint 67 mds de m³ en 2022 selon les données JODI (*Joint Organisation Data Initiative*). Grâce aux nouvelles capacités de production et à la construction de centrales au gaz, sa part dans le mix énergétique égyptien est passée de 35% à 58% au cours des vingt dernières années. Les exportations de gaz naturel liquéfié (GNL) vers l'Europe, qui étaient quasiment nulles entre 2014 et 2016 par manque de quantités exportables, ont repris à partir de 2017 grâce à la mise en production du champ gazier Zohr. Elles ont atteint 12 mds de m³ en 2022.

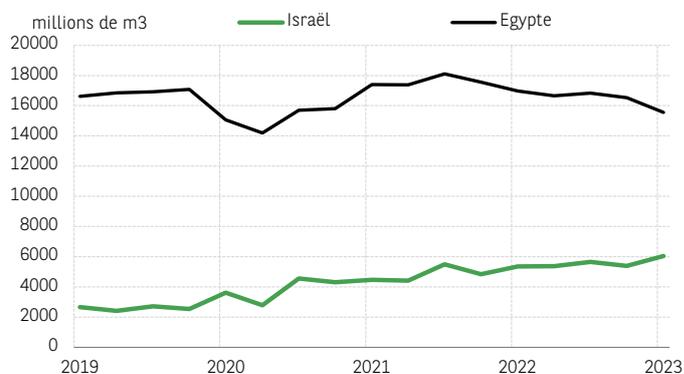
En Israël, la mise en production des champs *offshore* à partir de 2013 a permis de réduire la part du pétrole et, dans une moindre mesure, celle du charbon dans le mix énergétique du pays. Celle du gaz naturel est passée de 7% en 2005 à 38% en 2020. La production de gaz naturel a atteint environ 22 mds de m³ en 2022, dont environ 42% est exporté par gazoduc vers la Jordanie et de l'Égypte.

DES CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES DIFFÉRENTES

En Israël et en Égypte, la mise en production des nouveaux champs gaziers a eu des conséquences macroéconomiques positives, mais d'ampleur variable en raison notamment de la situation très différente des comptes extérieurs des deux pays.

La valorisation des champs Tamar puis de Leviathan a permis à l'économie israélienne de renforcer significativement sa souveraineté énergétique. Dans un premier temps, la production a été avant tout destinée à une consommation domestique et a permis une autosuffisance totale du pays, et donc de réduire sa vulnérabilité aux aléas du marché. De plus, des accords d'exportation vers la Jordanie (2016) et l'Égypte (2019) ont permis d'améliorer fortement la rentabilité des

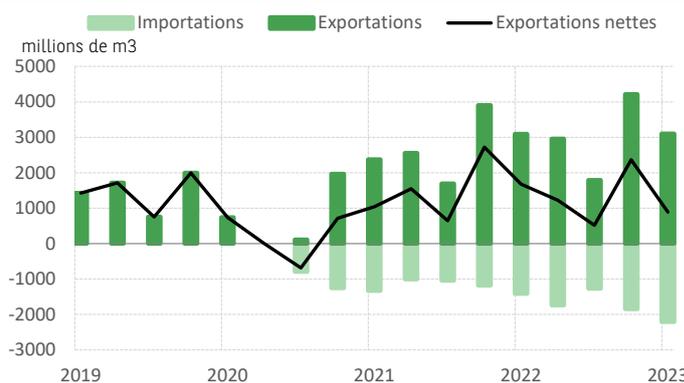
PRODUCTION DE GAZ NATUREL



GRAPHIQUE 1

SOURCE: JODI, MEES, BNP PARIBAS

ÉGYPTE : IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS DE GAZ NATUREL



GRAPHIQUE 2

SOURCE: JODI, BNP PARIBAS

investissements. Si, dans le cas jordanien, les importations permettent de satisfaire la demande intérieure, le gaz exporté vers l'Égypte est liquéfié dans les terminaux égyptiens pour être réexporté vers le marché européen principalement. Ainsi, avec la crise énergétique en Europe, les exportations israéliennes de gaz vers l'Égypte ont augmenté de 49% en 2022.



Les conséquences macroéconomiques de ces exportations sont relativement mineures pour Israël. Entre 2020 et 2022, elles ne représentaient en moyenne que 0,9% des recettes totales du compte courant. Les comptes extérieurs sont un des atouts majeurs de l'économie israélienne. Ils sont dominés par les exportations de services de haute technologie, qui ont permis des excédents courants quasiment structurels.

En Égypte, les exportations de gaz constituent une source de devises importante mais volatile. En juin 2022, l'accord entre l'UE, l'Égypte et Israël a entraîné une forte hausse des exportations égyptiennes. Celles-ci ont augmenté de 7% en g.a. en 2022. Les ventes vers l'Europe ont bondi de 177% en volume, pour atteindre 47% des exportations totales de GNL de l'Égypte (contre 18% en 2021). Par ailleurs, avec la forte hausse des prix spot du GNL sur le marché européen en 2022, les revenus d'exportation ont plus que doublé pour atteindre USD 8,4 mds. Dans un contexte de crise de la balance des paiements (à partir du premier trimestre 2022), les exportations de GNL ont représenté 8% des revenus courants totaux (3,8% en 2021).

On constate donc que tandis que les exportations de gaz soutiennent significativement les comptes extérieurs égyptiens, qui sont structurellement fragiles, en Israël la production gazière est surtout un élément de souveraineté énergétique et son exportation un moyen d'influence régionale.

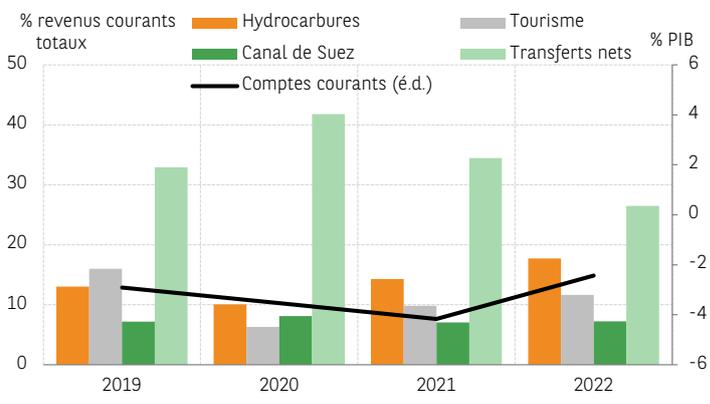
SOUTIEN DE LA DEMANDE EUROPÉENNE

La dynamique des exportations gazières en 2022 devrait se maintenir dans les prochaines années, mais les incertitudes sont nombreuses. La rupture de l'approvisionnement par gazoduc en provenance de Russie a rendu l'Europe très dépendante des importations de GNL à court terme et a offert de nouvelles opportunités aux autres producteurs. Les importations européennes de GNL ont augmenté de 67% en 2022 en g.a., essentiellement en provenance d'Amérique du Nord.

Malgré ces perspectives positives, les revenus d'exportations de GNL égyptien devraient baisser en 2023 en raison d'une moindre tension sur l'approvisionnement européen par rapport à 2022 (même si certaines tensions pourraient resurgir à partir de la deuxième moitié de l'année) et de la baisse des prix en 2023. Si les données du premier trimestre 2023 confirment la place de l'Europe de première destination des exportations de gaz égyptien (76% du total), les volumes exportés et les prix ont baissé. Pendant la première moitié de 2023, le prix spot du GNL pour le marché européen (référence TTF à Rotterdam) était en moyenne de 44 EUR/mwh contre 132 EUR/mwh en moyenne en 2022. En volume, les exportations ont chuté de 38% en T1 2023. Plus généralement, le maintien, voire la hausse des exportations, va dépendre de la découverte de nouvelles réserves étant donné la maturité des champs existants et les difficultés techniques qui en limitent la production. Ainsi, la production totale de gaz naturel en Égypte a décliné de 5% en 2022 et la hausse des exportations s'est expliquée par un niveau record d'importations en provenance d'Israël (49% en g.a.).

L'approvisionnement gazier de l'Égypte n'est pour le moment pas menacé. En effet, 2022 a été une année de baisse de la consommation de gaz, grâce notamment au transfert d'une partie de la demande intérieure d'énergie primaire vers le pétrole. À terme, la poursuite de la baisse de la production totale risque d'accroître la dépendance égyptienne aux importations en provenance d'Israël. Contrainte supplémentaire, l'accroissement des retards de paiement de l'État égyptien vis-à-vis des entreprises énergétiques internationales (estimés actuellement à USD 3 mds selon le MEES) pourrait être un frein à l'investissement et donc à la hausse des capacités de production.

ÉGYPTE : REVENUS COURANTS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BCE, FMI, BNP PARIBAS

Du côté israélien, la production pourrait pratiquement doubler d'ici 2030 grâce à la mise en production de réserves supplémentaires dans les champs existants et de l'exploitation de nouveaux champs moins importants. La consommation intérieure de gaz devrait augmenter modérément avec la hausse de la part du gaz dans le mix énergétique puisqu'il est prévu de substituer le gaz au charbon d'ici 2025. Cependant, une partie de la consommation supplémentaire devrait être satisfaite par des sources d'énergie renouvelables (principalement solaire). Ces facteurs permettront d'augmenter les capacités d'exportation israéliennes.

PERSPECTIVES INCERTAINES

À moyen terme, la demande européenne de gaz pourrait ralentir en raison de l'avenir incertain du gaz naturel dans le mix énergétique mondial. Les perturbations sur le marché du gaz en 2022 pourraient remettre en cause son statut d'énergie de transition selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE)¹. Les événements géopolitiques de 2022 ont en effet provoqué des ruptures d'approvisionnement et une très forte volatilité des prix.

Ce possible changement de statut du gaz pourrait réduire la demande européenne, parallèlement à une augmentation des capacités énergétiques renouvelables. Dans son scénario central, l'AIE prévoit un fort ralentissement de la croissance de la demande de gaz au niveau mondial. Alors que celle-ci a augmenté de 20% entre 2010 et 2020, cette hausse ne serait que de 5% lors de la décennie suivante. Du côté de l'offre, la mise sur le marché de nouvelles capacités de production du Qatar à partir de 2025 augmentera significativement la quantité de gaz disponible.

Pascal DEVAUX

pascal.devoux@bnpparibas.com

¹ World Energy Outlook - Topics - IEA

ÉGYPTE

À L'ÉPREUVE DU DÉFI CLIMATIQUE

L'Égypte est fortement exposée aux conséquences du réchauffement climatique. Le stress hydrique est déjà considéré comme critique. Les différents indicateurs de vulnérabilité et de résilience ont tendance à se détériorer, accroissant le risque climatique à terme. Les moyens financiers du gouvernement sont extrêmement contraints, étant donné la situation macroéconomique dégradée. La transformation du mix énergétique peut être partiellement financée par des capitaux privés. En revanche, le financement des politiques de réduction et d'adaptation au changement climatique, par définition moins rentables à court terme, reste problématique.

EXPOSITION SIGNIFICATIVE AU RISQUE CLIMATIQUE

L'analyse du risque lié au changement climatique se décline en trois catégories d'indicateurs : l'exposition aux risques provoqués par la hausse des températures (sécheresse, montée des eaux), la vulnérabilité de l'économie et des habitants face à ces aléas et enfin la capacité à y faire face. Nous utilisons les indicateurs et les données de la base INFORM¹ qui opère une distinction claire entre ces indicateurs et fournit des projections suivant les principaux scénarios climatiques.

Le bassin méditerranéen est classé par le GIEC comme un *hot spot* du changement climatique en raison de l'exposition très élevée aux conséquences de la hausse des températures. Celle-ci devrait être de 20% supérieure à la moyenne mondiale d'ici 2100. Dans ce contexte, l'Égypte est particulièrement vulnérable aux conséquences du réchauffement en raison de l'importance de l'activité agricole dans l'économie (1/4 de l'emploi et 20% des exportations), de la forte croissance démographique, d'une urbanisation de la population élevée et difficilement contrôlable, et de la concentration de la population dans le bassin du Nil et sur la zone côtière.

La question de l'eau est centrale, la population étant doublement exposée au risque de sécheresse et à celui de montée des eaux. Le stress hydrique est considéré comme critique par l'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) étant donné le déséquilibre important entre la consommation et les ressources disponibles. Selon l'indicateur d'exposition au risque de sécheresse calculé par INFORM, l'Égypte atteint le score le plus élevé au niveau mondial quel que soit le scénario considéré². Cet indicateur prend en compte à la fois l'intensité du risque, la proportion de population affectée et l'importance du secteur agricole dans l'économie. L'Égypte dépend du Nil pour environ 97% de son approvisionnement en eau et la hausse des températures aura des conséquences sur la disponibilité en eau du fleuve (précipitations, évapotranspiration). Par ailleurs, il faut signaler que la ressource en eau est soumise à un risque géopolitique non négligeable, puisque le Nil prend sa source au-delà des frontières égyptiennes.

L'exposition aux risques d'inondation (côtière et intérieure) est lui aussi très élevé, et classe le pays dans la catégorie la plus à risque. Les conséquences du réchauffement climatique ne sont pas linéaires et devraient se traduire par la multiplication d'événements météorologiques extrêmes, notamment des inondations soudaines. Si l'Égypte ne fait pas partie des pays les plus concernés par ce risque (par rapport à certains pays d'Asie du Sud-Est par exemple), il peut toucher un grand nombre d'habitants étant donné la concentration géographique de la population. Quel que soit le scénario considéré, à un horizon 2050, les inondations intérieures pourraient affecter environ 5 millions de personnes, tandis que les inondations côtières en toucheraient environ un million. Le niveau de vulnérabilité qui mesure la prédisposition d'une population exposée à un risque à en être affecté, dépend principalement de facteurs socioéconomiques et de la vulnérabilité de certains

¹ INFORM Climate Risk, développé par la Commission Européenne (INFORM Climate Change (europa.eu)).

² Nous considérons un scénario central (SSP2-4.5) et un scénario de risque élevé (SSP5-8.5) avec un horizon à 2050, selon la nomenclature du GIEC. (Summary for Policymakers (ipcc.ch))

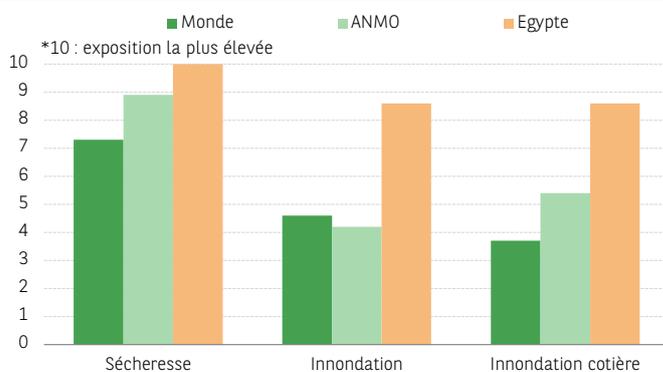
	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	3,5	3,3	6,6	3,8	4,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,7	4,5	8,5	24,1	21,3
Solde budgétaire, % du PIB	-7,5	-7,0	-6,0	-8,3	-8,7
Dettes du gouv. central, % du PIB	86	90	89	92	90
Solde courant, % du PIB	-2,9	-4,4	-3,5	-3,3	-2,7
Dettes externes, % du PIB	32	33	37	40	38
Réserves de change (or exclu), mds USD	38	41	33	35	38
Réserves de change, en mois d'imports	6,1	6,0	3,9	4,3	4,5

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER JUILLET DE L'ANNÉE N AU 30 JUIN DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

ÉGYPTE : INDICATEURS D'EXPOSITION AU RISQUE CLIMATIQUE*



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE (INFORM),) SCÉNARIO RCP4,5-SSP2 2050, BNPPARIBAS

groupes de population (selon des critères sanitaires, alimentaires ou de statut). Il se situe à un niveau modéré. En effet, même si la dégradation de l'environnement économique depuis quelques années a eu des conséquences négatives sur les conditions de vie des ménages égyptiens, les principaux indicateurs de développement humain, d'inégalité et de situation sanitaire placent l'Égypte dans une position intermédiaire au niveau international.

L'indicateur de capacité à faire face aux conséquences du changement climatique traduit un certain niveau de résilience. Il est notamment composé de variables de gouvernance et de qualité des infrastructures et se situe à un niveau modéré. En effet, l'Égypte bénéficie d'infrastructures

tures de transport, de télécommunication, et sanitaires de relativement bonne qualité. De leur côté, les indicateurs de gouvernance et de perception de la corruption sont plutôt moins bons que les moyennes internationales.

Au total, à un horizon 2050 et selon les deux scénarios SSP2-4,5 et SSP5-8,5, l'indicateur synthétique d'exposition au risque climatique classe l'Égypte en risque modéré (5 sur une échelle de 10), le niveau moyen des indicateurs de vulnérabilité et de résilience permettant de compenser, au moins en partie, le niveau élevé de l'exposition au risque climatique étant donné le mode de calcul de cet indicateur (moyenne équilibrée). Néanmoins, on peut opposer certaines objections à cette conclusion pour en relativiser le relatif optimisme. En effet, quels que soient le scénario et l'horizon temporel envisagés, les perspectives s'annoncent difficiles. Étant donné l'intensification du changement climatique, des progrès importants de réduction des facteurs de vulnérabilité et d'accroissement des capacités de résilience sont nécessaires pour seulement maintenir le risque à son niveau actuel. Deux éléments notamment rendent cet objectif de stabilité du risque difficile à atteindre. D'une part, la valeur extrême prise par l'exposition au risque de sécheresse se traduit, à notre avis, par une sur-vulnérabilité au-delà des prévisions du modèle, notamment si l'on considère le caractère très général des variables prises en compte dans les indicateurs de vulnérabilité et de résilience. D'autre part, la dynamique négative prise par certaines variables des indicateurs de vulnérabilité et de résilience. Ainsi, par exemple l'amélioration tendancielle des indicateurs de développement humain (IDH) et d'efficacité de la gouvernance (calculé par la banque mondiale) s'est inversée depuis 2019, conséquence des bouleversements économiques et politiques qu'a connus le pays au cours de la décennie 2010.

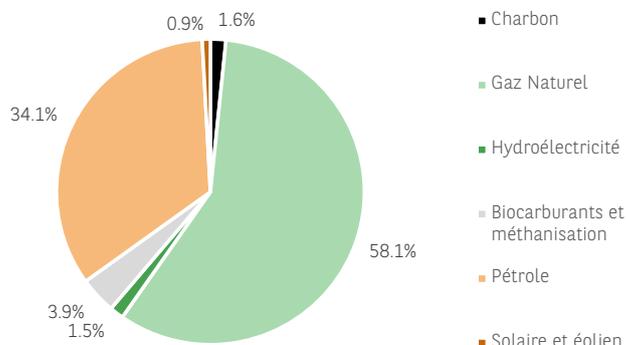
TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

À l'échelle globale, l'Égypte contribue peu aux émissions de gaz à effet de serre (GES) (environ 0,6% des émissions mondiales), mais ces émissions sont en augmentation sous l'effet de la croissance économique. Le mix énergétique primaire est fortement carboné. Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, en 2019 environ 55% de l'offre énergétique provenait du gaz naturel, 38% du pétrole et moins de 3% du charbon. La part des énergies renouvelables est donc pour le moment marginale (environ 5%). À moyen terme, le mix énergétique ne devrait pas changer significativement. En effet, la capacité de production est pour le moment très supérieure au pic d'utilisation (selon le ministère de l'Électricité cet écart était de 25 GW en 2021 sur un total de capacités installées de 59 GW) et repose notamment sur des centrales thermiques récentes et performantes d'un point de vue énergétique. Néanmoins, la croissance attendue de la consommation d'énergie et la nécessité de réduire les émissions de GES impliquent un rôle croissant des énergies renouvelables dans le mix énergétique. L'objectif annoncé par le document des contributions déterminées au niveau national (CDN) est d'atteindre 42% d'électricité produite grâce à des énergies nouvelles et renouvelables (incluant notamment le nucléaire et l'hydrogène vert sous différentes formes) d'ici à 2035, contre environ 9% en 2021. Mais, selon les projections issues du scénario central de la Banque mondiale³, la part des renouvelables dans le mix énergétique n'atteindrait qu'environ 27% d'ici 2050. À court terme, les capacités de production d'énergie renouvelables (principalement solaire) devraient augmenter de 50% pour atteindre 4,9 GW d'ici 2025. Une partie de cet accroissement provient des engagements pris dans le cadre du programme NFEW⁴ lancé lors de la COP27 par le gouvernement, et qui prévoient le déclassement de capacités de production thermiques

³ Egypt Country Climate and Development Report (worldbank.org)

⁴ RWE : Nexus Water Food Energy est un mécanisme de promotion coordonnée de projets verts dans les secteurs de l'eau, l'alimentation et l'énergie grâce à des financements internationaux mixtes privés-publics.

ÉGYPTE : APPROVISIONNEMENT EN ÉNERGIE PRIMAIRE PAR SOURCE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : AIE, BNP PARIBAS

(5 GW) et le financement de nouvelles capacités de production d'énergie renouvelable.

UN BESOIN DE FINANCEMENT ÉLEVÉ, DANS UN CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE FRAGILISÉ

Il est pour le moment difficile d'avoir une estimation exhaustive du besoin de financement lié à la lutte contre les conséquences du changement climatique. On peut cependant en donner quelques estimations sectorielles (qui peuvent se recouper). Selon les CDN, l'ensemble des mesures d'atténuation et d'adaptation au changement climatique représente un coût de USD 246 mds d'ici 2030, soit environ 52% du PIB de 2022. Le coût de la mise en œuvre d'une politique d'atténuation et de réduction des GES en milieu urbain (43% de la population totale) est estimée par la banque mondiale à USD 105 mds (22% du PIB 2022) d'ici 2030. Par ailleurs, les investissements nécessaires au changement du mix énergétique sont estimés à USD 113 mds (24% du PIB 2022) d'ici 2050 selon le scénario central de la banque mondiale (approximativement la mise en place des CDN). Les montants sont très élevés et posent de nombreuses interrogations sur leur possibilité de financement. La situation des finances publiques et des comptes extérieurs est en effet très dégradée et, dans les deux cas, il n'y a aucune marge de manœuvre financière. En effet, malgré une politique volontariste de baisse des subventions énergétiques et d'accroissement de la base fiscale, les déficits budgétaires sont récurrents et élevés (7,5% du PIB en moyenne entre 2018 et 2022). La hausse récente des taux d'intérêt dans un contexte de pressions inflationnistes élevées va encore accroître la charge d'intérêt de la dette du gouvernement qui est actuellement équivalente à environ 50% des revenus totaux. Une telle situation réduit donc fortement la possibilité d'investir dans l'amélioration des capacités de résilience face au changement climatique. Le montant des émissions gouvernementales d'obligations vertes est pour le moment très limité (USD 1,5 md émis en 2020) et le développement des énergies renouvelables repose sur des financements privés et publics provenant de bailleurs multilatéraux.

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com



KENYA

SUR LA CORDE RAIDE

Après s'être financé durant des années auprès des marchés internationaux et de la Chine, le Kenya fait face à une hausse considérable du service de la dette extérieure, qui a entraîné de fortes pressions sur la liquidité extérieure et sur le shilling. La croissance soutenue de 2021-2022 n'a pas suffi à stabiliser les ratios d'endettement. Le soutien des créanciers multilatéraux, renouvelé fin mai 2023, a permis de reconstituer partiellement les réserves officielles de change et de rassurer quelque peu les investisseurs. Mais le risque d'instabilité sociale a nettement augmenté en raison des efforts engagés de consolidation budgétaire et d'une inflation élevée persistante.

FORTES TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ...

Au cours de la dernière décennie, le Kenya a enregistré d'importants déficits fiscaux et de compte courant - i.e. des déficits jumeaux - financés par un recours accru aux prêts bilatéraux de la Chine et aux marchés internationaux de capitaux, dans un contexte de taux d'intérêts historiquement bas. En conséquence, la dette extérieure du pays a progressivement augmenté pour atteindre près de 60% de PIB en 2022.

Avec la guerre en Ukraine et le cycle de resserrement monétaire mondial, le Kenya a perdu son accès aux marchés de capitaux étrangers, dont le coût est devenu prohibitif. En juin 2022, le pays a dû renoncer à l'émission d'un Eurobond de USD 980 mns, alors que les spreads dépassaient le seuil des 1000 points de base (pb).

Depuis, le pays n'a pas été en mesure de réduire son déficit de compte courant et ses besoins de financement. D'une part, la sécheresse de 2022 a accru la dépendance du Kenya aux importations de produits alimentaires et contraint ses exportations principalement agricoles. En outre, le pétrole comptant pour près de 30% des importations du pays, la dégradation des termes de l'échange a également contribué à creuser le déficit de la balance commerciale. Le maigre rebond des revenus du tourisme après la pandémie et les revenus de la diaspora n'ont pas suffi à compenser cet écart, si bien que l'année 2022 s'est clôturée avec un déficit du compte courant de 5% de PIB.

En l'absence de financement extérieur sur les marchés de capitaux, la liquidité interbancaire en devises s'est épuisée. Ainsi, entre fin janvier et fin mai 2023, la Banque centrale du Kenya (CBK) a dû puiser à hauteur de USD 1 md dans ses réserves de change pour faire face aux paiements en devises et aux amortissements de dette extérieure. Les réserves de change sont ainsi tombées à leur plus bas niveau en dix ans, couvrant sur la période moins de quatre mois d'importations, le critère de convergence fixé par la Communauté de l'Afrique de l'Est. En parallèle, le shilling kenyan s'est déprécié à un rythme accéléré (-14% sur le premier semestre 2023, contre -9% en 2022).

... MALGRÉ LE SOUTIEN DES FOURNISSEURS D'ÉNERGIE ET DES IFI

Les pressions sur la liquidité extérieure se sont quelque peu atténuées en mai. Tout d'abord, le Kenya est parvenu à un accord avec ses fournisseurs de pétrole au Moyen-Orient pour importer à crédit avec une période de grâce s'étendant jusqu'à fin septembre 2023. Par ailleurs, le gouvernement a reçu la première tranche d'un prêt syndiqué de USD 500 mns, ainsi qu'un décaissement de USD 1 md de la Banque mondiale. Grâce à ce soutien, les réserves de change du Kenya se sont redressées début juin, dépassant légèrement le seuil de 4 mois d'importations.

Les pressions sur la liquidité extérieure resteront toutefois élevées dans les mois à venir. En effet, le pays devra faire face à des rem-

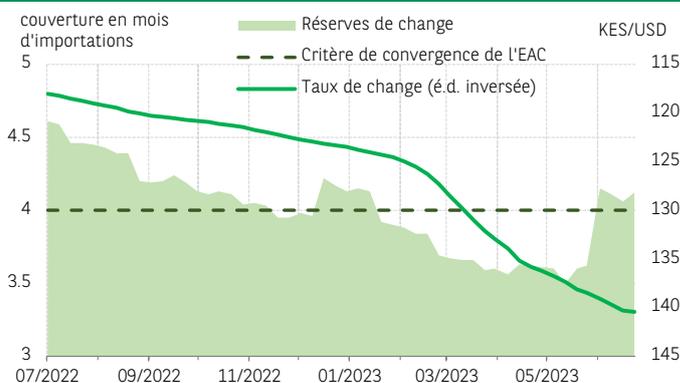
PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,2	7,6	4,8	5,3	5,4
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5,3	6,1	7,7	7,8	5,6
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-8,1	-7,1	-6,0	-4,4	-4,4
Dette du gouvernement, % du PIB (1)	68,0	68,2	68,4	69,5	67,9
Balance courante, % du PIB	-4,8	-5,2	-5,1	-5,3	-5,3
Dette externe, % du PIB	57,9	58,1	59,4	62,4	64,9
Réserves de change, mds USD	7,7	8,8	8,0	7,5	5,5
Réserves de change, en mois d'imports	4,7	5,3	4,1	4,0	3,0

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1^{ER} JUILLET DE L'ANNÉE N AU 30 JUIN DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

KENYA : REDRESSEMENT DES RÉSERVES DE CHANGE GRÂCE AUX BAILLEURS INTERNATIONAUX



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE DU KENYA, BNP PARIBAS

boursements conséquents de sa dette extérieure, avec notamment l'amortissement d'un Eurobond de USD 2 mds qui arrivera à maturité en juin 2024. Cependant, la confiance renouvelée des bailleurs multilatéraux constitue un récent signal positif pour les investisseurs. Fin mai, le FMI a augmenté son soutien financier au pays à hauteur de USD 1,1 md supplémentaire dans le cadre de sa facilité élargie de crédit et à travers son nouveau fonds *Resilience and Sustainability Trust* (RST). Le programme a été étendu jusqu'en avril 2025 et couvre ainsi la période de remboursements élevés. Avec ce soutien, le gouvernement espère s'acquitter de la moitié des remboursements de principal de l'Eurobond d'ici la fin de l'année 2023, et refinancer l'autre moitié à un



taux de 11% avant qu'il n'arrive à maturité. Après avoir connu un pic à 21% début mai, le rendement de l'Eurobond est revenu actuellement à environ 13%, grâce à l'annonce du soutien renforcé des créanciers multilatéraux. Les efforts doivent toutefois se poursuivre pour garantir le retour de la confiance des investisseurs. Le nouveau projet de loi de finances présenté par le gouvernement Ruto au Parlement en juin dernier va dans ce sens.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE EST MAINTENUE...

Des années de déficits fiscaux conséquents (7,3% de PIB en moyenne sur 2015-2021) ont porté la dette publique à près de 70% de PIB et le service de la dette à 50% des revenus du gouvernement en 2021. La croissance soutenue des deux dernières années a tout juste permis de stabiliser le ratio de dette sur PIB. Le gouvernement fait face à des difficultés croissantes de refinancement sur le marché domestique. Dès l'année budgétaire 2021/22, il a échoué à s'y financer autant que souhaité en raison du manque d'appétit des investisseurs et de leur perception d'un risque souverain accru, alors que la Banque centrale a systématiquement rejeté les primes de risque les plus élevées demandées par les investisseurs.

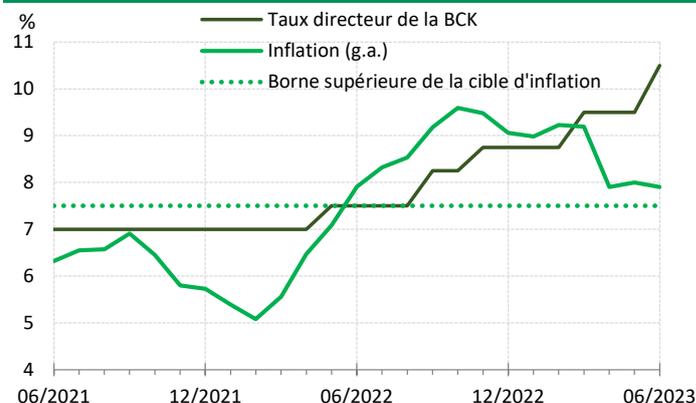
Arrivé au pouvoir en août 2022, le gouvernement Ruto a donc eu la délicate tâche de mettre en place des mesures d'assainissement budgétaire afin de restaurer la soutenabilité de la dette publique. Malgré ces mesures, qui ont permis de réduire le déficit budgétaire à 6% de PIB sur l'année budgétaire 2022/23, la capacité de refinancement du gouvernement a continué de se détériorer. Sur les dix premiers mois de l'année budgétaire, le gouvernement n'a atteint que 57% de sa cible de financement sur le marché domestique. Cela a conduit à des arriérés auprès des institutions locales qui s'élevaient à USD 4 mds fin mars dernier. Malgré le soutien renouvelé du FMI fin mai, la demande pour la dette domestique reste faible et se concentre sur les maturités à très court terme. Toutefois, la part des bons du Trésor dans le total de la dette domestique est stable, à 15%, et la maturité moyenne des obligations du Trésor kenyan est encore longue, à 9 ans en mars 2023.

La consolidation budgétaire a dû être renforcée. En juin dernier, le gouvernement Ruto a présenté au Parlement le projet de loi de finances 2023 élaboré de concert avec le FMI. Selon les projections, le Trésor table sur un déficit budgétaire de 4,4% de PIB pour l'année 2023/24. La nouvelle loi de finances vise à accroître les revenus fiscaux de 17% et contient des mesures phares comme le doublement de la TVA sur le carburant (de 8% à 16%), l'augmentation de l'impôt sur le revenu pour les tranches supérieures, et l'introduction pour tous les salariés d'une contribution obligatoire à un fonds d'aide au logement. Ces mesures, fortement impopulaires, ont ravivé les tensions avec l'opposition et le mécontentement de la population, qui supporte depuis un an une inflation élevée.

... MAIS LES TENSIONS SOCIO-ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES SE SONT ACCENTUÉES

Élu à une faible majorité, le président Ruto a pris la tête d'une nation profondément divisée. Les mesures d'assainissement budgétaire mises en place depuis 2022 ont profondément érodé la popularité de son gouvernement dans un contexte de forte inflation. En octobre 2022, elle a culminé à 9,6% en glissement sur un an, un record au cours des cinq dernières années. Le même mois, l'inflation des prix des produits alimentaires, qui constituent 30% du panier de l'IPC au Kenya, a atteint 16%.

KENYA : L'INFLATION S'EST MAINTENUE AU-DESSUS DE LA CIBLE DE LA BCK



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE DU KENYA, BNP PARIBAS

Depuis, l'inflation a reflué mais reste très élevée, se stabilisant à 8% en moyenne au T2 2023. Elle dépasse toujours la borne supérieure de la cible de la Banque centrale depuis juin 2022 malgré les différents resserrements monétaires opérés. Le durcissement monétaire pourrait être plus incisif avec le nouveau gouverneur de la CBK, Kamau Thugge (ancien conseiller principal de M. Ruto), investi en juin dernier. Convoquant une séance exceptionnelle du comité de politique monétaire le 26 juin dernier, la CBK a relevé son taux d'intérêt directeur de 100 pb (contre 60 pb en moyenne au cours des quatre précédents comités) pour le porter à 10,5%. Le nouveau gouverneur de la Banque centrale a ainsi montré une posture beaucoup plus *hawkish* que son prédécesseur, et s'attend désormais à ce que l'inflation rejoigne sa cible d'ici septembre prochain.

La crise du coût de la vie s'est traduite par une série de troubles à l'ordre public encouragés par le candidat perdant des élections d'août 2022, Raila Odinga. À la tête de la coalition d'opposition Azimio la Umoja, qui détient 45% des sièges au Parlement, R. Odinga a su mobiliser son électorat pour organiser des manifestations d'ampleur dans la capitale. En mars et avril derniers, des émeutes hebdomadaires ont fortement perturbé l'activité économique et causé la mort d'une douzaine de personnes. Malgré le retour au calme, la paix sociale demeure fragile, suspendue aux discussions houleuses entre la majorité et l'opposition au Parlement. Elle pourrait de nouveau être compromise dans les prochaines semaines par le projet de loi de finances. Celui-ci a été temporairement suspendu par la Cour suprême du pays fin juin, malgré quelques amendements pourtant apportés par le Parlement une semaine plus tôt. De nouveaux amendements sont possibles pour apaiser l'opposition et la contestation au sein de la population. La consolidation budgétaire en serait alors retardée.

Lucas PLE

lucas.ple@bnpparibas.com



CÔTE D'IVOIRE

UNE RÉSISTANCE MISE À RUDE ÉPREUVE

L'économie ivoirienne semble avoir bien résisté aux différents chocs externes depuis 2020. La croissance est restée robuste et l'inflation relativement maîtrisée. Cependant, les mesures mises en place par les autorités pour protéger la population et la poursuite des grands chantiers d'infrastructures publiques ont fortement creusé le déficit budgétaire alors que les conditions de financement se dégradaient. Afin de réduire les pressions sur les finances publiques et les comptes extérieurs, les autorités ont fait appel au FMI. Elles se sont engagées dans un programme de consolidation budgétaire qui pourrait s'avérer délicat à mener à bien.

La Côte d'Ivoire fait mieux que résister. En 2020, elle fut l'une des rares économies africaines à éviter la récession. Depuis 2021, elle continue de surpasser nettement ses pairs régionaux. Après un puissant rebond de l'activité économique à 7,4% en 2021, la croissance du PIB s'est maintenue à un taux élevé de 6,7% en 2022, contre moins de 4% pour l'ensemble du sous-continent. Cependant, contrairement à la période pré-covid, cette dynamique s'est accompagnée d'une aggravation significative des déséquilibres publics et extérieurs, ce qui pourrait à l'avenir fragiliser l'activité économique. D'autant que la Côte d'Ivoire doit aussi faire face à la dégradation des conditions de financement extérieur et domestique. La situation ne soulève pas d'inquiétude majeure pour l'instant. L'endettement public et externe restent relativement modérés, et le FMI vient d'accorder une enveloppe de USD 3,5 mds sur quarante mois pour appuyer la mise en place de réformes structurelles par le gouvernement. Cependant, l'ampleur du nouveau programme FMI interpelle. Il est plus de cinq fois supérieur au précédent, achevé fin 2020, ce qui souligne la fragilité de la situation actuelle.

COMPTES EXTÉRIEURS : UN POINT DE BASCULE

La dégradation des comptes extérieurs est l'une des conséquences les plus visibles du choc lié à la guerre en Ukraine. Traditionnellement excédentaire, la balance commerciale ivoirienne a basculé dans le rouge en 2022, malgré la bonne tenue des exportations (+20%). Compte tenu des besoins structurellement élevés en importations de services, le déficit courant a atteint 6,5% du PIB en 2022 contre 4% en 2021 et seulement 2,3% en 2019. Pour la première fois depuis le début des années 2000, l'économie ivoirienne a enregistré un déficit courant supérieur à la moyenne des pays importateurs de pétrole en Afrique Sub-Saharienne (graphique 1).

Or, le rééquilibrage des comptes extérieurs pourrait être lent. L'envolée des importations de produits alimentaires et d'énergie n'explique en effet qu'une partie de la hausse de 44% des importations en 2022. Les achats de biens d'équipements (18 à 20% des importations totales) ont aussi continué de croître fortement (+40% en 2022). Or, la dynamique ne devrait pas s'inverser tant que les investissements publics massifs en infrastructures se poursuivent et que le développement du champs d'hydrocarbures Baleine n'est pas achevé (2027).

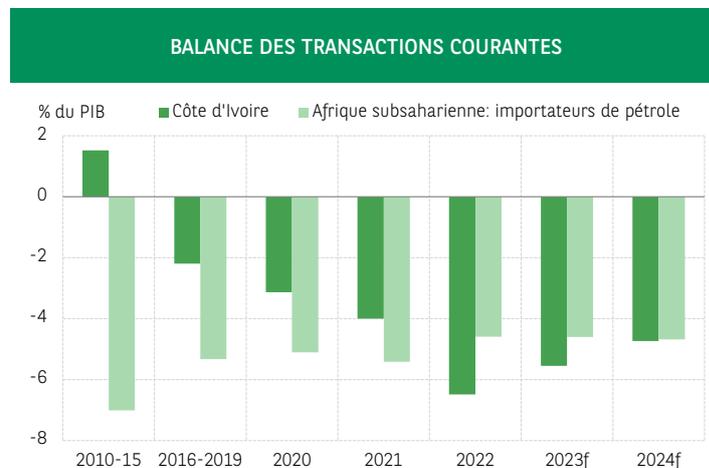
Avec un déficit courant moyen de 5% du PIB en 2023-24, la Côte d'Ivoire restera donc vulnérable aux aléas de la conjoncture internationale. En outre, il n'est pas certain que le pays puisse de nouveau emprunter sur les marchés financiers internationaux.

En 2022, les autorités avaient décidé d'abandonner leur projet d'émissions euro-obligataires en raison de conditions de financement dégradées. Or, le contexte actuel n'est guère plus propice. Des alternatives existent (*green bonds*) mais la Côte d'Ivoire comptera surtout sur le soutien massif des créanciers bi-et multilatéraux. En 2023, plus de la moitié du déficit courant est censé être couvert par des flux nets de financement officiel, auxquels s'ajouteront les entrées d'investissements

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	1,3	7,4	6,7	6,2	6,0
Inflation, IPC, var, annuelle, %	2,4	4,2	5,2	3,7	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,4	-4,9	-6,8	-5,2	-3,5
Dette du gouv. central, % du PIB	46,3	50,9	56,7	58,1	58,5
Balance courante, % du PIB	-3,1	-4,0	-6,5	-5,5	-4,7
Dette externe, % du PIB	29,7	30,9	34,5	35,6	35,8
Réserves de change, mds USD	9,4	10,7	8,9	10,0	10,7
Réserves de change, en mois d'imports	8,5	8,0	5,5	5,6	6,4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

directs étrangers (1,5 à 2% du PIB). Cela devrait permettre d'alléger la pression sur les réserves de change, qui ont fondu de 17% en 2022. La Côte d'Ivoire étant le premier contributeur aux avoirs extérieurs de la banque centrale régionale, la BCEAO, l'érosion rapide de sa liquidité extérieure fragilise la solidité du peg. Le taux de couverture des réserves de change régionales est ainsi passé de 5,6 mois d'importations fin 2021 à 4,5 mois fin 2022, ce qui correspond à la tranche basse du seuil de confort pour cette zone monétaire selon le FMI. Toutefois, grâce au fort soutien des bailleurs de fonds à la plupart des pays membres et à la dissipation progressive du choc sur les termes de l'échange, une stabilisation de ce ratio est attendue dans les deux ou trois prochaines années.



FINANCES PUBLIQUES : CONSOLIDATION DÉLICATE À VENIR

L'appui des créanciers officiels sera également déterminant pour les finances publiques, mais il nécessitera un effort de consolidation qui pourrait s'avérer délicat à mettre en place.

De fait, le déficit budgétaire a atteint 6,8% du PIB en 2022, soit 2 points de plus qu'en 2021 et plus du triple de son niveau de 2019 (graphique 2). En comparaison de ses pairs africains, la Côte d'Ivoire affiche ainsi une des dégradations des finances publiques les plus marquées depuis le choc de la pandémie. La hausse de l'endettement y est aussi parmi les plus prononcées : de 38% du PIB en 2019, la dette du gouvernement est passée à 56,7% du PIB en 2022. Cela a entraîné une envolée des charges d'intérêt qui absorbent désormais 15% des recettes contre moins de 11% en 2019. Cependant, la dette demeure nettement en dessous de la norme communautaire de 70%. De plus, son profil est favorable. Plus de 90% de la dette est à taux fixe et la maturité moyenne reste longue (7,5 ans). Malgré la part élevée de la dette externe (61%), le risque de change est également contenu puisque seulement 15% de la dette est libellée dans une monnaie autre que le franc CFA ou l'euro. Par ailleurs, le prochain pic d'amortissement euro-obligataire n'est pas attendu avant 2028.

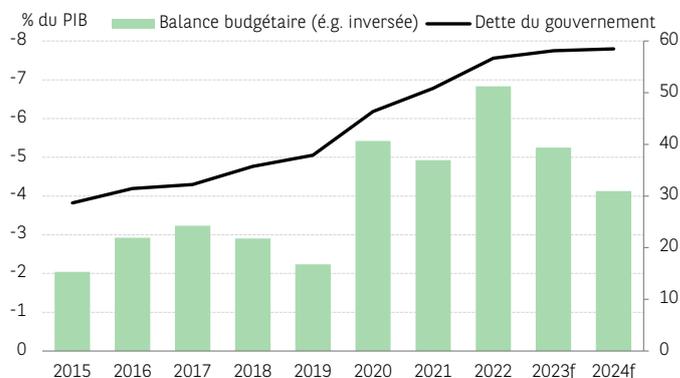
La soutenabilité de la dette n'est donc pas menacée mais sa hausse doit être enrayerée. Point positif : la stratégie de financement privilégie désormais les ressources concessionnelles ou semi-concessionnelles. En effet, malgré l'appétit des investisseurs locaux et régionaux pour la dette ivoirienne, les conditions se sont dégradées en raison notamment du durcissement de la politique monétaire de la BCEAO (quatre hausses du taux directeur depuis juin 2022 pour un total cumulé de 100 pb à 3%). Continuer de recourir massivement au financement sur le marché domestique et régional, comme en 2022, risquerait donc d'alourdir encore davantage le poids des intérêts sur la dette. En outre, le gouvernement s'est engagé à ramener progressivement le déficit budgétaire à 3% du PIB d'ici 2025, ce qui permettrait de contenir la dette en dessous de 60% du PIB.

La crédibilité du gouvernement en matière de politique budgétaire est plutôt solide. Sur la période 2012-2019, les autorités ont réussi à contenir le déficit budgétaire à 2,4% du PIB tout en multipliant par plus de deux le montant des investissements publics grâce à une bonne maîtrise des charges courantes. En particulier, la masse salariale de la fonction publique a été ramenée de 42% des ressources fiscales en 2012 à 35% en 2022. Néanmoins, l'ajustement à venir pourrait être plus complexe. Si la suppression progressive des mesures mises en place pour faire face au choc inflationniste (essentiellement des subventions énergétiques) pourrait permettre d'économiser environ 1% de PIB, la plus grosse partie du programme d'assainissement des finances publiques repose sur la hausse des recettes budgétaires à horizon 2025 à hauteur de 2,2% du PIB, dont 1,1% dès 2023. Le défi sera de taille. En effet, la base fiscale de l'économie ivoirienne est l'une des plus étroites de la région (inférieure à 13% du PIB) et son niveau n'a augmenté que légèrement depuis 2012 (+1,2% du PIB). De plus, 40% des recettes proviennent des impôts sur le commerce extérieur. Elles sont donc aussi vulnérables aux fluctuations des cours des matières premières.

CROISSANCE : DES PERSPECTIVES SOLIDES MAIS SOUS CONTRAINTES

La capacité de l'économie ivoirienne à maintenir durablement une trajectoire de croissance aussi forte interpellait déjà avant la succession de chocs intervenus depuis 2020. La question se pose avec plus d'acuité aujourd'hui.

CÔTE D'IVOIRE : INDICATEURS DES FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

De fait, le soutien de la puissance publique a été un élément-clé des très bons chiffres de croissance ces dernières années, et plus particulièrement en 2022. La Côte d'Ivoire a été relativement protégée du choc sur les cours mondiaux des matières premières grâce aux mesures mises en place par les autorités. L'inflation a ainsi atteint 5,2% l'an dernier contre 7,4% en moyenne au sein de l'UEMOA et 13,1% pour les pays africains importateurs de pétrole. La consommation domestique est donc restée robuste, en hausse de 4,5%, en ligne avec la dynamique de 2020 et 2021. Surtout, l'investissement a affiché une progression de presque 20%, dont plus de la moitié a résulté de la poursuite de grands chantiers publics en infrastructures. À 9,7% en 2022, le taux d'investissement public n'a jamais été aussi élevé. Après trois années de croissance à plus de 20% en moyenne, sa contribution à la formation brute de capital fixe atteint également des sommets : 37% en 2022 contre 33% en 2020 et 24% en 2015-2019.

Un rééquilibrage des moteurs de la croissance de l'investissement est attendu dès cette année. Selon les dernières projections du gouvernement, l'investissement devrait rester robuste (+11,8% en moyenne en 2023-2025) mais avec une contribution de 70% du secteur privé. Néanmoins, cette hypothèse pourrait s'avérer optimiste malgré les nombreux atouts de l'économie ivoirienne (secteurs minier, pétrolier et transformation de produits primaires). Le gouvernement table, en effet, sur une croissance moyenne de 13% de l'investissement privé, soit plus du double de ce qui a prévalu sur la période 2015-19. En outre, la nécessité de consolider les finances publiques questionne aussi la capacité des autorités à maintenir un effort d'investissement public élevé (il est censé continuer de croître pour atteindre 9,9% du PIB en 2025).

Dans ce contexte, le gouvernement anticipe une réaccélération de l'activité économique à 7,2% cette année, alors que nous tablons plutôt sur une décélération de la croissance à 6,2%, en ligne avec les prévisions du FMI. Il existe un risque de contre-performance des recettes fiscales, qui devrait induire de difficiles arbitrages budgétaires pour les autorités ivoiriennes.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - 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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change